信用等级公告

联合〔2020〕175 号

联合资信评估有限公司通过对建发房地产集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持建发房地产集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 建发地产 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年一月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

建发房地产集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
19 建发地产 CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 建发地产 CP001	8.00 亿元	8.00 亿元	2020/08/02

评级时间：2020 年 1 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
公司作为厦门市国有大型房地产开发商，股东背景良好				+1
公司签约销售规模快速增长，土地一级开发业务确认收入规模较大，较大规模的预收款项为其未来收入确认提供支撑				+1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发地产”）作为厦门市国有控股的大型房地产开发商，承担了部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作，区域品牌优势明显，股东支持力度较大。公司可售项目较充裕，跟踪期内，公司签约销售面积和金额持续增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业仍处于调控周期，公司存货占比高，未来资本支出规模较大以及少数股东权益占比较高等不利因素对公司经营发展带来的负面影响。

公司经营活动现金流入量和现金类资产对“19建发地产CP001”的保障能力强。

未来随着公司项目的持续销售，公司房产收入和盈利水平有望保持良好。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 建发地产 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

优势

1. 作为厦门市国资委下属大型房地产开发商，公司开发资质齐全，行业经验丰富，具备区域性品牌优势，股东背景良好。
2. 公司承担了部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作，股东支持力度较大；2018 年公司土地一级开发业务确认较大规模的收入，支撑公司收入及利润规模显著增长。
3. 公司可售项目较充足，近年来签约销售规模持续增长；公司预收款项规模大，为未来收入的确认提供了一定支撑。
4. 公司投资性房地产规模逐步增长，且主要位于厦门及上海区域，目前采用成本模式进行计量，存在较大的物业升值潜力。
5. 公司经营活动现金流入量和现金类资产对“19 建发地产 CP001”的保障能力强。

分析师：刘艳婷　王 爽
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

关注

1. 房地产行业仍处调控周期，公司房地产业务的发展面临一定的政策调控压力。
2. 跟踪期内，公司债务规模持续增长，且在建及拟建项目未来投资规模较大，存在一定的资本支出压力。
3. 公司存货占比高，存货的变现效率受房地产市场波动影响明显。
4. 近年来公司合作开发项目增长较多，少数股东权益占比较高。
5. 公司土地一级开发业务未来仍存在较大规模的投资需求，该业务收入受政府土地出让政策影响较大，回款情况具有一定的不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	30.82	47.12	83.81	115.63
资产总额(亿元)	582.05	861.33	1128.78	1470.02
所有者权益合计(亿元)	150.03	212.99	278.26	259.21
短期债务(亿元)	34.95	51.21	35.64	96.26
长期债务(亿元)	166.96	345.16	375.41	408.90
全部债务(亿元)	201.91	396.37	411.05	505.16
营业收入(亿元)	204.14	181.18	273.51	62.08
利润总额(亿元)	27.83	33.41	57.95	5.63
EBITDA(亿元)	30.13	43.28	70.31	--
经营性净现金流(亿元)	-15.26	-158.90	5.84	15.76
营业利润率(%)	15.32	23.25	31.14	26.78
净资产收益率(%)	13.77	11.25	15.25	--
资产负债率(%)	74.22	75.27	75.35	82.37
全部债务资本化比率(%)	57.37	65.05	59.63	66.09
流动比率(%)	180.36	240.59	212.74	165.74
经营现金流动负债比(%)	-5.80	-53.36	1.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	9.16	5.85	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.59	2.71	2.50	--
公司本部（母公司）				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	307.43	406.64	401.99	533.11
所有者权益（亿元）	64.05	80.68	97.13	89.12
全部债务(亿元)	72.80	168.45	161.72	210.38
营业收入(亿元)	0.18	1.71	11.93	12.48
利润总额(亿元)	28.42	13.75	16.21	2.65
资产负债率（%）	79.17	80.16	75.84	83.28
全部债务资本化比率(%)	53.20	67.62	62.48	70.24
流动比率（%）	157.94	210.05	251.91	188.71
经营现金流动负债比(%)	5.77	-92.62	-17.46	--

注：1.合并口径 2017 年度数据采用 2018 年财务报告期初数，2019 年三季度财务报表未经审计；2. 合并口径中将其他流动负债中的有息部分、长期应付款中的有息部分、其他非流动负债中的有息部分分别计入短期债务和长期债务核算；3. 合并及母公司口径中 2017 年底、2018 年底及 2019 年 9 月底所有者权益中均分别包含 10.00 亿元的永续中期票据

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/07/11	刘艳婷 王 爽	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）--	阅读全文
AAA	稳定	2019/06/17	刘艳婷 王 爽	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）--	阅读全文
AA+	稳定	2015/05/18	叶 青 张 丽	房地产行业企业信用评级方法（2009 年）--	阅读全文
AA	稳定	2014/05/27	叶 青 李 洁	房地产行业企业信用评级方法（2009 年）--	阅读全文
AA-	稳定	2011/11/21	刘献荣	房地产行业企业信用评级方法（2009 年）--	阅读全文
A+	稳定	2008/07/21	张 成 孙 炜	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由建发房地产集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

建发房地产集团有限公司短期融资券跟踪评级报告

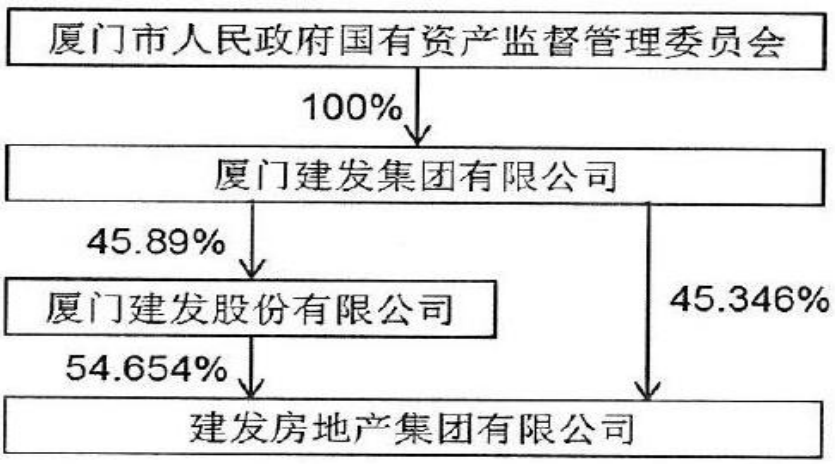
一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于建发房地产集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发地产”）成立于1998年7月28日，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）与下属企业厦门建发物业管理有限公司共同设立，原名厦门建发房地产集团有限公司。2009年2月建发集团所持有建发地产原54.654%股权由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）通过会展中心置换和现金购买方式持有。2009年4月，公司以未分配利润转增资本至10亿元。2009年5月，股东厦门华益工贸有限公司将持有的1%股权转让给建发集团。转让后，建发股份持股比例为54.654%，建发集团持股比例为45.346%。2013年1月，公司增资10亿元，由各股东按持股比例进行增资。增资后，公司注册资本为20亿元，其中建发股份出资10.93亿元，建发集团出资9.07亿元。截至2019年9月底，公司注册资本为20亿元，最终实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门国资委”）。

图1　公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营房地产开发销售。2018年，为适应公司项目体量的大幅增长，公司对组织结构进行了调整，通过集团—区域公司—城市公司的三级管控模式进行项目管控，区域公司独立核算，总部对区域公司以考核形式进行管理，区域公司负责对下属城市公司进行直接管控。截至2019年9月底，公司设有营运中心、资金中心、市场中心、投资中心、设计中心、工程中心、客关中心、品牌部、财务中心、审计监察部等共计16个中心及部门；具体板块涵盖建发房产开发板块（下设福建南区域公司、华东区域公司、华中区域公司、华南区域公司及福建北区域公司共计5个区域公司）、土地一级开发板块、商业板块、生活服务板块和新兴业务板块共计5大业务板块。截至2019年9月底，公司合并范围内子公司合计325家。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 1128.78 亿元，所有者权益合计 278.26 亿元（含少数股东权益 115.97 亿元）；2018 年公司实现营业收入 273.51 亿元，利润总额 57.95 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1470.02 亿元，所有者权益合计 259.21 亿元

（含少数股东权益 104.09 亿元）；2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 62.08 亿元，利润总额 5.63 亿元。

公司注册地址：福建省厦门市思明区环岛东路 1699 号建发国际大厦 38 楼；法定代表人：庄跃凯。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司已于 2019 年 8 月发行了 2019 年度第一期短期融资券（以下简称“19 建发地产 CP001”），发行金额 8 亿元，剩余额度 8 亿元，期限 1 年，到期一次还本付息；募集资金用途为偿还子公司金融机构有息债务。跟踪期内，“19 建发地产 CP001”募集资金用途已按照规定使用。

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1　2016－2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1－6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1－6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1－6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1－6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增

速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设投资和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1－6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1－6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1－3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2%的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1－6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1－3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1－3 月回升主要是由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1－3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1－6 月，中国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1－3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019 年下半年，

中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

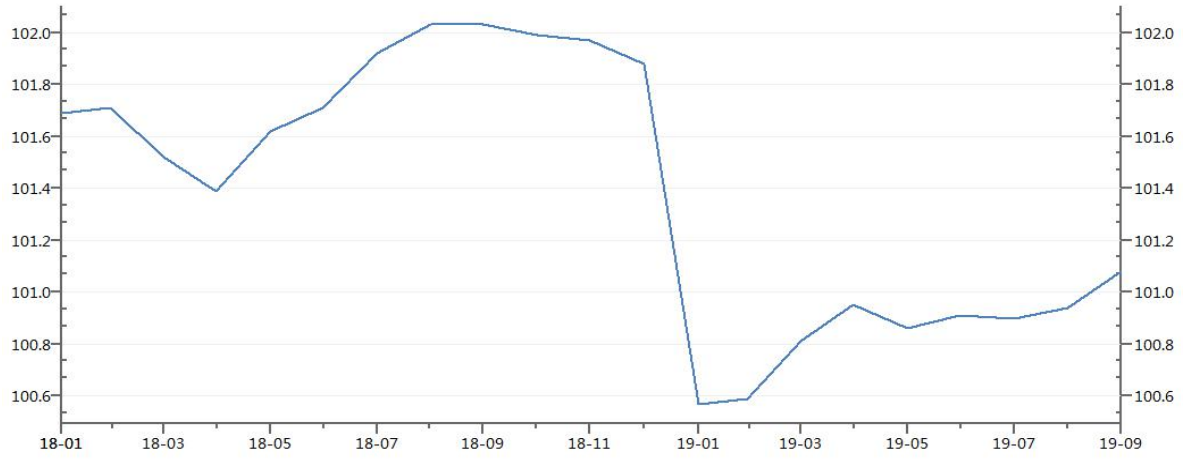
五、行业及区域经济环境

1. 房地产行业分析

（1）房地产开发行业

2018年，全国各地房地产调控政策密集出台，不断完善限购、限贷等相关行业政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。2019年以来，房地产市场仍处于调控周期，中央重申坚持房住不炒、防止楼市大起大落，确定了维护房地产市场平稳健康发展的总体思路。在整体基调的指导下，各地在市场监管、招才引智、住房贷款、住房保障等方面均陆续完善相应政策。总的来看，此次政策调控相较往年周期更长、范围更广、手段更灵活。

图2　2018年－2019年9月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全国房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。2019年1－9月，全国房地产开发投资9.80万亿元，同比增长10.50%；房屋新开工面积16.57亿平方米，同比增长8.60%；房屋施工面积83.42亿平方米，同比增长8.70%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。2019年1－9月，全国房地产开发投资仍保持快速增长；2019年上半年，在商业类新开工显著提速的带动下，新开工面积增速大幅增长，三季度以来有所回落，总体施工规模保持持续增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017

年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。2019年1−9月，全国商品房销售面积11.92亿平方米，同比下降0.10%；共实现商品房销售额11.15万亿元，同比增长7.10%，增速同比下降6.20个百分点。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。进入2019年以来，商品房销售面积增速由正转负；在销售价格持续增长的带动下，商品房销售额仍保持增长，但增速显著回落，房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一、二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。进入2019年以来，房地产行业信贷环境适度宽松，发债市场总体融资规模有所扩张，资金主要流向债务负担适宜的龙头企业；个人按揭贷款流程审批提速，放款加快，一定程度上缓解房地产企业的资金压力。

从地产开发资金到位情况来看，2018年房地产开发企业开发资金16.60万亿元，同比增长6.40%。资金来源中，自筹资金和定金及预付款为主要来源方式，分别占资金来源的33.64%和33.39%；国内贷款、个人按揭贷款和利用外资分别占房地产开发资金来源的14.46%、14.28%和0.07%。2019年1−9月，房地产开发企业开发资金13.06万亿元，同比增长7.10%。资金来源中，自筹资金和定金及预收款仍为主要来源方式，分别占资金来源的32.18%和33.60%；国内贷款、个人按揭贷款和利用外资分别占房地产开发资金来源的15.08%、15.24%和0.08%。总体来看，房地产开发资金保持增长，资金主要来源于自筹资金和定金及预付款，渠道占比基本保持稳定。

总体看，在中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，2018年下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但房企随着到期债务的增加和开发投资的持续

投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018 年 5 月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出 3~5 年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50%以上。2018 年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于 85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名 5 市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为 1 年。

2018 年 6 月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

2019 年以来，中央重申防止楼市大起大落，确定了维护房地产市场平稳健康发展的总体思路。4 月 19 日，中共中央政治局会议重申房住不炒，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。房地产金融监管方面，银保监会、央行两部门密集强调加强风险防范力度，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准，以“稳地价、稳房价、稳预期”为目标，坚持房地产金融政策的连续性和稳定性。从货币政策来看，中央多次强调防范化解重大风险，促进经济稳定发展，强调继续实施稳健的货币政策，坚持不搞“大水漫灌”。与此同时，中央货币政策委员会在 2019 年一季度例会也指出稳健的货币政策要松紧适度，把好货币供给总闸门，同时保持流动性合理充裕。4 月 22 日，中央财经委员会第四次会议强调要强化宏观政策逆周期调节，财政政策要加力提效，货币政策根据经济增长和价格形势变化及时预调微调。

总体看，2018年上半年，严格调控的政策

力度明显增强，房地产行业呈降温态势；2018年下半年，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先；2019年以来，调控政策仍以维稳为基调，加强金融监管，不搞“大水漫灌”，同时保持流动性合理充裕。

2. 厦门市区域经济环境

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区经济发展的战略定位和强劲发展为公司的发展创造了一个良好的外部环境。

根据《厦门市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，厦门全年地区生产总值（GDP）4791.41 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.7%。其中，第一产业增加值 24.40 亿元，增长 2.6%；第二产业增加值 1960.15 亿元，增长 8.1%；第三产业增加值 2766.85 亿元，增长 7.5%。三次产业结构为 0.5∶41.3∶58.2。按常住人口计算的人均地区生产总值 118015 元，增长 5.2%，折合 17834 美元。

2018 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值 1611.35 亿元，增长 8.8%，占全市地区生产总值的 33.6%。截至 2018 年底，全市规模以上工业企业 1896 家，实现工业总产值 6392.32 亿元；其中产值超亿元的企业 725 家，实现产值 5845.40 亿元，占全市规模以上工业总产值的 91.4%。规模以上工业中，重工业完成增加值 1069.94 亿元，比上年增长 9.4%；轻工业完成增加值 541.41 亿元，增长 7.5%，重工业与轻工业之比为 1.98:1。

2018 年，厦门市基础设施投资增长 16.8%；其中交通运输业投资增长 42.0%；工业投资增长 12.0%，其中制造业投资增长 13.7%；社会事业投资增长 18.1%。

2018 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）增长 10.1%。分产业看，第一产业投资增长 0.8%，第二产业投资增长 14.1%，第三产业投资增长 9.4%，三次产业投资比例为 0.1:16.9:83.0。

总体看，建发地产所在厦门区域经济保持平稳较快发展，财政实力不断增强，有力地保障了土地一级开发及基础设施建设的发展，公司外部经济环境良好。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底，公司注册资本20亿元，建发股份和建发集团分别对公司持股54.654%和45.346%，最终控制人为厦门国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司是经厦国资产权〔1998〕119 号批准，由建发集团及其下属企业厦门建发物业管理有限公司共同出资，于 1998 年 7 月 28 日在厦门市工商行政管理局注册登记成立的有限责任公司。目前，公司的股东为建发集团和建发股份（建发集团为建发股份大股东，对建发股份持股 45.89%）。建发集团是经厦门市政府批准设立的国有独资有限公司，是经市政府授权国有资产投资的资产经营一体化公司，承担着执行厦门市政府社会经济发展和产业结构调整部署的重要职责，现为福建省最大的国有企业集团，连续多年位居福建省企业集团 100 强首位。

作为建发集团的下属核心企业，公司承担了厦门市保障性安居工程的开发、建设及运营管理，同时公司还参与了厦门市城市基础设施项目的建设工作，拥有房地产开发企业和物业服务企业一级资质证书（证书编号分别为：建开企〔2007〕644 号、（建）110099 号）。

目前，公司负责福建省最大的保障性安居工程—洋唐居住区及后埔—枋湖旧村（棚户区）旧村改造业务及其配套的蔡坑安置房等保障性住房建设任务，并承接了钟宅畲族旧村改造项目建设；同时承担了厦门市国际会议中心、会议中心音乐厅、厦门市档案大楼和国际会议展览中心北区横三路、蔡岭路等厦门地标性建筑及市政道路的城市基础设施建设任务。公司大

力发展了绿色节能住宅和城市综合体的开发业务，还拥有部分物业管理业务，新拓展了商业运营业务。

公司获得福建省著名商标、“建设行业企业信用AAA级单位”“中国房地产50强”“中国房地产百强之星”“中国房地产地方公司品牌价值TOP10（华南地区）”“2013年度影响中国的房地产品牌企业”及福建省建设厅首批房地产品牌企业等多项殊荣，并在中国房地产研究会、中国房地产业协会和中国房地产测评中心三家单位联合主办的2014年中国房地产开发企业五百强中排列第39位、2015年排名第36位、2016年和2017均排名第35位、2018年排名第39位，连续多年荣登中国房地产开发企业五百强排名前50位，房地产综合开发实力一直居厦门市前三位。总体看，公司作为厦门市大型房地产开发商之一，区域品牌优势明显，经营历史较长，综合竞争力强。

3. 人员素质

公司现有董事、监事及高层管理人员10人，其中董事长1人，总经理1人，副总经理2人，财务总监1人，均具有丰富的企业管理经验。

公司董事长庄跃凯先生，1965年5月出生，本科学历，高级工程师，企业法律顾问；曾任建发集团房产二部副经理、经理，建发集团总经理助理，公司总经理；现任公司董事长，建发集团副总经理。

公司总经理赵呈闽女士，1969年8月出生，硕士学历，高级会计师。赵呈闽女士曾任厦门建发股份有限公司财务部副经理、厦门华侨电子股份公司副总经理，现任公司总经理、董事，兼任建发集团监事。

截至2018年底，公司共有员工2082人。从年龄划分，30岁以下的占比26.80%、30~50岁的占比70.75%、50岁以上的占比2.45%，以中青年员工为主；按学历划分，专科及以下占22.53%，大学本科占63.45%，研究生及以上占14.02%。

整体看，公司高层管理人员从业经验丰富，员工文化素质较高，能够满足公司发展的需求。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构和管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司以房地产开发销售为主，近年来随着国家对房地产行业的从严调控，公司经营策略也不断调整，目前拿地区域以重点二线城市为主。近年来，公司营业收入波动增长， 2018年，受土地一级开发确认较大规模收入的影响，公司营业收入同比大幅增长50.96%至273.51亿元。

从收入构成来看，房地产开发业务为公司主要收入来源。2018年房地产开发业务收入167.40亿元，同比小幅下滑。受土地一级开发确认收入规模较大影响，房地产开发业务收入占比较2017年下滑32.53个百分点至61.21%，仍为公司主要收入来源；其他业务收入106.10亿元，同比大幅增加94.77亿元，主要系后埔-枋湖片区旧村改造项目土地出让形成的土地一级开发收入80.79亿元计入其他业务收入所致，占公司营业收入的比例为29.54%；除去土地一级开发业务收入，公司2018年其他业务收入为25.31亿元，主要包含商业运营、物业管理及公建配套代建业务收入等，占公司营业收入的比例为9.25%。

从毛利率看，近年来公司综合毛利率保持增长趋势。2018年公司综合毛利率为37.74%，较2017年提升8.17个百分点。分类别来看，2018年，公司房地产开发业务毛利率较2017年提升3.18个百分点至31.43%，主要系2018年结转的项目毛利率较去年较高所致；2018年，包含土地一级开发业务收入的其他业务毛利率为

47.69%。

2019年1－9月，公司实现营业收入62.08亿元，同比增长9.15%，为2018年全年的22.70%；公司2019年前三季度收入规模相较2018年全年较低一方面系项目结转通常集中于第四季度，前三季度收入规模通常较小，且公司2018年收入中含部分土地一级开发业务收入。2019年前三季度，房地产开发业务仍为公司主要收入来源，收入占比64.76%。2019年1－9月，公司综合毛利率为32.79%，较2018年全年小幅下滑4.95个百分点，系其他业务毛利率波动所致。

跟踪期内，公司收入构成仍以房地产开业务为主，整体盈利能力维持较好水平。

表2　2016－2018年及2019年1－9月公司营业收入及毛利率情况　（单位：亿元、%）

业务类别	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1－9 月		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
房地产开发业务	199.36	97.66	23.23	169.85	93.74	28.25	167.40	61.21	31.43	40.20	64.76	37.69
其他	4.78	2.34	43.06	11.33	6.26	49.22	106.10	38.79	47.69	21.88	35.24	23.80
合 计	**204.14**	**100.00**	**23.70**	**181.18**	**100.00**	**29.57**	**273.51**	**100.00**	**37.74**	**62.08**	**100.00**	**32.79**

注：2018年其他业务收入中包含80.79亿元的土地一级开发业务收入
资料来源：公司提供

2. 房地产开发

土地获取及土地储备

公司土地获取以招拍挂为主、收并购为辅。公司建立了本部和地区子公司两级的项目筛选机制，总部拥有专业团队对全国各主要城市的土地供应信息进行监测，同时本部及下属子公司在各自负责区域内收集土地供应信息，并关注合作开发与项目收购机会。2018 年，公司共计拿地 25 块，购地支出合计 216.57 亿元；新增土地储备建筑面积 257.71 万平方米，同比下降 20.60%；对应的楼面价为 0.84 万元/平方米，同比下降 25.66%。2019 年 1－9 月，公司共计拿地 31 块，购地支出合计 375.69 亿元；2019 年 1－9 月，公司拿地对应计容建筑面积合计 489.59 万平方米，对应单位建筑面积购地支出为 0.77 万元/平方米。

从拿地区域来看，以购地支出计，2018 年公司购地支出主要分布于厦门（82.51 亿元）、福州（28.54 亿元）、武汉（20.59 亿元）以及珠海（16.49 亿元）等；2019 年前三季度，公司购地支出主要分布于福州（58.15 亿元）、无锡（47.01 亿元）、莆田（33.92 亿元）、厦门（37.78 亿元）、南宁（37.69 亿元）以及长沙（37.85 亿元）等二、三线城市。

表 3　2018－2019 年 9 月底公司拿地明细　（单位：万平方米、万元/平方米、亿元、%）

项目名称	获取时间	土地位置	土地购置面积	对应建筑面积(计容)	楼面单价	购地支出	截至 2019 年 9 月底已支付土地出让金	权益比例	拿地方式
2017－拍 J20 号	2018 年 1 月	南平	5.27	14.77	0.24	3.53	3.53	70.00	招拍挂
江南区 GC2017-122 号地块	2018 年 1 月	南宁	2.23	7.80	0.30	2.31	2.31	51.00	招拍挂
武汉 P（2017）168 号地块	2018 年 1 月	武汉	6.83	9.56	1.03	9.85	9.85	49.00	收购
永泰世外梧桐	2018 年 1 月	福州	46.21	21.10	0.11	2.26	2.26	65.00	收购
苏地 2017-WG-79 号地块	2018 年 2 月	苏州	2.23	4.44	1.03	4.58	4.58	55.00	招拍挂

连地拍卖〔2018〕01 号	2018 年 2 月	连江	6.96	13.93	0.22	3.10	3.10	46.15	招拍挂
连地拍卖〔2018〕03 号	2018 年 2 月	连江	1.15	2.07	0.17	0.35	0.35	46.15	招拍挂
连地拍卖〔2018〕04 号	2018 年 2 月	连江	0.97	0.77	0.38	0.30	0.30	46.15	招拍挂
斗门区 2017-73 地块	2018 年 3 月	珠海	4.74	9.55	1.30	12.46	12.46	100.00	招拍挂
张地 2012-A23-A-2 号地块	2018 年 3 月	张家港	6.99	12.57	1.09	13.65	13.65	100.00	招拍挂
JY2018001 号	2018 年 3 月	南平	7.00	12.60	0.57	7.20	7.20	70.00	招拍挂
集美新区 2018JP01 地块	2018 年 4 月	厦门	3.05	8.55	2.80	23.92	23.92	51.00	招拍挂
富山御苑项目	2018 年 4 月	连江	4.01	8.82	0.14	1.20	1.20	70.00	收购
2018-06 地块	2018 年 4 月	福州	1.39	12.35	0.70	8.61	8.61	47.60	招拍挂
白藤湖湖心路东侧地块(土地编号：1003329-3)	2018 年 5 月	珠海	2.67	4.49	0.90	4.03	4.03	51.00	收购
连江〔2018〕02 号	2018 年 5 月	连江	7.00	10.50	0.22	2.30	2.30	55.58	收购
2017-H2 地块（宗地 2017-15 号）	2018 年 5 月	福州	5.55	13.87	1.27	17.67	17.67	51.60	收购
P（2018）066 号	2018 年 8 月	武汉	7.16	17.90	0.60	10.74	10.74	51.00	招拍挂
名巨南庄	2018 年 9 月	深圳	0.84	3.51	1.85	6.50	6.50	51.00	收购
2018P02 地块	2018 年 9 月	厦门	6.18	14.96	3.81	57.00	57.00	95.00	招拍挂
武夷新区童子山大桥西北侧地块	2018 年 9 月	建阳	5.17	14.98	0.35	5.22	5.22	45.00	收购
嘉富酒店公寓	2018 年 8 月	厦门	1.29	6.46	0.25	1.59	1.59	100.00	收购
PS 拍-2018-19 号荔浦地块	2018 年 10 月	莆田	5.50	14.29	0.53	7.56	7.56	100.00	招拍挂
2018P08 地块	2018 年 11 月	漳州	3.71	8.91	1.08	9.65	9.65	70.00	招拍挂
武夷山山外山	2018 年 12 月	南平	16.00	8.96	0.11	0.99	0.99	50.00	收购
玉湖地块（PS 拍 2018-33）	2019 年 1 月	莆田	4.69	12.19	0.70	8.58	8.58	100.00	招拍挂
宁德 2018P02 地块	2019 年 1 月	宁德	4.92	10.82	0.41	4.43	4.43	50.00	收购
地铁上盖（2017-25 号）	2019 年 2 月	福州	11.14	33.43	1.51	50.40	50.40	16.50	收购
PS-2012-20 地块	2019 年 3 月	仙游	3.26	10.76	0.37	3.98	3.98	55.00	收购
香洲区 2019-05 地块	2019 年 3 月	珠海	1.97	5.91	2.47	14.60	14.60	100.00	招拍挂
2019-09 连潘地块	2019 年 3 月	福州	2.33	6.51	1.19	7.75	3.88	100.00	招拍挂
2019-WG-1 号地块	2019 年 4 月	太仓	8.40	15.28	0.85	14.34	14.34	100.00	招拍挂
2019-J-01 号地块	2019 年 4 月	建瓯	13.53	33.82	0.27	9.02	6.77	75.00	招拍挂
2019P06 地块	2019 年 5 月	漳州	3.28	9.83	0.90	8.86	8.86	100.00	招拍挂
漳浦 201812（05 地块）	2019 年 5 月	漳州	6.62	17.86	0.18	3.26	2.28	70.00	招拍挂
漳浦 201811（04 地块）	2019 年 5 月	漳州	5.71	15.42	0.18	2.70	1.89	70.00	招拍挂
南宁五象湖 GC2019-055 地块	2019 年 6 月	南宁	10.17	27.66	0.99	27.45	13.74	100.00	招拍挂
PS 拍-2019-16 号地块（荔城区磐龙山庄片区地块一）	2019 年 6 月	莆田	18.22	34.50	0.53	18.28	18.28	100.00	招拍挂
2019P02 地块	2019 年 6 月	宁德	8.59	21.47	0.49	10.61	5.84	55.00	招拍挂
北大客运中心旧地改造	2019 年 7 月	南宁	5.84	30.38	0.34	10.24	6.14	60.00	招拍挂
锡国土（经）2019-8-XDG-201908	2019 年 5 月	无锡	14.39	22.30	1.67	37.25	9.13	49.00	收并购

号地块									
张地 2018-B32-A 地块	2019 年 7 月	张家港	4.83	10.62	0.34	3.62	2.17	100.00	招拍挂
张地 2018-B32-B 地块	2019 年 7 月	张家港	6.85	15.06	0.34	5.13	3.08	100.00	招拍挂
张地 2018-B32-C 地块	2019 年 7 月	张家港	4.93	10.85	0.34	3.70	2.22	100.00	招拍挂
常熟 2019A-017 地块	2019 年 8 月	常熟	3.26	8.14	1.18	9.57	4.79	100.00	招拍挂
WJ-J-2019-017 号地块（体育路北 1）	2019 年 8 月	苏州	3.78	4.92	1.58	7.75	7.75	100.00	招拍挂
WJ-J-2019-018 号地块（体育路北 2）	2019 年 8 月	苏州	5.00	6.50	1.58	10.28	10.28	100.00	招拍挂
厦门海沧 H2019P03 地块	2019 年 12 月	厦门	2.72	7.25	2.19	14.50	3.63	100.00	招拍挂
长沙县 011 号地块	2019 年 8 月	长沙	13.02	23.44	0.64	14.97	0.00	49.00	收并购
莆田市 PS 拍-2019-24 号地块	2019 年 8 月	莆田	3.19	8.29	2.01	7.06	0.75	100.00	招拍挂
海沧 2019HP01	2019 年 8 月	厦门	4.20	8.52	2.71	23.28	11.87	51.00	收并购
无锡 XDG-2016-30 号地块	2019 年 9 月	无锡	5.60	12.32	0.90	9.76	1.39	42.00	收并购
连江 2019-17 号清塘片区地块	2019 年 9 月	连江	3.51	7.73	0.52	4.04	4.04	100.00	招拍挂
大王山片区北部的[2019]长沙市 079 号双限地块	2019 年 9 月	长沙	18.53	41.60	0.55	22.88	5.61	49.00	招拍挂
苏州 2019-WG-28 号地块	2019 年 9 月	苏州	2.79	6.70	0.93	6.21	6.21	100.00	招拍挂
长泰县马洋溪新亭 D-02 地块	2019 年 9 月	漳州	6.79	9.51	0.13	1.19	0.24	60.00	招拍挂
合计	--	--	**372.16**	**747.30**	--	**592.26**	**453.74**	--	--

注：1. 上表中数据均为总口径数据；2. 武汉 P（2017）168 号地块、连江〔2018〕02 号、武夷新区童子山大桥西北侧地块、武夷山山外山、宁德 2018P02 地块、地铁上盖（2017-25 号）、锡国土（经）2019-8-XDG-201908 号地块、长沙县 011 号地块、无锡 XDG-2016-30 号地块和大王山片区北部的[2019]长沙市 079 号双限地块，以上 10 个项目为非并表项目
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2019 年 9 月底，公司土地储备计容建筑面积 403.39 万平方米，其中，主要为一线城市占 11.88%，二线城市占 49.72%，三线及以下城市占 38.21%，总拿地金额 295.53 亿元，已付土地出让金 155.10 亿元，剩余未付 140.43 亿元。总体看，公司土地储备中二、三线城市占比较高。

表 4　截至 2019 年 9 月底公司土地储备情况　（单位：万平方米、亿元）

序号	位置	项目名称	占地面积	规划计容建筑面积	取得时间	兴建项目类别	拿地金额	已付金额	土地取得方式	股权比例
1	南京	NO.2016G46	2.34	7.47	2017 年 1 月	住宅、商业	20.30	20.30	收购	49.00%
2	成都	麓岭汇项目四期	3.96	7.70	2017 年 6 月	住宅	3.28	3.28	收购	100.00%
3	澳洲	悉尼项目	0.77	0.77	2017 年 8 月	住宅、商业	0.50	0.50	收购	60.00%
4	福州	永泰世外梧桐三期	3.86	2.12	2018 年 1 月	商服	0.23	0.23	收购	65.00%
5	福州	永泰世外梧桐	4.65	1.69	2018 年 1 月	商服	0.11	0.11	收购	65.00%

		四期								
6	福州	永泰世外梧桐五期	3.34	1.56	2018 年 1 月	商服	0.07	0.07	收购	65.00%
7	连江	连江[2018]03 号	1.15	2.07	2018 年 2 月	住宅	0.35	0.35	招拍挂	46.15%
8	福州	2018-06 地块	1.39	12.35	2018 年 4 月	商业	8.61	8.61	招拍挂	47.60%
9	连江	连江[2018]02 号	7.00	10.50	2018 年 5 月	住宅	2.30	2.30	收购	55.58%
10	厦门	嘉富酒店公寓	1.29	6.46	2018 年 8 月	公寓式酒店	1.59	1.59	收购	100.00%
11	漳州	漳浦 201811（04 地块）	5.71	15.42	2019 年 5 月	商服、住宅	2.70	1.89	招拍挂	70.00%
12	南宁	南宁五象湖 GC2019-055 地块	10.17	27.66	2019 年 6 月	住宅、商业	27.45	13.74	招拍挂	100.00%
13	莆田	PS 拍-2019-16 号地块（荔城区磐龙山庄片区地块一）	18.22	34.50	2019 年 6 月	商业、住宅、教育	18.28	18.28	招拍挂	100.00%
14	宁德	2019P02 地块	8.59	21.47	2019 年 6 月	住宅	10.61	5.84	招拍挂	55.00%
15	无锡	锡国土（经）2019-8 XDG-2019-8 号地块	14.39	22.30	2019 年 7 月	住宅、教育	37.25	9.13	收购	49.00%
16	上海	金山区金山新城 JSC1-0401 单元 1-01-01 地块	8.29	47.92	2019 年 7 月	三类住宅	17.96	17.96	招拍挂	51.00%
17	张家港	张地 2018-B32-ABC 地块	16.60	36.52	2019 年 7 月	商住	12.45	7.47	招拍挂	100.00%
18	常熟	常熟 2019A-017 地块	3.26	8.14	2019 年 8 月	住宅	9.57	4.79	招拍挂	100.00%
19	苏州	WJ-J-2019-017 号地块	8.78	11.42	2019 年 8 月	住宅、商服	18.03	10.82	招拍挂	100.00%

20	厦门	海沧 H2019P03 地块	2.72	7.25	2019 年 8 月	住宅	14.50	3.63	招拍挂	100.00%
21	长沙	长沙县 011 号地块	13.02	23.43	2019 年 8 月	住宅	14.97	0.00	收并购	49.00%
22	莆田	PS 拍-2019-24 号地块	3.19	8.29	2019 年 8 月	住宅、商服	7.06	0.75	招拍挂	100.00%
23	厦门	海沧 2019HP01	4.20	8.52	2019 年 8 月	住宅、商服	23.28	11.87	收并购	51.00%
24	无锡	XDG-2016-30 号地块	5.60	12.32	2019 年 9 月	住宅、商服	9.76	1.39	收购	42.00%
25	连江	2019-17 号清塘片区地块	3.51	7.73	2019 年 9 月	住宅、商服	4.04	0.70	招拍挂	100.00%
26	长沙	大王山片区北部的[2019]长沙市 079 号双限地块	18.53	41.60	2019 年 9 月	住宅用地	22.88	5.61	招拍挂	49.00%
27	苏州	2019-WG-28 号地块	2.79	6.70	2019 年 9 月	住宅、商服	6.21	3.65	招拍挂	100.00%
28	漳州	长泰县马洋溪新亭 D-02 地块	6.79	9.51	2019 年 9 月	住宅、商服	1.19	0.24	招拍挂	60.00%
--	**合计**	--	**184.11**	**403.39**	--	--	**295.53**	**155.10**	--	--

注：1.项目批准情况明细：A、《国有土地使用证》； B、《建筑用地规划许可证》；C、《建设工程规划许可证》；2、以上项目包含公司不并表的参股及合营项目，相关数据均为总口径的数据，而非权益口径；
资料来源：公司提供，联合资信整理

总体看，跟踪期内，公司维持较大的拿地规模，扩张明显，但公司整体开工力度大，土地储备规模一般。公司位于南京、珠海等热门城市的部分地块楼面价偏高，且区域调控政策未有明显松动，未来项目利润率的实现存在一定不确定性。

项目开发情况

近年来，公司已完工和在建房地产项目以住宅及少量商铺为主。经营模式方面，公司以自主开发为主、合作开发为辅，近年来合作开发项目体量增长较快。

从经营数据看，近年来，在整体开发项目量增长的带动下，公司房地产开发完成投资持续增长。2018 年公司房地产开发完成投资 427.59 亿元，较 2017 年小幅增长 1.74%；在新开工面积大幅增长的带动下，2018 年公司房屋施工面积 1017.69 万平方米，同比增长 79.77%。近年来，公司竣工较平稳，2018 年竣工面积 143.17 万平方米，较 2017 年变动不大。

2019 年 1－9 月，在拿地和新开工大幅增长的带动下，公司房地产开发完成投资 421.86 亿元，接近 2018 年全年的投资额；房屋新开工面 361.86 万平方米，为 2018 年全年的 61.10%，同期竣工面积 35.40 万平方米，期末施工面积 1233.02 万平方米。

表 5　公司房地产板块主要指标

（单位：亿元、万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
房地产开发完成投资	274.45	420.28	427.59	421.86
房屋新开工面积	89.10	353.11	592.25	361.86
房屋施工面积	420.14	566.10	1017.69	1233.02
房屋竣工面积	153.22	142.44	143.17	35.40

注：表中数据均为总口径数据

资料来源：公司提供

在结转项目区域方面，近年来公司房地产结转项目主要集中在福建省内，其次为江苏省、上海市、四川及湖南，且福建省内项目结转收入占比波动下滑，江苏省区域项目结转收入占比增长幅度较大。2018 年，公司福建、湖南、上海、四川、广西及江苏地区房地产销售结转占比分别为 59.28%、5.83%、0.66%、6.15%、0.04%和 28.04%，其中福建地区结转收入占比较 2017 年的 52.49%提升 6.79 个百分点、江苏地区结转收入占比较 2017 年的 19.16%提升 8.88 个百分点。公司近年来各区域结转收入占比见表 6。

表 6　2016－2018 年及 2019 年 1－9 月公司房地产销售结转收入与区域分布（单位：亿元、%）

区域	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比	营业收入	收入占比
福建	153.43	76.96	89.15	52.49	99.24	59.28	19.35	48.13
湖南	0.10	0.05	12.65	7.45	9.76	5.83	8.48	21.09
上海	18.79	9.43	17.35	10.22	1.11	0.66	--	--
四川	21.78	10.93	17.96	10.57	10.29	6.15	3.75	0.33
广西	0.09	0.05	0.19	0.11	0.06	0.04	0.04	0.11
江苏	5.16	2.59	32.54	19.16	46.94	28.04	8.58	21.34
合 计	**199.36**	**100.00**	**169.85**	**100.00**	**167.40**	**100.00**	**40.20**	**100.00**

注：合计数与各分项之和的尾差系四舍五入产生

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至 2019 年 9 月底，公司在建房地产开发项目 86 个，投资总额 1758.69 亿元，截至 2019 年 9 月底已完成投资 1295.20 亿元，未来三年计划投资 463.49 亿元（在建项目明细见附件 1-3）。公司在建项目主要分布在福州（8 个）、漳州（6 个）、杭州、张家港、长沙（各 5 个）以及龙岩、三明、太仓、无锡（各 4 个），其他重点城市如成都、南京、苏州、珠海以及厦门各 3 个项目。在建项目总可售面积 1124.05 万平方米，分区域来看，一线城市可售面积占 5.04%、二线城市可售面积占 50.97%、三线及以下城市可售面积占 43.98%；从投资金额来看，一线城市总投资金额占 14.77%、二线城市总投资金额占 58.05%、三线及以下城市总投资金额占 27.18%。

表 7　截至 2019 年 9 月底公司在建房产项目区域分布统计　（单位：个、亿元、万平方米）

位置	项目数量	总投资金额	总投资金额占比	截至 2019 年 9 月底已投资	总可售面积	总可售面积占比
成都	3	46.95	2.67%	21.71	63.21	5.62%
福州	8	186.25	10.59%	140.96	99.62	8.86%
广州	1	61.32	3.49%	50.23	18.3	1.63%
杭州	5	214.48	12.20%	170.79	50.38	4.48%

合肥	2	48.42	2.75%	40.37	20.96	1.86%
建瓯	3	43.57	2.48%	21.14	71.09	6.32%
建阳	2	26.73	1.52%	17.48	33.18	2.95%
连江	3	17.20	0.98%	8.78	25.28	2.25%
龙岩	4	40.46	2.30%	31.17	52.3	4.65%
南京	3	45.65	2.60%	31.04	23.21	2.06%
南宁	2	37.59	2.14%	11.02	47.41	4.22%
宁德	1	11.78	0.67%	5.54	12.75	1.13%
莆田	2	29.05	1.65%	19.73	28.65	2.55%
泉州	2	15.30	0.87%	11.71	28.96	2.58%
三明	4	17.94	1.02%	13.52	35.38	3.15%
厦门	3	141.80	8.06%	117.83	39.71	3.53%
上海	2	175.01	9.95%	153.17	32.33	2.88%
深圳	2	23.38	1.33%	16.53	6.06	0.54%
苏州	3	58.99	3.35%	49.34	30.59	2.72%
太仓	4	79.83	4.54%	55.47	48.79	4.34%
无锡	4	56.13	3.19%	41.42	44.96	4.00%
武汉	2	43.81	2.49%	27.29	38.59	3.43%
武夷山	1	8.82	0.50%	2.26	9.39	0.84%
仙游	1	10.78	0.61%	4.11	11.59	1.03%
张家港	5	100.12	5.69%	79.87	81.82	7.28%
漳州	6	91.76	5.22%	59.87	84.16	7.49%
长沙	5	73.05	4.15%	56.52	62.87	5.59%
珠海	3	52.52	2.99%	36.34	22.51	2.00%
总计	**86**	**1758.69**	**100.00%**	**1295.20**	**1124.05**	**100.00%**

资料来源：公司提供，联合资信整理

总体看，近年来公司房地产业务经营状况良好，区域布局的分散将有利于公司分散经营风险。公司在建项目体量较大，可售项目较充足，但总体投资规模大，未来存在一定的资本支出压力；国家宏观政策的调整，对房地产业务影响大，公司位于三线城市的项目未来可能面临一定销售压力。

项目销售情况

公司项目销售采取“自主策划、委托代理”的销售模式，2016—2018 年，随着公司项目量的增长，公司签约销售面积和签约销售金额持续增长。2018 年公司房屋签约销售面积 256.27 万平方米，较 2017 年增长 79.14%；2018 年公司商品房销售均价 1.51 万元/平方米，较 2017 年增长 8.63%，主要系 2017 年销售中三、四线占比较 2018 年高所致，2018 年签约销售中二线城市占比提升；在销售面积和销售均价均增长的影响下，2018 年公司签约销售金额同比增长 91.00%至 386.71 亿元。

2019 年 1—9 月，公司前期大量开工项目进入预售期，整体签约销售额达到 488.17 亿元，超出 2018 全年签约销售额的 26.41%；受销售区域中一、二线城市占比提升的影响，公司签约销售均价提升至 1.94 万元/平方米，较 2018

年增长 28.48%，公司整体销售业绩提升较快。

表 8　公司房地产销售情况
（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
签约销售面积	116.11	143.05	256.27	251.51
签约销售均价	1.52	1.39	1.51	1.94
签约销售额	176.44	199.26	386.71	488.17

注：表中数据均为总口径数据
资料来源：公司提供

从在售项目看，截至 2018 年底，公司在售项目已推盘面积 1079.29 万平方米，累计签约销售面积 845.72 万平方米，去化率 78.36%，待售面积 834.96 万平方米，可售资源较为充足。部分区域如无锡、杭州、太仓 、深圳、合肥等地去化率较低，主要系位于该区域的项目未全部开盘所致。

表 9　截至 2018 年底公司在售项目去化情况（单位：万平方米）

地区	总可售面积	已推盘面积	累计签约销售面积	去化率	待售面积
厦门	123.80	91.97	82.47	89.67%	41.33
漳州	181.70	149.28	137.06	91.81%	44.64
福州	169.39	78.49	67.12	85.52%	102.27
长沙	116.60	89.07	61.25	68.77%	55.35
上海	73.60	58.06	29.82	51.35%	43.78
成都	151.67	90.02	72.61	80.66%	79.06
南平	156.03	101.01	80.65	79.85%	75.38
龙岩	114.40	103.66	84.79	81.79%	29.61
三明	73.40	61.11	45.64	74.68%	27.77
苏州	70.69	61.13	42.61	69.70%	28.08
太仓	34.56	3.85	0.63	16.30%	33.93
张家港	81.94	56.68	51.18	90.29%	30.77
无锡	43.95	11.48	2.69	23.40%	41.26
珠海	13.70	--	--	--	13.70
武汉	40.89	--	--	--	40.89
泉州	60.87	60.87	49.58	81.45%	11.29
莆田	15.27	--	--	--	15.27
南宁	30.02	26.05	21.99	84.42%	8.03
深圳	5.98	2.47	1.21	48.91%	4.77
合肥	21.33	7.89	1.64	20.73%	19.70
杭州	50.21	25.52	12.80	50.16%	37.41
南京	31.58	0.67	--	0.00%	31.58
广州	18.32	--	--	--	18.32
澳洲	0.77	--	--	--	0.77
合计	**1680.68**	**1079.29**	**845.72**	**78.36%**	**834.96**

资料来源：公司提供

总体看，在可售项目增长的带动下，跟踪期内，公司销售规模大幅增长，签约销售均价亦有所增长，公司销售业绩呈快速增长态势。

3. 土地一级开发业务

公司土地一级开发业务由下属全资子公司厦门禾山建设发展有限公司负责开展。

经营模式是公司代垫资金进行土地拆迁改

造，给予村民货币和实物补偿，土地改造完成后交予政府进行招拍挂，实现土地出让后与财政局进行结算，确认土地一级开发业务收入，公司目前有后埔-枋湖旧村改造和钟宅畲族社区旧村改造两个土地一级开发项目。

对于土地一级开发项目，在改造完成之前，项目发生的成本计入“长期应收款”；改造完成后、政府结算之前，应收未收的结算款计入“应收账款”，并冲抵“长期应收款”；政府结算后，冲抵“应收账款”。

公司对后埔-枋湖旧村改造项目预计总投资额为145.47亿元，截至2018年底，已投资122.78亿元。枋湖、薛岭和后埔三个片区的总用地面积73.41万平方米，可出让建筑面积159.70万平方米，截至2019年9月底，已出让面积66.43万平方米，出让比例41.60%。截至2019年9月底，公司长期应收款余额为32.62亿元。

公司对钟宅畲族社区旧村改造项目预计总投资171.57亿元，可出让面积46万平方米。截至2019年9月底，募投项目已投资4.70亿元，2019年10－12月计划投资5.00亿元，2020年计划投资19.60亿元，2021年计划投资20.10亿元。截至目前，募投项目预计需拆迁3000户，已签约1100户。

表 10　截至 2019 年 9 月底公司土地一级开发业务明细　（单位：平方米、万元）

地块编号	地块用途	位置	成交时间	出让面积		成交价	已回款金额
				土地	建筑		
2009G45	城镇住宅、批发零售用地（商业）	湖里后埔片区，双浦路东侧，吕岭路北侧,仙岳路南侧	2009/12/8	13513.72	58390.00	58000.00	48700.00
2010P14	城镇住宅、批发零售用地（商业）	湖里区 06-07 片区枋湖路与枋湖西路交叉口东南侧	2010/9/8	26315.48	95460.00	93400.00	74378.94
2011P20	城镇住宅、批发零售用地（商业）	湖里区后浦片区双浦路与金昌路（规划路）交叉口东南侧	2011/9/8	10198.19	38800.00	49972.00	41749.80
2011P22	城镇住宅、批发零售用地（商业）	湖里区 06-05 片区双浦路与金昌路交叉口东北侧	2011/12/20	21159.06	83800.00	92970.00	78350.11
2013P10	城镇住宅、批发零售用地（商业）	薛岭片区 B3 地块	2013/12/30	36132.08	140900.00	310000.00	260865.00
2018P02	城镇住宅、批发零售用地（商业）	东至薛岭山，西至成功大道，北至枋湖西路，南至金山西路	2018/9/20	61841.68	149600.00	570000.00	484500.00
2018P03	城镇住宅、批发零售用地（商业）	湖里区 06-07 片区枋湖北二路与枋湖西路交叉口西南侧（A3 地块）	2018/12/21	27719.81	97340.00	380500.00	161712.50
合计	--	--	--	**196880.02**	**664290.00**	**1554842.00**	**1150256.35**

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 公建配套代建业务

公司一直参与厦门市政府大型公建项目的代建工作，包括：建发国际大厦和海峡国贸中心大厦（监管大楼）、国际会议中心及酒店、厦门海峡交流中心、国际会议展览中心、厦门档案大楼、彭州市人民医院等。公建配套代建业务的经营模式为公司进行代建项目的施工建设，厦门市财政部门按照公司代建的工程量的0.30%支付代建费，代建项目资金由公司与财政部门按照项目工程量每月结算，由财政按月拨付。

2016－2018年，公司代建业务收入快速增

长，分别为0.49亿元、2.92亿元和13.50亿元。

总体看，近年来公司代建业务收入快速增长，对公司收入形成有效补充，但代建业务收入具有一定的波动性。

5. 商业运营及物业管理

2016－2018年，公司商业运营及物业管理收入持续增长，分别为3.86亿元、7.76亿元和10.31亿元，系公司物业管理面积扩大及商业运营体量增长所致。

表11　公司商业运营及物业管理经营情况(单位:万元)

年度	营业收入		
	物业	商业	合计
2016 年	22082.24	16489.22	**38571.46**
2017 年	29705.74	47935.63	**77641.37**
2018 年	44175.05	58951.29	**103126.34**

资料来源：公司提供，联合资信整理

商业运营

公司商业运营采取多功能综合集中开发模式，包括五星级酒店、写字楼、大型商业和特色商业街、大型广场等，核心商业购物中心只租不售，自主经营，形成商业运营收入。目前商业地产业务主要在福建、上海、成都、南宁，通过商业招租方式出租商铺，获取租金收入为主要经营模式。

截至2018年底，公司商业地产可供出租面积合计30.36万平方米，已出租面积28.20万平方米，平均出租率92.89%，整体出租率较高。商业地产运营收入对公司营业收入形成稳定的补充。

表12　截至2018年底公司商业运营情况（单位：平方米、元/平方米·月）

项目	位置	可供出租面积	已出租面积	平均出租单价
龙海美一城	漳州	32619.00	31475.38	61.04
JFC 品尚中心	厦门	20920.00	17419.92	116.86
厦门湾悦城	厦门	47307.20	45356.94	108.55
悦享中心商业	厦门	12659.00	11866.99	86.17
悦享中心写字楼	厦门	44458.31	43836.63	86.91
南平悦城中心	南平	46869.00	44500.37	30.85
南宁项目	南宁	29392.69	27956.86	130.35
成都鹭洲里	成都	56381.44	51604.59	78.07
上海芳汇广场	上海	13015.94	7969.50	110.02
合计	--	**303622.58**	**281987.18**	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

物业管理

公司在业主入住后，会为业主提供物业维护、修整等全面物业管理业务，达成物业的增值。公司下属企业中，怡家园物业管理有限公司和汇嘉物业管理有限公司拥有国家一级资质。2018年公司实现物业管理收入4.42亿元，同比增长48.71%。

整体来讲，公司房地产业务快速增长，近年来公司拿地规模较大，未来房地产业务的发展受国家宏观调控政策影响，相关项目的去化存在一定的不确定性；土地一级开发业务资金沉淀较多，未来土地出让受政府土地出让政策影响仍存在一定不确定性；商业运营及物业管理业务收入稳步增长，为公司带来持续稳定的现金流入。目前规模较大的在建项目为其未来销售提供了有力的保障，公司整体经营情况良好。

6. 经营效率

2016－2018年，公司销售债权周转次数分

别为534.06次、184.33次和14.17次；同期公司存货周转次数分别为0.48次、0.33次和0.27次。2018年公司应收账款及存货规模大幅增长，致使公司销售债权周转次数和存货周转次数较2017年有所下降。公司总资产周转次数波动下降，三年分别为0.39次、0.25次和0.27次。总体看，公司经营效率尚可。

7. 未来发展

作为建发集团的下属核心企业，公司经过多年的发展，经营业务立足于厦门，辐射全国。公司将根据行业特点与发展趋势，不断提高企业管理水平，引进与培养专业性人才，提升品牌价值，加强经营的集团化、规模化水平。

公司将密切关注房地产行业宏观调控政策和城镇化发展趋势，优化集团管控模式，提升管理水平。进一步加快项目的开发和经营，缩短营运周期，提高运营效率，扩大建设规模和提升产品品质。促进商业模式提升与转变，在提升传统生产经营模式的同时，加强资产经营和资本经营，以实现经营规模的安全快速增长。

城市基础设施建设仍将是公司主要的业务经营方向。未来公司将继续高质量、高效率地完成各项建设任务，为厦门市改善民生和产业结构调整打下坚实基础。

在绿色节能住宅开发方面，公司将在现有业务的基础上，积极开发绿色节能住宅项目，贯彻住建部“大力推动绿色建筑发展，实现绿色建筑普及化”的规划，实现企业发展与社会发展的和谐统一。

在城市综合体开发方面，公司将根据项目所在地政府规划，以延续钻石品质为开发理念，不追求项目数量与规模，因地制宜地开发适合每座城市的城市综合体。

在商业运营方面，公司将在经营好现有项目的基础上，重点打造专业的商业运营管理团队，以开发中高端精品项目为目标，积极拓展相关商业运营资源，最终具备自主设计、自主招商和自主运营的综合竞争力。

在物业管理方面，公司将以“国家化标准，专业化服务，本土化收费”的全新管理服务模式服务业主，围绕“打造钻石人生”的核心理念，最大程度提升业主享有的居住价值和市场价值。

在市场和城市布局方面，公司将积极布局若干个省会二线中心城市，扩展福建省内多个三、四线城市房地产一、二级市场的业务区域，扩大现有项目城市及周边区域的业务。同时合理优化在全国及福建省内的土地储备布局。

公司未来将借助建发集团的支持和强大实力以及自身较强的各项业务开发经验，拓展各项业务机会，朝多元化、综合化方向发展。

九、财务分析

公司提供了2018年度财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年度三季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2018 年，公司通过非同一控制下企业合并方式新纳入合并范围的子公司共计 10 家，同一控制下企业合并方式新纳入合并范围的子公司 1 家，新设纳入合并范围的子公司合计 40 家；通过处置及注销的方式减少子公司 3 家。截至 2019 年 9 月底，公司纳入合并范围子公司共计 325 家，较 2018 年底净增加 17 家。总体看，随着公司房地产项目的增多，合并范围子公司数量增长较多，公司主营业务未发生变化，财务数据仍具备一定的可比性。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 1128.78 亿元，所有者权益合计 278.26 亿元（含少数股东权益 115.97 亿元）；2018 年公司实现营业收入 273.51 亿元，利润总额 57.95 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1470.02 亿元，所有者权益合计 259.21 亿元（含少数股东权益 104.09 亿元）；2019 年 1－9 月，公司实现营业收入 62.08 亿元，利润总额

5.63 亿元。

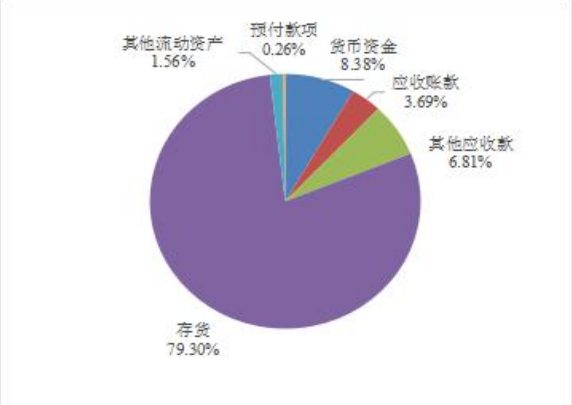
1. 资产质量

资产

截至 2018 年底，公司资产总额 1128.78 亿元，较年初增长 31.05%，主要系货币资金、应收账款和存货的大幅增长所致。公司资产以流动资产（占 88.65%）为主，符合房地产开发企业特征。

截至 2018 年底，公司流动资产合计 1000.72 亿元，较年初增长 39.66%，主要由存货（占 79.30%）、货币资金（占 8.38%）、应收账款（占 3.69%）、其他应收款（占 6.81%）及其他流动资产（占 1.56%）等构成。

图 3　2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司货币资金 83.81 亿元，较年初增长 77.87%，主要系 2018 年收回投资规模大幅增长所致。公司货币资金以银行存款为主（占 99.84%），其余为少量库存现金和其他货币资金。截至 2018 年底，公司受限货币资金规模为 9.42 亿元（占比 11.32%），主要为工程监管户存款。

截至 2018 年底，公司预付款项 2.56 亿元，较年初下降 96.47%，主要系 2017 年拿地大幅增长导致的当期预付土地款规模较大并于 2018 年获得交地确认书结转预付地价款所致。

截至 2018 年底，公司应收账款 36.96 亿元，较 2017 年增加 35.31 亿元，主要为土地一级开发业务形成的应收厦门市财政局 32.36 亿元，系土地出让后，政府尚未返还给公司的土地出让款项。

公司其他应收款主要为与合营企业和联营企业的非经营性资金往来及拆借，形成一定的资金占用。截至 2018 年底，公司其他应收款 68.18 亿元，较年初下降 22.73%，其中含应收利息 0.12 亿元，其他应收款 68.06 亿元。公司共计对其他应收款（不含应收利息）计提坏账准备 2.11 亿元，计提比例 3.01%。按账龄计提坏账准备的其他应收款账面余额 7.13 亿元，计提坏账准备 1.72 亿元，其中账龄在 1 年以内的余额占 40.46%、1~2 年的余额占 33.42%，2~3 年的余额占 6.18%、3 年以上的余额占 19.94%。单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款账面余额 0.45 亿元，计提坏账准备 0.36 亿元，计提比例 80.00%，为对南宁市西乡塘区人民政府的其他应收款项。从集中度来看，截至 2018 年底，公司其他应收款前五名单位合计余额 38.93 亿元，占比 57.20%，集中度较高，主要为联营企业往来款，账龄均集中在 2 年以内，回收风险较低，但存在一定的资金占用。

表13　截至2018年底公司其他应收款前五名单位明细

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	占比	性质
上海众承房地产开发有限公司	15.77	2 年以内	23.17	单位往来款
福州市鸿腾房地产开发有限公司	9.08	2 年以内	13.33	单位往来款
厦门兆玥珑房地产开发有限公司	5.59	1 年以内	8.21	单位往来款
武汉兆悦城房地产开发有限公司	5.05	1 年以内	7.41	单位往来款
杭州绿城申润置业有限公司	3.45	2 年以内	5.07	单位往来款
合计	**38.93**	--	**57.20**	--

资料来源：公司提供、联合资信整理

截至 2018 年底，公司存货账面价值 793.57 亿元，较年初增长 75.31%，系拿地投入及项目

开发投入增加所致。从存货账面价值构成上看，主要为开发成本 739.74 亿元（占 93.22%）和开发产品 53.81 亿元（占 6.78%）。公司 2018 年对存货计提跌价准备 2.73 亿元，计提比例 0.34%，主要为对福州建发领峰项目计提 1.16 亿元、福州梧桐一期项目计提 0.51 亿元和漳州玺院项目计提 0.33 亿元。2018 年底，存货余额中含资本化利息金额为 30.59 亿元。2018 年，按地域分布来看，公司存货主要位于一、二线城市（见表 15）。总体看，公司存货规模较大，仍有部分项目处于三线城市，存货或面临一定的减值风险。

表 14　2018 年公司存货按地域分布情况

（单位：亿元）

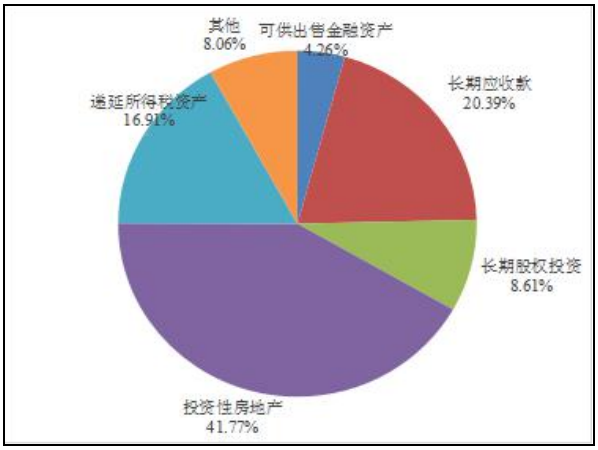
地区	2018 年
成都	25.65
福州	78.10
龙岩	20.93
南宁	3.60
建阳	13.33
泉州	17.80
三明	15.04
建瓯	11.64
连江	7.99
厦门	87.99
上海	66.95
苏州	56.09
漳州	20.64
长沙	52.88
武汉	11.38
深圳	15.38
合肥	33.84
澳洲	0.60
广州	44.32
杭州	43.75
南京	35.10
太仓	33.39
无锡	35.92
张家港	43.29
珠海	17.89
禾山	0.08
其他	0.02
总计	**793.57**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司其他流动资产 15.63 亿元，较年初下降 71.25%，主要为理财产品由 2017 年底的 46.91 亿元下降至 0.52 亿元所致，其中主要包含进项税额 5.77 亿元及预缴其他税费 3.71 亿元。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 128.06 亿元，较年初下降 11.56%，主要系长期应收款下降所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 4.26%）、长期应收款（占 20.39%）、长期股权投资（占 8.61%）、投资性房地产（占 41.77%）和递延所得税资产（占 16.91%）等构成。

图 4　2018 年底公司非流动资产构成



注：“其他”包含固定资产、在建工程、无形资产、商誉、长期待摊费用以及其他非流动资产

资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司可供出售金融资产5.46亿元，较年初增长10.87%，系可供出售债务工具的增长。其中可供出售债务工具3.10亿元，系下属子公司认购的次级资产支持证券；可供出售权益工具2.14亿元，全部按成本计量。公司未对可供出售金融资产计提减值准备。

截至2018年底，公司长期应收款26.11亿元，较年初下降57.43%，主要系“后埔-枋湖旧

村改造”项目于2018年有土地完成出让，前期计入长期应收款的项目支出结转成本所致。

截至2018年底，公司长期股权投资11.03亿元，较年初增长24.89%，均为对联营企业的投资。其中2018年新增对厦门益武地置业有限公司的投资2.45亿元，年末投资余额为2.44亿元，占长期股权投资的22.12%；对上海众承房地产开发有限公司的投资余额为6.41亿元，占长期股权投资的58.11%，2018年对其确认的投资损益为-1.43亿元。

截至2018年底，公司投资性房地产53.49亿元，较年初增长8.78%，主要系收购上海芳汇广场商业项目所致。公司投资性房地产全部按成本计量，累计折旧和摊销4.09亿元，未计提减值准备。截至2018年底，公司投资性房地产中未办妥产权证书的账面价值0.11亿元，产权证书正在办理中。

截至2018年底，公司递延所得税资产21.65亿元，较年初增长60.38%，主要系预提成本费用以及预收售房款增加导致的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至2018年底，公司受限资产总额为229.35亿元，受限比例为20.32%，主要为借款的抵质押。其中主要为货币资金9.42亿元、存货183.82亿元、投资性房地产26.13亿元、固定资产0.10亿元和长期股权投资9.88亿元。总体看，公司资产受限比例不高。

表 15　截至 2018 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

科目	受限金额
货币资金	9.42
存货	183.82
投资性房地产	26.13
固定资产	0.10
长期股权投资	9.88
合计	**229.35**

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司资产总额1470.02亿元，较2018年底增长30.23%，主要系以存货为主的流动资产的增长；资产构成方面，流动资产占89.88%，占比较2018年底小幅提升1.23个百分点，资产构成仍以流动资产为主。截至2019年9月底，公司流动资产1321.25亿元，较2018年底增长32.03%，主要由货币资金（占8.75%）、预付款项（占3.54%）、其他应收款（占6.49%）和存货（占77.75%）构成；截至2019年9月底，公司货币资金115.63亿元，较2018年底增长37.95%，主要系本期经营活动净现金流入和融资规模增长所致；截至2019年9月底，公司应收票据及应收账款8.09亿元，较2018年底下降78.11%，主要系禾山公司的土地出让款收回结算导致应收账款减少；截至2019年9月底，公司预付款项46.82亿元，较2018年底增加44.26亿元，主要系拿地预付资金增加所致；截至2019年9月底，公司其他应收款85.72亿元，较2018年底增长25.72%，主要系合作开发项目增多导致的往来款增长所致；截至2019年9月底，公司存货1027.25亿元，较2018年底增长29.45%，主要系公司拿地及项目开发投入增加所致，按地域分布来看，主要位于福州、上海、长沙、厦门、无锡以及杭州等一、二线城市。截至2019年9月底，公司非流动资产148.77亿元，较2018年底增长16.17%，主要系长期应收款和递延所得税资产的增长所致。

跟踪期内，随着公司房地产业务规模快速扩张，公司资产总额快速增长；资产构成仍以流动资产为主，存货占比高。整体看，公司资产质量尚可。

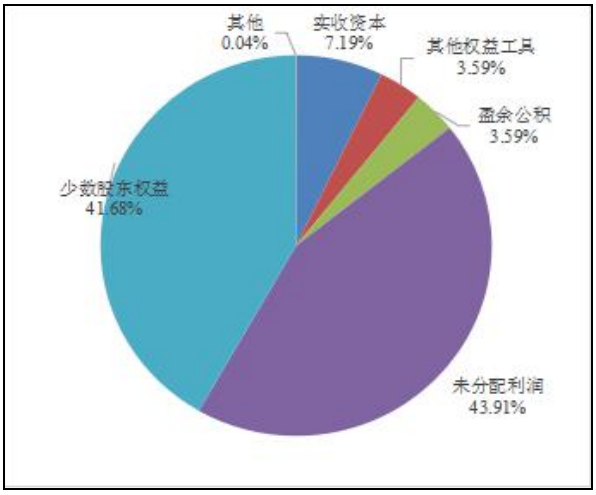
2．　负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 278.26 亿元，较年初增长 30.64%，主要系未分配利润及少数股东权益的增长所致。公司所有者权益构成中，实收资本占 7.19%、其他权益工具占 3.59%、盈余公积占 3.59%、未分配利润占 43.91%和少数所有者权益占 41.68%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 12.32%，

其他权益工具占 6.16%，盈余公积占 6.16%，未分配利润占 75.27%，其余为资本公积和其他综合收益（占 0.09%）。

图 5　2018 年底公司所有者权益构成



注：“其他”包含资本公积和其他综合收益
资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 259.21 亿元，较 2018 年底小幅下降 6.85%，主要系少数股东权益减少所致。权益构成方面，归属于母公司所有者权益占 59.84%，少数股东权益占 40.16%，归属于母公司所有者权益构成较 2018 年底变动不大。

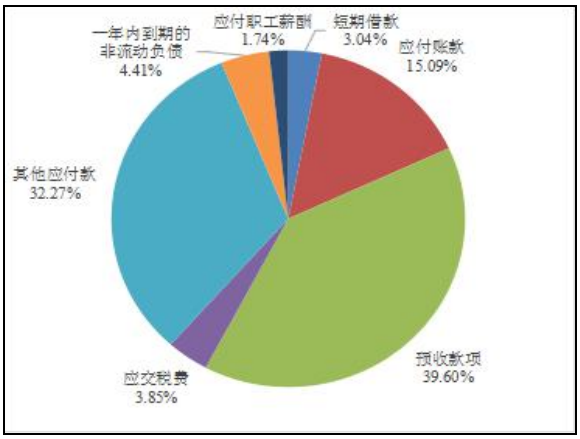
跟踪期内，受少数股东权益减少和利润分配的影响，公司所有者权益规模有所下降；权益构成中未分配利润及少数股东权益占比仍高，权益稳定性仍较弱。

负债

截至2018年底，公司负债总额850.51亿元，较年初增长31.18%，主要来自应付账款、预收款项和其他应付款的增长。其中流动负债和非流动负债分别占55.31%和44.69%，受预收款项大幅增长的影响，公司流动负债占比较2017年提升9.37个百分点。

截至2018年底，公司流动负债为470.40亿元，较年初增长57.95%；公司流动负债主要包括短期借款（占3.04%）、应付账款（占15.09%）、预收款项（占39.60%）、应交税费（占3.85%）、其他应付款（占32.27%）、一年内到期的非流动负债（占4.41%）。

图 6　2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司短期借款 14.31 亿元，较年初增长 37.41%，其中保证借款 14.13 亿元（占 98.74%）。

截至 2018 年底，公司应付票据 0.57 亿元；应付账款 70.42 亿元，较年初增长 96.27%，主要为应付开发成本款（占 97.87%）。

公司预收款项主要为预收售房款。截至2018年底，公司预收款项186.30亿元，较年初增长111.23%，其中预收售房款占98.21%。

将应付利息及应付股利计入其他应付款项，截至2018年底，公司其他应付款151.80亿元，较年初增长44.12%，主要系单位往来款的增长所致，其中应付利息4.94亿元。公司其他应付款（不含应付利息）为146.86亿元，主要包含预提税金及费用（占30.75%）、单位往来款（占64.17%）。公司其他应付款前五名单位占比27.13%，均为一年以内的应付款。

表 16　2018 年底公司其他应付款前五名单位

（单位：亿元、%）

项目	关联关系	金额	占比
厦门建发股份有限公司	母公司	13.71	9.34
南京万科置业有限公司	项目公司股东	7.47	5.08
上海览秀实业有限公司	项目公司股东	6.94	4.73
广州昌正房地产开发有限公司	项目公司股东	5.86	3.99
九龙仓置业（广州）有限公司	项目公司股东	5.86	3.99
合计	--	**39.84**	**27.13**

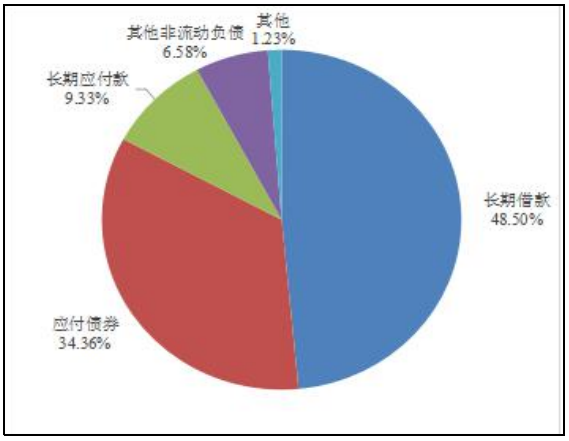
注：尾差系四舍五入产生

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债为20.76亿元，主要由一年内到期的长期借款（占95.18%）和一年内到期的应付债券（占4.82%）构成。

截至2018年底，公司非流动负债合计380.12亿元，较年初增长8.45%，主要系应付债券的增长；公司非流动负债以长期借款（占48.50%）和应付债券（占34.36%）为主。

图7　2018年底公司非流动负债构成



注：“其他”包含预计负债、递延收益和递延所得税负债
资料来源：公司财务报告

截至2018年底，公司长期借款合计184.34亿元，较年初下降8.11%，主要由抵、质押借款和保证借款构成。其中，抵质押借款占50.94%、保证借款占47.79%及信用借款占1.27%。公司长期借款将于2020年到期的金额为28.53亿元、将于2021年到期的金额为55.19亿元、将于2022年到期的金额为45.81亿元、将于2023年及以后到期的金额为54.81亿元。

截至2018年底，公司应付债券130.62亿元，较年初增长22.01%。截至2019年9月底公司已发行，尚未到期的债券明细详见表17。

截至2018年底，公司长期应付款35.45亿元，较年初增长183.59%，主要系公司子公司厦门益悦房地产开发有限公司发行的平安-建发购房尾款资产支持专项计划25.00亿元，本文将长期应付款调整入长期债务和全部债务核算。

表17　截至2019年9月底公司已发行尚未到期的债券明细（单位：亿元）

债券名称	到期日	行权日	考虑行权的到期年	债券余额
19建发地产CP001	2020-08-02	--	2020年	8.00
17建发地产PPN003	2020-10-26	--		7.00
17建发地产PPN002	2020-09-15	--		7.00
18建发地产PPN005	2020-06-19	--		5.00
17建发地产PPN001	2020-06-09	--		5.00
17建发地产MTN001	2020-05-26	--		5.00
13建发房产债	2020-04-03	--		1.00
17建房01	2022-06-23	2020-06-23		10.00
15建发房产债	2022-05-27	2020-05-27		10.00
合计	--	--	--	**58.00**
16建房01	2021-07-19	--	2021年	6.95
18建发地产MTN001	2021-10-12	--		5.00
18建发地产PPN003	2021-05-04	--		5.00
18建发地产PPN002	2021-04-13	--		5.00
18建发地产PPN001	2021-03-19	--		4.50
16建发地产MTN001	2021-03-08	--		11.50
合计				**37.95**
17建发地产MTN002	--	2022-10-31	2022年	10.00
19建发地产PPN001	2022-04-17	--		11.50

19 建发地产 MTN001	2022-01-04	--		10.00
19 建发地产 PPN002	2024-09-16	2022-09-16		5.00
19 建发地产 PPN003	2024-09-25	2022-09-25		8.00
19 建房 02	2025-07-09	2022-07-09		10.00
19 建房 04	2025-08-08	2022-08-08		5.00
19 建房 06	2025-09-02	2022-09-02		3.00
合计	--	--	--	**62.50**
19 建房 01	2026-07-09	2024-07-09	2024 年	10.00
19 建房 03	2026-08-08	2024-08-08		5.00
19 建房 05	2026-09-02	2024-09-02		10.00
合计	--	--	--	**25.00**
合计				**183.45**

资料来源：wind，联合资信整理

从有息债务看，考虑计入其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息部分，截至2018年底，公司全部债务411.05亿元，较年初增长3.70%；其中短期债务占8.67%，长期债务占91.33%，长期债务占比较2017年提升4.25个百分点。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率三年加权均值分别为75.10%、60.80%和57.80%，2018年底分别为75.35%、59.63%和57.43%。

截至2019年9月底，公司全部债务505.16亿元，较2018年底增长22.90%，主要系短期债务的增长；其中，短期债务占19.05%，长期债务占80.95%，短期债务占比虽有一定的提升，但公司债务构成仍以长期债务为主，债务结构良好。截至2019年9月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为82.37%、66.09%和61.20%，债务负担有所增长。

跟踪期内，公司债务规模有所增长，结构仍以长期债务为主，符合公司项目建设周期长的特点，公司债务结构保持良好。考虑到目前公司存续债券规模较大，公司存在一定的刚性兑付压力。

3. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入273.51亿元，同比增长50.96%，同期，公司营业成本同比增长33.44%至170.29亿元。近年来，公司加大外埠市场项目的开发和销售力度，福建、江苏等地前期开工项目竣工交房量上升，且销售价格较高，房产销售收入确认规模较大；2018年在土地一级开发确认较大规模收入的带动下公司营业收入大幅增长。

公司期间费用以销售费用和财务费用为主，随着房地产业务规模不断扩大及公司债务负担的加重，公司期间费用快速增长。2018年公司期间费用为25.87亿元，同比增长38.07%，占营业收入的9.46%。其中销售费用14.57亿元，同比增长53.26%；财务费用9.99亿元，同比增长25.09%，主要系公司债务规模增长及融资成本略有上行所致。总体看，公司期间费用控制能力尚可。

非经营性损益方面，2018年，公司资产减值损失4.47亿元，同比增长253.54%，主要包括坏账损失2.01亿元、存货跌价损失2.45亿元。2018年，公司投资收益3.00亿元，同比下降72.64%，主要系公司2017年处置长期股权投资产生的收益7.56亿元，而2018年处置长期股权投资收益为0.18亿元。2018年，公司资产处置收益0.51万元、其他收益0.09亿元。

2018年公司营业利润及利润总额分别为57.91亿元和57.95亿元，同比分别增长73.87%和73.47%。2018年公司非经常性损益占营业利润的13.05%，非经营性损益对公司营业利润有一定的影响。

从盈利指标看，近三年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率加权平均值分别为25.61%、6.61%和13.75%。2018年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为31.14%、

7.60%和 15.25%，分别较 2017 年提升 7.89 个百分点、2.36 个百分点和 4.00 个百分点。

图 8　公司盈利情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2019年1－9月，公司实现营业收入62.08亿元，同比增长9.15%，为2018年全年的22.70%，公司项目结转通常集中在第四季度，导致公司前三季度收入规模通常较低。同期公司利润总额5.63亿元，同比下降12.59%，主要系本期期间费用增长所致。2019年1－9月，公司营业利润率26.78%，较2018年全年下降4.36个百分点。

跟踪期内，公司经营状况稳定，受结转进度的影响，公司2019年前三季度收入规模存在一定波动，整体盈利维持较好水平。

4．现金流分析

从经营活动来看，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动增长，2018年，公司销售商品、提供劳务收到的现金354.06亿元，同比增长121.26%，系公司2018年签约销售收入大幅提升所致。公司收到其他与经营活动有关的现金为114.41亿元，同比增长1.86%，主要为收回的押金及保证金（占28.32%）和单位往来款（占54.99%）。经营活动现金流出方面，2018年，公司购买商品、接受劳务支付的现金301.29亿元，同比增长22.83%，主要系2018年公司通过竞拍或并购等方式获得的土地增加所致；2018年公司支付其他与经营活动有关的现金110.02亿元，同比下降26.56%，主要系支付的往来款较2017年下滑所致，其中支付押金及保证金占48.16%、单位往来款占23.88%。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额由2017年的-158.90亿元增长至5.84亿元，公司经营性净现金流状况显著好转。

从投资活动来看，2018年公司投资活动现金流入量较2017年增加252.66亿元至339.67亿元，主要系收回投资收到的现金292.05亿元和收到其他与投资活动有关的现金44.62亿元。其中收回投资收到的现金主要系会计师事务所将结构性存款认定为理财并在现金流量表中以总额体现，而非收支相抵，导致2018年有288.10亿元的收回结构性存款。2018年公司投资活动现金流出主要包括投资支付的现金244.71亿元和支付其他与投资活动有关的现金45.92亿元，其中投资支付的现金亦主要为结构性存款241.71亿元。2018年，公司投资活动现金流净额由2017年的-43.42亿元增长至38.47亿元。

筹资活动前现金流方面，2018年，公司筹资活动前现金流量净额由负转正，为44.30亿元，公司现金流状况好转，2018年经营活动及投资活动现金流均呈净流入状态。

从筹资活动情况来看，公司2018年筹资活动现金流入量为319.23亿元，同比下降24.07%，主要为取得借款、发行债券和收到其他与筹资活动有关的现金，分别为138.82亿元、36.50亿元和119.75亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金主要为收到非关联单位资金拆入款51.03亿元；筹资活动现金流出主要为偿还债务、分配股利、利润或偿付利息和支付其他与筹资活动有关的现金，分别为173.05亿元、29.14亿元和129.93亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金主要为偿还非关联单位资金拆入款44.43亿元。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-12.89亿元。

2019年1－9月，公司经营活动现金流量维持净流入状态，经营活动现金流量净额为15.76亿元；同期投资活动现金流量净额为-9.94亿元，筹资活动前现金流量净额为5.82亿元；在债券融资规模大幅增长的带动下，公司筹资活动现金流由2018年的净流出转变为净流入，为16.05亿元。

跟踪期内，公司经营活动净现金流维持净流入状态，经营活动净现金流可以覆盖投资需求；公司筹资现金流入和债务偿还均保持较大规模，在债券融资规模大幅增长的情况下，公司筹资活动现金呈

现净流入状态。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率加权均值分别为214.62%和60.51%；截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为212.74%和44.04%，均较2017年底有所下滑。截至2019年9月底，公司流动比率和速动比率分别为165.74%和36.88%，均较2018年底有所下降。2018年公司经营现金流动负债比为1.24%。截至2019年9月底，公司现金类资产115.63亿元，扣除使用受限的货币资金为96.40亿元，对短期债务的覆盖倍数为1.00倍。另外考虑到公司流动负债中以预收售房款为主的预收款项占比大，综合考虑，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2018年公司EBITDA较2017年增加27.03亿元至70.31亿元。近三年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA加权均值分别为2.78倍和7.01倍，2018年分别为2.50倍和5.85倍，受债务规模增长带动利息支出大幅增长的影响，公司2018年EBITDA利息倍数较2017年的2.71倍有所下降，但EBITDA对全部债务和利息保障能力仍处于较高水平。总体看，公司整体偿债能力强。

截至2019年9月底，公司及下属子公司为商品购房人购房抵押贷款提供的阶段性担保金额为人民币271.32亿元，该阶段性担保风险较小。除为客户按揭贷款提供保证担保以外，截至2019年9月底，公司对外担保16.61亿元，被担保对象主要为公司参股的项目公司。总体看，公司或有负债风险较小。

截至2019年9月底，公司在多家银行获得授信总额度为620.70亿元，已使用额度为275.32亿元，尚未使用额度为345.38亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司下属建发国际集团（1805.HK）为港股上市公司，公司具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为G1035020300055520J），截至2020年1月7日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中不良和关注类贷款1笔和欠息记录3笔（最后一次结清日期为2007年3月22日），主要是由于银行信贷系统与人行系统数据传输中产生滞后等情况导致，非公司恶意拖欠。总体看，公司过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

截至2018年底，母公司资产总额401.98亿元，小幅下降1.15%，流动资产364.52亿元（占90.68%），非流动资产37.46亿元（占9.32%），资产构成变动不大；流动资产主要为其他应收款349.05亿元（占95.76%），较年初增长6.58%；非流动资产主要是长期股权投资33.32亿元（占95.86%），较年初增长8.36%。截至2019年9月底，母公司资产总额533.11亿元，较2018年底增长32.62%，主要系其他应收款的增长；截至2019年9月底，母公司其他应收款484.07亿元，较2018年底增长38.68%。

截至2018年底，母公司负债合计304.86亿元，较年初下降6.47%，其中流动负债144.70亿元（占47.46%），非流动负债160.16亿元（占52.54%）；流动负债中其他应付款128.82亿元（占89.03%），较年初下降13.44%；非流动负债主要为应付债券130.62亿元（占81.56%），较年初增长22.01%。截至2019年9月底，母公司负债合计443.99亿元，较2018年底增长45.64%，主要系以其他应付款为主的非流动负债的增长；截至2019年9月底，母公司其他应付款219.22亿元，较2018年底增长70.17%。

截至2018年底，母公司有息负债161.72亿元（长期债务157.92亿元，占比97.65%），资产负债率为75.84%，全部债务资本化比率为62.48%。截至2019年9月底，母公司有息负债210.38亿元，较2018年底增长30.09%，短期债务占15.02%，长期债务占84.98%，债务构成仍以长期债务为主；截至2019年9月底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为83.28%和70.24%。

截至2018年底，母公司所有者权益97.13亿元，较年初增长20.39%，其中主要为实收资本20.00亿元、其他权益工具10.00亿元（永续中期票据）、盈余公积10.00亿元和未分配利润57.05亿元。截至2019年9月底，母公司所有者权益89.12亿元，

较 2018 年底小幅下降 8.24%，主要系利润分配导致未分配利润减少。

盈利能力方面，2018 年，母公司实现营业收入 11.93 亿元，营业成本 11.22 亿元。2018 年，母公司实现营业利润 16.20 亿元，利润总额 16.21 亿元，利润主要来自投资收益（2018 年为 34.80 亿元）。2019 年 1－9 月，母公司实现营业收入 12.48 亿元，利润总额 2.65 亿元，利润主要来自投资收益（2019 年 1－9 月为 10.40 亿元）。

现金流方面，2018 年母公司经营活动现金净流量仍维持净流出状态，为-25.26 亿元，投资活动现金净流量 58.88 亿元，筹资活动前现金净流量 33.62 亿元；筹资活动现金净流量为-28.93 亿元。2019 年 1－9 月，母公司经营活动现金净流量由负转正，为 38.39 亿元，投资活动现金净流量为-74.11 亿元，筹资活动前现金净流量为-35.72 亿元；同期筹资活动现金净流量为 30.55 亿元。

总体看，母公司为债务融资主体，有息债务规模大；主要业务集中于下属子公司，母公司收入规模较小，利润主要来源于投资收益。母公司财务实力一般。

8. 抗风险能力

公司是厦门市大型房地产开发商，股东背景良好，区域性品牌优势明显，近年维持较大投资开发力度，房产销售收入保持增长趋势。公司整体抗风险能力极强。

十、存续债券偿还能力分析

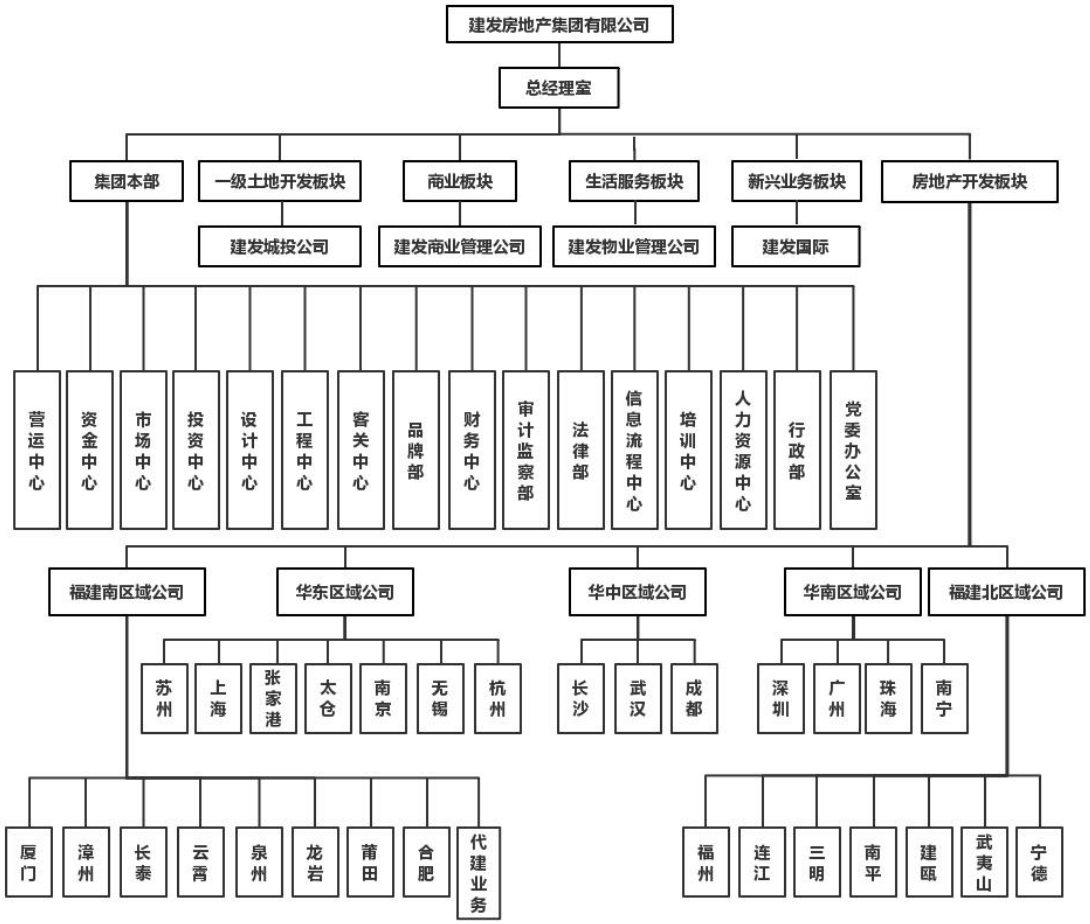
经联合资信评定的“19 建发地产 CP001”，发行额度 8.00 亿元，剩余待偿还额度 8.00 亿元，将于 2020 年 8 月 2 日到期。

截至 2019 年 9 月底，公司存续债券余额合计 183.45 亿元，假设含权债均于首个行权年行权或回售，公司将于 2020 年到期的债券金额合计 58.00 亿元（以下简称“测算额度”），将于 2021 年到期的债券金额合计 37.95 亿元，将于 2022 年到期的债券金额合计 62.50 亿元，将于 2024 年到期的债券金额合计 25.00 亿元。2016－2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 290.64 亿元、272.35 亿元和 468.47 亿元，分别为“19 建发地产 CP001”的 36.33 倍、34.04 倍和 58.56 倍，分别为测算额度的 5.01 倍、4.70 倍和 8.08 倍；2016－2018 年，公司经营活动净现金流有所波动，分别为-15.26 亿元、-158.90 亿元和 5.84 亿元，对“19 建发地产 CP001”和测算额度基本不具备保障能力；2016－2018 年底及 2019 年 9 月底，公司现金类资产分别为 30.82 亿元、47.12 亿元、83.81 亿元和 115.63 亿元，分别为“19 建发地产 CP001”的 3.85 倍、5.89 倍、10.48 倍和 14.45 倍，分别为测算额度的 0.53 倍、0.81 倍、1.45 倍和 1.99 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和现金类资产对“19 建发地产 CP001”的保障能力强，对将于 2020 年到期的债券保障能力较强。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 建发地产 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司组织结构图



附件 1-2　截至 2018 年底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地	业务性质	持股比例（%）	
				直接	间接
1	厦门嘉御房地产开发有限公司	厦门	房地产业	93.25	6.75
2	厦门品传置业顾问有限公司	厦门	咨询服务	95	5
3	厦门峰尚商业地产经营管理有限公司	厦门	咨询服务	95	5
4	厦门建发兆信建设运营管理有限公司	厦门	房地产业	95	5
5	厦门利源投资有限公司	厦门	投资管理	100	—
6	利盈股权投资基金管理（厦门）有限公司	厦门	投资管理	80	20
7	厦门珑璟股权投资合伙企业（有限合伙）	厦门	投资管理	2	98
8	福建兆福房地产有限公司	漳州	房地产业	75	—
9	福建嘉祥房地产开发有限公司	福州	房地产业	95	5
10	福州长盛房地产开发有限公司	福州	房地产业	95	5
11	福建友顺房地产开发有限公司	福州	房地产业	95	5
12	建发房地产集团福州有限公司	福州	房地产业	95	5
13	福州兆兴房地产开发有限公司	福州	房地产业	51	49
14	成都建发置业有限公司	成都	房地产业	51	—
15	建阳嘉盛房地产有限公司	建阳	房地产业	95	5
16	永安兆顺房地产有限公司	永安	房地产业	95	5
17	泉州利龙置业有限公司	泉州	房地产业	30	25
18	兆益发展有限公司	香港	投资管理	100	—
19	益鸿国际有限公司	香港	投资管理	100	—
20	福建兆润房地产有限公司	漳州	房地产业	94.4	5.6
21	建发房地产集团成都有限公司	成都	房地产业	95	5
22	汇丰置业（石狮）有限公司	泉州	房地产业	95	5
23	厦门建发嘉润城市建设投资有限公司	厦门	房地产业	96.84	3.16
24	厦门市禾山建设发展有限公司	厦门	房地产业	15.71	84.29
25	龙岩利泓房地产开发有限公司	龙岩	房地产业	70	—
26	建发房地产集团上海有限公司	上海	房地产业	95	5
27	上海山溪地房地产开发有限公司	上海	房地产业	20	80
28	建发房地产集团长沙有限公司	长沙	房地产业	95	5
29	上海兆瑞投资发展有限公司	上海	投资管理	99	1
30	厦门兆鹭房地产开发有限公司	厦门	房地产业	10	90
31	厦门兆裕房地产开发有限公司	厦门	房地产业	31	69
32	福建兆翔房地产有限公司	漳州	房地产业	95	5
33	建阳兆阳房地产有限公司	建阳	房地产业	95	5
34	建发房地产集团合肥有限公司	合肥	房地产业	95	5
35	建发房地产集团南京有限公司	南京	房地产业	95	5
36	南京嘉珑房地产投资有限公司	南京	房地产业	60	—
37	建发房地产集团（深圳）有限公司	深圳	房地产业	95	5
38	广州建信小额贷款有限公司	广州	金融保险行业	36	34
39	建发房地产集团杭州置业有限公司	杭州	房地产业	95	5
40	厦门言投投资合伙企业（有限合伙）	厦门	投资管理	99.5	0.5
41	建发房地产集团南宁有限公司	南宁	房地产业	95	5
42	厦门碳数投资合伙企业（有限合伙）	厦门	投资管理	66	1

43	建发国际投资集团有限公司	香港	投资管理	—	65.47

注：截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司数量合计 308 家，数量较多且多为项目公司，表中所列为部分子公司

附件 1-3 截至 2019 年 9 月底，公司在建项目明细情况

（单位：万平方米、亿元）

项目名称	位置	用途	建设期	总可售面积	总投资金额	已投资金额	未来三年投资金额	资金来源
漳州玺院	漳州	住宅	2018 年-2020 年	11.94	23.03	19.65	3.38	自有资金+银行贷款
漳州玖龙台	漳州	住宅	2017 年-2020 年	15.52	15.17	13.73	1.44	自有资金+银行贷款
长泰山外山二期	漳州	住宅	2019 年-2020 年	11.2	11.05	2.23	8.82	自有资金+银行贷款
漳州央著	漳州	住宅	2019 年-2021 年	11.29	15.59	11.15	4.44	自有资金+银行贷款
厦门央著	厦门	住宅、商业	2018 年-2020 年	8.22	26.18	22.99	3.19	自有资金+银行贷款
厦门央著二期	厦门	住宅、商业	2018 年-2020 年	11.89	34.28	29.67	4.61	自有资金+银行贷款
厦门玺樾	厦门	住宅、商业	2019 年-2020 年	19.6	81.34	65.18	16.17	自有资金+银行贷款
福州山外山酒店	福州	商业	2013 年-2019 年	--	3.92	1.66	2.26	自有资金+银行贷款
福州山外山一期	福州	住宅	2018 年-2019 年	4.61	6.12	4.12	2.00	自有资金+银行贷款
福州山外山二期	福州	商服用地	2018 年-2020 年	8.42	10.47	3.41	7.06	自有资金+银行贷款
福州领墅	福州	住宅、商业	2018 年-2019 年	3.5	12.13	10.48	1.65	自有资金+银行贷款
福州榕墅湾	福州	住宅、商业	2018 年-2020 年	15.91	43.31	34.08	9.22	自有资金+银行贷款
福州央著	福州	住宅、商业	2018 年-2020 年	16.54	30.35	24.05	6.29	自有资金+银行贷款
福州天空之城	福州	住宅、商业	2018 年-2020 年	42.97	68.73	58.67	10.06	自有资金+银行贷款
连江山海大观一区	连江	住宅用地	2018 年-2020 年	15.27	12.19	5.54	6.65	自有资金+银行贷款
连江山海大观四区	连江	商业用地	2018 年-2020 年	0.75	0.84	0.69	0.15	自有资金+银行贷款
连江玺院	连江	商住用地	2018 年-2020 年	9.26	4.17	2.56	1.61	自有资金+银行贷款
南宁玺院	南宁	住宅、商业	2018 年-2020 年	9.58	6.80	4.94	1.86	自有资金+银行贷款
上海西郊金茂府	上海	住宅	2017 年-2019 年	16.79	71.20	59.14	12.06	自有资金+银行贷款
上海央玺	上海	住宅、商业	2017 年-2020 年	15.54	103.82	94.03	9.79	自有资金+银行贷款
中央公园二期	长沙	住宅、商业	2018 年-2019 年	8.02	7.76	6.19	1.56	自有资金+银行贷款
长沙央著一期	长沙	住宅、商业	2017 年-2019 年	9.02	12.31	10.71	1.60	自有资金+银行贷款
长沙央著二期	长沙	住宅、商业	2018 年-2020 年	16.74	22.49	17.49	5.00	自有资金+银行贷款
长沙央著三期	长沙	住宅	2018 年-2021 年	13.28	18.50	13.51	4.99	自有资金+银行贷款
长沙央玺	长沙	住宅、商业	2018 年-2019 年	15.81	12.00	8.62	3.38	自有资金+银行贷款
锦江央玺	成都	住宅	2018 年-2021 年	36.44	28.07	12.11	15.95	自有资金+银行贷款
麓岭汇二期	成都	商业	2018 年-2020 年	12.86	7.93	4.70	3.23	自有资金+银行贷款
麓岭汇三期	成都	商业	2018 年-2021 年	13.91	10.95	4.90	6.05	自有资金+银行贷款
武汉玺悦	武汉	住宅	2019 年-2022 年	25.69	23.87	14.09	9.78	自有资金+银行贷款
龙岩尚悦居	龙岩	住宅	2017 年-2019 年	13.05	9.00	7.66	1.34	自有资金+银行贷款

龙岩玺院 B 标段	龙岩	住宅、商业	2017 年-2019 年	8.22	5.44	4.37	1.06	自有资金+银行贷款
龙岩玺院 C 标段	龙岩	住宅、商服	2018 年-2020 年	6.38	3.99	3.02	0.97	自有资金+银行贷款
建发首院	龙岩	住宅、商服	2018 年-2020 年	24.65	22.03	16.12	5.91	自有资金+银行贷款
建瓯悦城三区	建瓯	商业	2018 年-2020 年	16.91	7.90	4.53	3.38	自有资金+银行贷款
建阳央著	建阳	住宅、商业	2018 年-2019 年	14.67	14.04	10.90	3.14	自有资金+银行贷款
建瓯玺院	建瓯	住宅、商业	2018 年-2020 年	16.41	10.50	6.74	3.76	自有资金+银行贷款
武夷山外山	武夷山	住宅、商业	2019 年-2020 年	9.39	8.82	2.26	6.56	自有资金+银行贷款
泉州珑璟湾三期	泉州	商业	2017 年-2019 年	10.57	5.30	3.16	2.14	自有资金+银行贷款
泉州珑玥湾二期	泉州	住宅、商业	2017 年-2019 年	18.39	10.00	8.55	1.44	自有资金+银行贷款
莆田央著	莆田	住宅	2019 年-2020 年	15.47	14.42	9.80	4.62	自有资金+银行贷款
南京央誉一期	南京	住宅、商业	2018 年-2020 年	7.86	12.21	8.38	3.84	自有资金+银行贷款
南京央誉二期	南京	住宅、商业	2018 年-2020 年	7.92	11.88	6.93	4.96	自有资金+银行贷款
南京国宾府	南京	住宅、商业	2018 年-2020 年	7.43	21.55	15.74	5.82	自有资金+银行贷款
三明央著一期	三明	住宅、商业	2018 年-2020 年	8.73	5.38	4.28	1.10	自有资金+银行贷款
三明央著二期	三明	住宅、商业	2019 年-2020 年	6.55	3.72	1.42	2.30	自有资金+银行贷款
碧桂园观邸	三明	住宅、商业	2018 年-2019 年	11.05	5.27	4.53	0.73	自有资金+银行贷款
三明央誉二期	三明	住宅、商业	2018 年-2019 年	9.05	3.58	3.29	0.29	自有资金+银行贷款
独墅湾三期	苏州	住宅、商业	2017 年-2019 年	15.15	23.99	18.21	5.78	自有资金+银行贷款
泱誉二期	苏州	住宅、商业	2017 年-2019 年	10.73	26.60	23.99	2.61	自有资金+银行贷款
苏州璞悦	苏州	住宅、商业	2018 年-2019 年	4.71	8.39	7.13	1.26	自有资金+银行贷款
御珑湾一期	张家港	住宅、商业	2017 年-2019 年	16.02	17.43	15.21	2.22	自有资金+银行贷款
御珑湾二、三期	张家港	住宅、商业	2018 年-2019 年	13.84	17.90	12.30	5.60	自有资金+银行贷款
御珑湾四期	张家港	住宅、商业	2018 年-2019 年	15.34	16.95	11.53	5.42	自有资金+银行贷款
张家港天玺	张家港	住宅、商业	2017 年-2019 年	21.54	21.90	21.70	0.20	自有资金+银行贷款
张家港泱誉	张家港	住宅	2018 年-2019 年	15.08	25.95	19.14	6.81	自有资金+银行贷款
太仓泱誉	太仓	住宅、商业	2017 年-2019 年	9.36	13.11	9.99	3.12	自有资金+银行贷款
太仓泱著	太仓	住宅、商业	2017 年-2019 年	13.09	18.79	15.08	3.71	自有资金+银行贷款
太仓都会之光	太仓	住宅	2018 年-2020 年	12.14	19.26	14.77	4.48	自有资金+银行贷款
玖里湾一期	无锡	住宅、商业	2018 年-2019 年	13.33	15.75	13.32	2.44	自有资金+银行贷款
玖里湾二期	无锡	住宅、商业	2018 年-2020 年	15.04	21.75	15.87	5.88	自有资金+银行贷款
玖里湾三期	无锡	住宅、商业	2019 年-2020 年	10.98	12.20	8.15	4.05	自有资金+银行贷款
玖里湾四期	无锡	住宅、商业	2019 年-2020 年	5.61	6.43	4.09	2.34	自有资金+银行贷款
合肥雍龙府一期	合肥	住宅、商业	2017 年-2019 年	9.53	20.21	19.08	1.13	自有资金+银行贷款
合肥雍龙府二期	合肥	住宅、商业	2019 年-2021 年	11.43	28.21	21.29	6.92	自有资金+银行贷款
凤起潮鸣	杭州	住宅、商业	2017 年-2020 年	9.06	57.17	49.46	7.72	自有资金+银行贷款
西溪云庐	杭州	住宅	2017 年-2020 年	6.15	24.86	16.91	7.95	自有资金+银行贷款
塘北沁园	杭州	住宅	2017 年-2021 年	10.49	44.53	37.87	6.66	自有资金+银行贷款
杭州庆隆	杭州	住宅	2018 年-2020 年	4.45	19.81	15.85	3.96	自有资金+银行贷款
杭州三墩北	杭州	住宅	2018 年-2020 年	20.23	68.11	50.70	17.41	自有资金+银行贷款

建发九龙仓央玺	广州	住宅	2018 年-2020 年	18.3	61.32	50.23	11.09	自有资金+银行贷款
深圳玺园	深圳	住宅	2017 年-2020 年	2.42	11.50	9.75	1.75	自有资金+银行贷款
深圳景悦轩	深圳	商业	2018 年-2020 年	3.64	11.88	6.78	5.10	自有资金+银行贷款
珠海悦玺	珠海	住宅、商业	2018 年-2020 年	10.09	22.76	15.12	7.64	自有资金+银行贷款
珠海玺园	珠海	住宅、商业	2019 年-2020 年	5.6	8.37	5.52	2.84	自有资金+银行贷款
武汉玺院	武汉	住宅	2019 年-2020 年	12.9	19.94	13.19	6.75	自有资金+银行贷款
建阳玺院	建阳	住宅、商业	2019 年-2021 年	18.51	12.69	6.58	6.11	自有资金+银行贷款
莆田央誉	莆田	住宅	2019 年-2021 年	13.18	14.63	9.93	4.70	自有资金+银行贷款
宁德天行泱著	宁德	住宅、商业	2019 年-2021 年	12.75	11.78	5.54	6.24	自有资金+银行贷款
仙游玺院	仙游	住宅、商业	2019 年-2021 年	11.59	10.78	4.11	6.67	自有资金+银行贷款
珠海央璟	珠海	住宅	2019 年-2022 年	6.82	21.39	15.69	5.69	自有资金+银行贷款
福州领赋新苑	福州	住宅	2019 年-2021 年	7.67	11.22	4.47	6.75	自有资金+银行贷款
天镜湾雅园	太仓	住宅、商业	2019 年-2021 年	14.2	28.68	15.63	13.05	自有资金+银行贷款
建瓯延平玺院	建瓯	住宅、商业	2019 年-2022 年	37.77	25.17	9.88	15.30	自有资金+银行贷款
漳浦玺院一期	漳州	住宅、商业	2019 年-2021 年	21.76	11.74	3.65	8.09	自有资金+银行贷款
南宁悦玺	南宁	住宅、商业	2019 年-2021 年	37.83	30.79	6.08	24.71	自有资金+银行贷款
漳州央誉	漳州	住宅、商业	2019 年-2021 年	12.45	15.17	9.46	5.72	自有资金+银行贷款
合计				**1124.05**	**1758.69**	**1295.20**	**463.49**	

注：1. 项目批准情况五证明细：A、《国有土地使用证》； B、《建筑用地规划许可证》；C、《建设工程规划许可证》；D、《建设工程施工许可证》；E、《商品房预售许可证》；2. 总投资金额与未来计划投资金额可能会根据实际情况发生变化；3. 以上在建项目包含公司不并表的参股及合营项目，相关数据均为总口径的数据，而非权益口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.82	47.12	83.81	115.63
资产总额(亿元)	582.05	861.33	1128.78	1470.02
所有者权益合计(亿元)	150.03	212.99	278.26	259.21
短期债务(亿元)	34.95	51.21	35.64	96.26
长期债务(亿元)	166.96	345.16	375.41	408.90
全部债务(亿元)	201.91	396.37	411.05	505.16
营业收入(亿元)	204.14	181.18	273.51	62.08
利润总额(亿元)	27.83	33.41	57.95	5.63
EBITDA(亿元)	30.13	43.28	70.31	--
经营性净现金流(亿元)	-15.26	-158.90	5.84	15.76
财务指标				
销售债权周转次数(次)	534.06	184.33	14.17	--
存货周转次数(次)	0.48	0.33	0.27	--
总资产周转次数(次)	0.39	0.25	0.27	--
现金收入比(%)	89.72	88.32	129.45	660.74
营业利润率(%)	15.32	23.25	31.14	26.78
总资本收益率(%)	6.22	5.24	7.60	--
净资产收益率(%)	13.77	11.25	15.25	--
长期债务资本化比率(%)	52.67	61.84	57.43	61.20
全部债务资本化比率(%)	57.37	65.05	59.63	66.09
资产负债率(%)	74.22	75.27	75.35	82.37
流动比率(%)	180.36	240.59	212.74	165.74
速动比率(%)	59.54	88.60	44.04	36.88
经营现金流动负债比(%)	-5.80	-53.36	1.24	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.70	9.16	5.85	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	2.71	2.50	--

注：1. 2017 年度数据采用 2018 年财务报告期初数，2019 年三季度财务报表未经审计；2. 将其他流动负债中的有息部分、长期应付款中的有息部分、其他非流动负债中的有息部分分别计入短期债务和长期债务核算；3. 公司 2017 年底、2018 年底及 2019 年 9 月底所有者权益中分别包含 10.00 亿元的永续中期票据

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.58	4.87	9.57	4.40
资产总额(亿元)	307.43	406.64	401.99	533.11
所有者权益(亿元)	64.05	80.68	97.13	89.12
短期债务(亿元)	1.20	21.20	3.80	31.60
长期债务(亿元)	71.61	147.26	157.92	178.78
全部债务(亿元)	72.80	168.45	161.72	`210.38
营业收入(亿元)	0.18	1.71	11.93	12.48
利润总额(亿元)	28.42	13.75	16.21	2.65
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	9.86	-163.18	-25.26	38.39
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	4.58	--
存货周转次数(次)	0.99	48.47	840.28	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.03	--
现金收入比(%)	100.26	210.37	59.55	87.12
营业利润率(%)	51.55	45.22	5.66	11.50
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	41.62	14.41	17.55	--
长期债务资本化比率(%)	52.79	64.60	61.92	66.73
全部债务资本化比率(%)	53.20	67.62	62.48	70.24
资产负债率(%)	79.17	80.16	75.84	83.28
流动比率(%)	157.94	210.05	251.91	188.71
速动比率(%)	157.91	210.05	251.91	188.71
经营现金流动负债比(%)	5.77	-92.62	-17.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：母公司 2019 年三季度财务报表未经审计；母公司 2017 年底、2018 年底及 2019 年 9 月底所有者权益中分别包含 10.00 亿元的永续中期票据

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变