

信用等级公告

联合[2018] 3239 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长期信用状况及拟发行的 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估, 确定建发房地产集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺, 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA⁺, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十二月十四日



建发房地产集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据发行额度：10 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

发行目的：用于项目建设及偿还金融机构借款

评级时间：2018 年 12 月 14 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	42.41	30.82	47.12	70.99
资产总额(亿元)	464.78	582.05	859.98	967.18
所有者权益合计(亿元)	118.27	150.03	212.90	215.96
短期债务(亿元)	17.60	34.95	31.21	52.49
长期债务(亿元)	100.45	159.46	307.66	320.12
全部债务(亿元)	118.05	194.41	338.87	372.61
调整后全部债务(亿元)	127.55	201.91	406.37	443.17
营业收入(亿元)	143.06	204.14	181.18	12.55
利润总额(亿元)	27.35	27.83	33.41	1.40
EBITDA(亿元)	28.38	30.13	43.24	--
经营性净现金流(亿元)	37.97	-15.26	-158.90	-70.69
营业利润率(%)	25.46	15.32	23.25	20.40
净资产收益率(%)	15.64	13.77	11.81	--
资产负债率(%)	74.55	74.22	75.24	77.67
调整后全部债务资本化比率(%)	51.89	57.37	66.70	68.27
流动比率(%)	171.45	180.36	241.61	209.13
经营现金流流动负债比(%)	16.21	-5.80	-53.58	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.49	6.70	9.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.36	3.59	2.72	--

注：1、2018 年一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“后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划”、其他非流动负债中的有息部分及计入其他权益工具中的永续中期票据计入调整后的全部债务核算。

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”）作为厦门市大型房地产开发商，从业经验丰富、区域品牌优势明显，并且在经营规模、股东支持和土地储备等方面具备显著优势。2017 年以来公司拿地规模较大，较大规模的土地储备为其未来房地产项目开发提供了有力保障，但在建项目及拟建项目未来投资规模较大，随着项目的推进，公司将面临较大的外部融资压力。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司资金支出压力较大，债务规模增长较快以及房地产行业受国家宏观政策和经济周期影响大等不利因素对公司经营发展带来的负面影响。

公司在建房地产项目规模较大，现有的土地储备能满足公司未来一定时期的开发需求，随着公司在建房地产项目逐步竣工交房，土地一级开发等代建项目稳步推进，公司营业收入有望保持增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

优势

1. 作为厦门市大型房地产开发商，公司开发资质齐全，行业经验丰富，具备区域性品牌优势。
2. 公司实际控制人为厦门建发集团有限公司，实际控制人为厦门市大型国有集团企业，背景良好，整体实力强。

分析师

王 爽 刘艳婷

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

3. 公司预收款项规模大, 为未来收入的确认提供一定的支撑。
4. 公司土地储备充足, 为其未来房地产项目开发提供了有力保障。
5. 公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

关注

1. 房地产行业易受国家宏观政策和经济周期波动影响, 在一定程度上影响公司房地产业务的发展。公司存货占比大, 其变现效率受房地产市场波动影响明显。
2. 公司债务规模增长较快, 在建及拟建项目未来资本支出压力较大。
3. 公司土地一级开发收入受政府土地出让政策影响较大, 回款情况具有一定不确定性。

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。

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

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2018年3月底，公司注册资本为20亿元，控股股东为建发股份，实际控制人为建发集团，最终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”）。

公司经营范围包括：房地产开发与经营及管理；房地产咨询；批发、零售建筑材料、金属材料、化工材料（不含化学危险物品）；装修、装饰；经营本企业自产品的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进出口业务。目前公司开发产品日趋多元化，项目涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产、大型公建代建等。

截至2018年3月底，公司设有产品中心、营运中心、市场中心、投资中心、财务中心、资金中心、品牌客关中心、商业管理中心、网络信息中心、人力资源中心以及行政部、稽核部、法律部共计13个部门；具体板块涵盖建发房产

开发板块（下设厦门区域公司、漳州区域公司、福州区域公司、华东区域公司、华中区域公司共计5个区域公司；另外下设深圳事业部、广州事业部、杭州事业部、合肥事业部、泉州事业部、广西事业部、珠海事业部共计7个事业部以及兰州筹备处、武夷山筹备处共计2个筹备处）、建发城市发展集团、建发商业管理板块、建发物业服务集团、建发新兴业务板块以及建发国际平台共计6大业务板块。截至2018年3月底，公司纳入合并范围的二级子公司共计270家。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 859.98 亿元，所有者权益合计 212.90 亿元（其中少数股东权益 83.98 亿元）；2017 年公司实现营业收入 181.18 亿元，利润总额 33.41 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 967.18 亿元，所有者权益合计 215.96 亿元（其中少数股东权益 86.44 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.55 亿元，利润总额 1.40 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。

二、本期中期票据概况

公司已于2017年注册中期票据额度20亿元，并于2017年5月26日发行了额度5亿元、期限为3年的中期票据“17建发地产MTN001”，于2018年10月12日发行了额度5亿元、期限为3年的中期票据“18建发地产MTN001”；公司本次拟发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度10亿元，期限3年，本期中期票据募集资金拟用于项目建设及偿还金融机构借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017年,在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,协调经济增长与风险防范,同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境,2017年中国经济运行总体稳中向好,国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%,经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看,农业生产形势较好,工业生产稳步增长,服务业保持快速增长态势,第三产业对GDP增长的贡献率继续上升,产业结构持续改善。从三大需求来看,固定资产投资增速有所放缓,居民消费维持较快增长态势,进出口大幅改善。全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅较大,制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均保持扩张,就业形势良好。

2018年上半年,中国继续实施积极的财政政策,通过减税降费引导经济结构优化转型,继续发挥地方政府稳增长作用,在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1-6月,中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元,收入同比增幅(10.6%)高于支出同比增幅(7.8%);财政赤字7261.0亿元,较上年同期(9177.4亿元)有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境,市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下,2018年1-6月,中国GDP同比实际增长6.8%,其中西部地区经济增速较快,中部和东部地区经济整体保持稳定增长,东北地区仍面临一定的经济转型压力;CPI温和上涨,PPI和PPIRM均呈先降后

升态势;就业形势稳中向好。

2018年1-6月,三大产业保持较好增长态势,农业生产基本稳定;工业生产增速与上年全年水平持平,但较上年同期有所回落,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快,但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓,导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1-6月,全国固定资产投资(不含农户)29.7万亿元,同比增长6.0%,增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,民间投资同比增速(8.4%)仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL)大幅增长推升棚改贷规模等因素影响,房地产投资保持较快增速(9.7%),但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧,导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落;由于金融监管加强,城投公司融资受限,加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限,基础设施建设投资同比增速(7.3%)明显放缓;受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动,制造业投资同比增速(6.8%)继续加快。

居民消费增速小幅回落,但仍保持较快增速。2018年1-6月,全国社会消费品零售总额18.0万亿元,同比增速(9.4%)出现小幅回落,但仍保持较快增长。具体来看,汽车消费同比增速(2.7%)和建筑及装潢材料消费同比增速(8.1%)明显放缓;化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费,以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长;此外,网上零售保持快速增长,全国网上商品和服务零售额同比增速(30.1%)有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级,消费结构不断优化,新业态和新商业模式发展较快,消费继续发挥

支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1-6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国未来经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

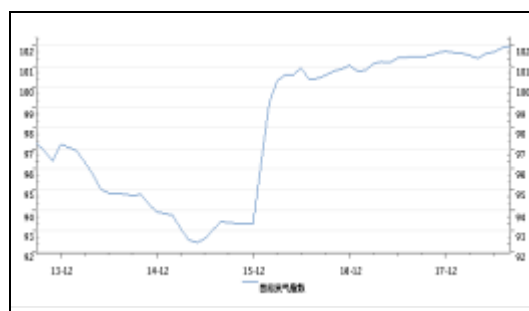
四、行业及区域经济环境

1. 房地产行业分析

（1）房地产开发行业

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图1 2013年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态

势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

2018年上半年，中国房地产开发投资完成额5.55万亿元，同比增长9.7%，增速较2018年一季度的9.9%小幅回落，其中住宅投资完成额3.90万亿元（占比70.27%），同比增长13.60%，增速较2018年一季度小幅回升0.30个百分点，房地产开发投资增速仍维持高位。从开工情况来看，2018年上半年，房屋新开工面积9.58亿平方米，同比增长11.8%，增速较2018年一季度上升2.1个百分点。从销售情况来看，2018年上半年，商品房销售面积7.71亿平方米，同比增长3.3%，较2018年一季度下滑0.3个百分点；商品房销售金额为6.69万亿元，同比增长13.2%，较2018年一季度上升2.8个百分点。房价整体趋稳，部分三四线城市仍有较大程度涨幅。

（2）房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全

国300城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。

2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年房地产开发企业土地购置面积1.11亿平方米，同比增长7.2%，土地成交价款0.53万亿元，同比增长20.3%。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地

产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。2018年上半年，房地产开发到位资金合计7.93万亿元，同比增长4.60%，受房地产信贷政策收紧的影响，房企资金来源增速仍处2016年以来的低位。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

（3）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步

加深。

（4）政策环境

2016年9月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过22个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短

期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面,2017年7月,住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》,要求在人口净流入的大中城市,加快发展住房租赁市场。目前,住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州,也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》,积极构建购租并举的住房制度,方案中提出了“租购同权”的概念,赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房,在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面,均有详细规定,并明确共有产权住房可落户入学。另外,增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日,中国共产党第十九次全国代表大会开幕,针对房地产市场平稳健康发展,提出“房子是用来住的,不是用来炒的”的定位,坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日,中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作,提出加快住房制度改革和长效机制建设,是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要发展住房租赁市场特别是长期租赁,保护租赁利益相关方合法权益,支持专业化、机构化住房租赁企业发展。

总体看,在严格调控的政策背景下,短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势,同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化,长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间,但中

长期需求仍面临结构性调整。

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2017年国民经济和社会发展统计公报》,2017年,厦门全年地区生产总值(GDP)4351.18亿元,按可比价格计算,比上年增长7.6%。其中,第一产业增加值23.23亿元,增长2.1%;第二产业增加值1815.92亿元,增长7.2%;第三产业增加值2512.03亿元,增长7.9%。三次产业结构为0.5:41.7:57.8。按常住人口计算的人均地区生产总值109740元,增长5.5%,折合16253美元。

2017年,厦门市全年实现规模以上工业增加值1437.16亿元,增长8.1%,占全市地区生产总值的33.0%。截至2017年底,全市规模以上工业企业1726家,实现工业总产值5914.97亿元,其中产值超亿元的企业678家,实现产值5432.25亿元,占全市规模以上工业总产值的91.8%。规模以上工业中,重工业完成增加值947.13亿元,比上年增长9.7%;轻工业完成增加值490.03亿元,增长5.2%,重工业与轻工业之比为1.93:1。

2017年,厦门市基础设施投资909.80亿元,增长14.8%,其中交通运输业投资536.68亿元,增长7.3%。工业投资397.72亿元,增长12.2%,其中制造业投资428.62亿元,增长7.8%。社会事业投资92.64亿元,增长10.6%。

2017年,厦门市全社会固定资产投资(不含农户)2381.46亿元,增长10.3%。分产业看,第一产业投资下降13.1%,第二产业投资增长9.6%,第三产业投资增长10.4%,三次产业投资比例为0.1:17.8:82.1。

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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3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%，实际控制人为厦门国资委。（产权结构图见附件1-1）

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。公司实际控制人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，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），拓展了商业运营业务。

目前，公司负责了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）改造土地一级开发业务及其配套的蔡坑安置房等保障性住房建设任务；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、蔡岭路等这些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。

公司在业内树立了享有盛誉的“钻石”品

牌，并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”、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年及2017均排名第35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，综合竞争力较强。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员7人，其中董事长1人，总经理1人，副总经理4人，财务总监1人，均具有丰富的企业管理经验。

公司董事长兼总经理庄跃凯先生，1965年5月出生，本科学历，高级工程师，企业法律顾问。曾任厦门建发集团公司房产二部副经理、经理，厦门建发集团有限公司总经理助理，厦门建发集团房地产有限公司总经理。现任公司董事长兼总经理，建发集团副总经理。

2018年11月，公司发布公告，根据《建发房地产集团有限公司董事会决议》（建发房产董【2018】64号），由于工作调动，同意施震先生自2018年11月26日起不再担任公司总经理，暂由庄跃凯董事长全面负责公司的日常经营管理工作。

截至2018年3月底，公司共有员工1554人，从年龄划分，30岁以下的占比24.84%、30~50岁的占比72.20%、50岁以上的占比2.96%，以中青年员工为主；从学历划分，大专以上的占比92.60%，高中、中专及以下占7.40%。

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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司设立了股东会、董事会、总经理等机构对公司进行经营与管理，并聘请监事对公司进行监督。

股东会是公司的最高权力机构，由全体股东组成。股东会决定公司经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设立董事会，是公司经营决策机构，对股东大会负责。董事会成员7人，目前设董事长1人，董事6人。公司董事由股东会选举产生，董事长由全体董事会成员过半数选举产生。公司设总经理一名，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，主要负责公司的生产经营管理工作。

公司设监事一人，由公司股东会选举产生，任期三年，任期届满，可连选连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事可以列席董事会会议并行使以下职权：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东会决议的董事、高级管理人员提出罢免的提议等。

2. 管理水平

为了建立完善的法人治理结构，有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度，包括《建发房地产集团有限公司财务管理制度》和《建发房地产集团有限公司投资管理规定》等。

投资管理方面，公司制定了《建发房地产集团有限公司投资管理规定》等一系列投资管理制度。公司的投资业务包括：收购法人公司股权；对外合资设立新的控股、参股公司；设立全资子公司（包括分公司）；对原有全资、控

股、参股公司进行增资、减资、增持、减持等涉及股权比例、股本变化的事项。

担保管理方面，公司根据《中华人民共和国担保法》等法律法规制定了《对外担保管理规定》，对于集团外企业的担保行为，公司坚持风险可控的原则，实行严格的担保管理制度，将担保纳入年度预算进行管理，实行总量控制。

筹资管理方面，公司制定了一系列筹资管理制度。目前，公司发生的筹资事项由股东会审批。公司发生的权益性筹资事项以及资本公积金和盈余公积金转增资本的方案，由公司股东会审批。

财务预算管理制度方面，公司明确了各单位的责任、权利与利益，公司内部各单位建立了内部财务预算约束机制，进一步规范企业集团财务预算管理行为。财务部拟订集团公司和集团整体的财务预算目标、政策，制定财务预算管理的具体措施和办法，审议、平衡财务预算方案，组织下达财务预算，协调解决财务预算编制和执行过程中的问题，组织审计、考核财务预算的执行情况，督促各企业单位完成财务预算目标；集团公司建立内部弹性预算机制。对于不影响集团整体目标的业务预算、资本预算、筹资预算之间的调整，各子公司可以按照集团内部授权批准制度执行，鼓励预算执行单位及时采取有效的经营管理对策，保证财务预算目标的实现。

下属子公司的管理控制方面，公司与子公司在资产、人员、业务、机构方面保持相对独立，公司主要通过行使股东权利来实现对子公司的控制和管理，包括但不限于向子公司委派董、监事人员，通过董事会向子公司委派总经理、财务总监等公司高管，决定子公司的财务制度和财务预决算，决定子公司的利润分配，决定子公司的重大投融资，决定子公司的重大资产和产权处置等重大事项。同时对各子公司实行经营业务年度考核，主要为年度利润指标完成情况考核制度。除行使股东权利外，公司原则上不干预子公司的日常经营活动。

激励约束机制方面，公司建立了以岗位、业务能力和业绩为核心的激励机制，根据对下属子公司的经营目标对经营管理层下达年度工作计划和任务目标，完善和落实各专 业岗位的工作责任，通过绩效考核制度，完善对经营成果的定量考核。

安全生产管理方面，为规范生产管理，公司制定了《安全生产管理制度》等生产管理制度，明确规定公司各级机构的安全生产管理责任，要求公司针对自身行业生产特点，制定完善的安全生产管理规范，以保障生产安全。公司下属各级机构在生产经营和项目建设过程中，不断加强安全生产管理体系建设，完善安全生产管理网络和制度，抓好安全生产培训教育和保障措施的到位，及时消除各类不安全因素和事故隐患；坚持推行安全标准化管理，完善事故防范机制，加强安全工作检查力度，着力抓好主要危险源点和要害部位的安 全管理工作，保证企业生产平稳发展。

总体看，公司治理结构清晰，部门设置合理，职责分工明确，内控制度较为健全，管理较规范。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务以房地产销售为主，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，重点转向二、三线城市的房地产开发，实时调整项目开发和销售节奏。2017 年受住宅结转规模下降影响，公司主营业务收入同比下降14.81%至169.84亿元。2017年，商品住宅销售收入占公司主营业务收入的91.54%，商品住宅销售收入仍为公司主营业务收入的主要来源。2018年1~3月，公司实现主营业务收入7.80亿元，同比变动不大，其中商品住宅销售收入5.72亿元，占主营业务收入的73.33%。

从毛利率看，2017年公司主营业务毛利率为28.25%，较2016年增长5.02个百分点。分类别来看，2017年，公司商品住宅业务毛利率为28.85%，较2016年增长7.08个百分点，主要系2017年结转的项目毛利率较去年同期较高所致；2017年，公司商业地产业务毛利率为21.84%，较2016年下降20.51个百分点，主要系2017年结转项目多为尾盘、毛利率较低所致。2018年1~3月，公司主营业务毛利率为31.11%，其中商品住宅业务毛利率为35.25%，较2017年增长6.40个百分点；商业地产业务毛利率为19.73%，较2017年下降2.11个百分点，系结转的项目主要为尾盘，多为前期不好销售的物业，毛利率低。

表1 2015~2017年及2018年1~3月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 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
商品住宅	111.46	79.69	41.55	184.57	92.58	21.77	155.48	91.54	28.85	5.72	73.35	35.25
商业地产	27.53	19.68	50.12	13.68	6.86	42.35	14.36	8.46	21.84	2.08	26.65	19.73
保障房	0.88	0.63	38.64	1.11	0.56	30.53	--	--	--	--	--	--
合 计	139.87	100.00	43.22	199.36	100.00	23.23	169.84	100.00	28.25	7.80	100.00	31.11

资料来源：公司提供

2. 房地产开发

近年来，公司已完成和在建房地产项目以住宅及少量商铺为主。从经营数据看，2017 年

公司房地产开发完成投资 420.28 亿元，较 2016 年大幅增长 53.14%，主要系 2017 年公司拿地较多，同时土地市场热度升温，土地价格亦有

一定程度上涨；2018 年一季度，公司房地产开发完成投资 131.81 亿元，占 2017 年全年的 31.36%；2017 年，公司房屋新开工面积 353.11 万平方米，较 2016 年大幅增长 296.31%，系公司前期储备项目陆续开工建设所致；2017 年，公司房屋施工面积 566.10 万平方米，较 2016 年增长 34.74%。销售方面，2017 年，公司房屋签约销售面积 143.05 万平方米，较 2016 年增长 23.20%；2017 年，公司商品房销售均价 1.39 万元/平方米，较 2016 年有所下滑，主要系 2017 年销售项目位于三线城市的占比有所提升所致。2018 年 1~3 月，公司商品房销售均价 1.53 万元/平方米，较 2017 年增长 10.07%。

表 2 公司房地产板块主要指标
(单位: 亿元、万平方米、万元/平方米)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
房地产开发完成投资	154.29	274.45	420.28	131.81
房屋新开工面积	156.74	89.10	353.11	127.05
房屋施工面积	404.92	420.14	566.10	540.10
房屋竣工面积	194.06	153.22	142.44	6.69

表 3 2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司房地产销售结转收入与区域分布 (单位: 亿元、%)

区域	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~3 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	109.14	78.03	153.43	76.96	89.15	52.49	4.30	55.13
湖南	2.28	1.63	0.10	0.05	12.65	7.45	1.41	18.12
上海	23.28	16.64	18.79	9.43	17.35	10.22	0.02	0.30
四川	4.34	3.10	21.78	10.93	17.96	10.57	1.03	13.21
广西	0.84	0.60	0.09	0.05	0.19	0.11	0.02	0.20
江苏	--	--	5.16	2.59	32.54	19.16	1.02	13.05
合计	139.87	100.00	199.36	100.00	169.84	100.00	7.80	100.00

资料来源: 公司提供

注: 合计数与各分项之和的尾差系四舍五入产生

在建/拟建项目

截至 2018 年 3 月底，公司在建房地产开发项目 40 个，投资总额 721.95 亿元，截至 2018 年 3 月底已完成投资 509.21 亿元，未来三年计划投资 212.73 亿元。公司在建项目分布在苏州

房屋签约销售面积	117.16	116.11	143.05	44.72
销售均价	1.58	1.52	1.39	1.53
实际销售额	184.93	176.44	199.26	68.61

资料来源: 公司提供

注: 实际销售额指签约销售金额，审计报告中披露的销售收入指当年按收入确认条件确认的收入，两者存在时间差，故数额有出入。

在开发区域方面，近年来公司房地产开发项目主要集中在福建省内，其次为上海市、四川、湖南及江苏省，且福建省内项目占比逐年下滑，四川、湖南及江苏省区域项目占比增长幅度较大。2017 年，公司福建、上海、四川及江苏地区营业收入占比分别为 52.49%、10.22%、10.57%和 19.16%，其中福建地区营业收入占比较 2016 年的 76.96%下降 24.47 个百分点、江苏地区营业收入占比较 2016 年的 2.59%提升 16.57 个百分点。公司近年来各区域营业收入占比见表 3。

(9 个)、漳州 (5 个)、杭州 (3 个)、长沙 (4 个)、龙岩 (3 个)、南平 (3 个)、三明及上海 (各 2 个) 等地区。在建项目总可售面积 476.98 万平方米，分区域来看，苏州、漳州、杭州和长沙总可售面积占比较高，合计达 63.82%，截

至 2018 年 3 月底，公司在建项目剩余未售面积 318.90 万平方米；从投资金额来看，苏州、上海、杭州投资金额占比较高，合计达 63.72%。

国家宏观政策的调整，对房地产业务影响大，公司未来项目销售存在一定的不确定性。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司在建房产项目投资情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	位置	性质	总可售面积	总投资金额	截至 2018 年 3 月底已投资	未来三年计划投资	项目进度	项目批准情况
碧湖双玺	漳州	住宅、商业	18.52	155322.00	115242.75	40079.25	74.20%	A+B+C+D+E
半山御园二期	漳州	住宅	9.73	48890.20	26458.86	22431.34	54.12%	A+B+C+D+E
长泰发现之旅	漳州	住宅、商业	9.26	66950.00	31822.37	35127.63	47.53%	A+B+C+D+E
2017P05 地块	漳州	住宅	12.40	221416.00	146488.10	74927.90	66.16%	A+B+C+D
2017P09 地块	漳州	住宅	14.96	151721.00	105674.34	46046.66	69.65%	A+B+C+D+E
集美 2017JP03	厦门	住宅、商业	7.66	244615.56	185388.81	59226.75	75.79%	A+B+C+D
连江中央天成	福州	住宅	17.17	123124.00	76635.63	46488.37	62.24%	A+B+C+D+E
立洲弹簧厂 2016-23 号	福州	住宅	1.41	54414.00	40203.88	14210.12	73.89%	A+B+C+D
嘉定项目	上海	住宅、商业	18.51	589670.00	501029.78	88640.22	84.97%	A+B+C+D
宝山项目	上海	住宅、商业	17.49	918564.26	815354.46	103209.80	88.76%	A+B+C+D
建发美地一期	长沙	住宅	17.81	132927.68	107718.82	25208.86	81.04%	A+B+C+D+E
建发美地二期	长沙	住宅、商业	8.33	76157.89	38736.30	37421.59	50.86%	A+B+C+D
梅溪湖 B39 地块一期	长沙	住宅、商业	9.00	125389.64	92156.96	33232.68	73.50%	A+B+C+D
中央首府	长沙	住宅、商业	15.85	163569.00	54505.00	109064.00	33.32%	A+B+C+D
龙岩东肖 3 号地块一期	龙岩	住宅	9.18	63597.00	37321.92	26275.08	58.69%	A+B+C+D+E
龙岩东肖 3 号地块二期	龙岩	住宅、商业	8.90	59064.00	23457.53	35606.47	39.72%	A+B+C+D+E
富力盈泽苑（荣佳）	龙岩	住宅	14.54	88138.00	46269.29	41868.71	52.50%	A+B+C+D+E
建瓯悦城一区	南平	住宅、商业	11.82	51596.00	28186.31	23409.69	54.63%	A+B+C+D+E
建瓯悦城二区	南平	商服住宅	11.00	46325.00	14007.28	32317.72	30.24%	A+B+C+D+E
建阳悦府	南平	住宅、商业	12.87	77183.00	35842.44	41340.56	46.44%	A+B+C+D+E
珑璟湾 3 期	泉州	商业	10.42	52831.80	16619.41	36212.39	30.22%	A+B+C+D
珑璟湾一期	泉州	住宅	8.17	51910.06	38658.03	13252.03	74.47%	A+B+C+D+E
珑璟湾二期	泉州	住宅、商业	18.50	104429.98	45471.45	58958.53	43.54%	A+B+C+D+E
泉州中泱天成	泉州	住宅、商业	6.03	46692.75	30230.28	16462.47	64.74%	A+B+C+D+E
沙县长兴路东侧 C 地块	三明	商服和住宅用地	11.07	75905.00	18934.42	56970.58	24.94%	A+B+C+D+E
汽车厂 B1 地块一、二期	三明	住宅、商业	6.54	31259.00	21797.82	9461.18	69.73%	A+B+C+D
独墅湾二期	苏州	住宅、商业	15.14	224063.77	179612.37	44451.40	80.16%	A+B+C+D+E
独墅湾三期	苏州	住宅、商业	15.16	201988.03	151104.32	50883.71	74.81%	A+B+C+D
苏地 2016-WG-36 号地块一期	苏州	住宅、商业	11.55	216497.34	194043.44	22453.90	89.63%	A+B+C+D+E
苏地 2016-WG-36 号地块二期	苏州	住宅、商业	11.73	246941.00	195003.96	51937.04	78.97%	A+B+C+D

张家港御龙湾一期	苏州	住宅、配套商业	16.05	176144.00	92603.02	83540.98	52.57%	A+B+C+D+E
张家港御龙湾二、三期	苏州	住宅、商业	14.13	180644.00	82011.54	98632.46	45.40%	A+B+C+D
张家港天玺	苏州	住宅、配套商业	23.29	194827.00	153945.68	40881.32	79.02%	A+B+C+D+E
WG2017-12-1 号	苏州	住宅、商业	9.74	121358.27	69044.54	52313.73	56.89%	A+B+C+D
WG2017-12-2 号	苏州	住宅、商业	13.78	175503.64	100614.22	74889.42	57.33%	A+B+C+D
合肥 S1511	合肥	住宅、商业	8.79	181021.00	154441.96	26579.04	85.32%	A+B+C+D
龙湖山庄	深圳	住宅	2.48	124603.00	70257.63	54345.37	56.39%	A+B+D
凤起潮鸣	杭州	住宅	8.12	654200.00	465356.00	188844.00	71.13%	A+B+C+D+E
留下地块	杭州	住宅	9.57	250000.00	148451.82	101548.18	59.38%	A+B+C+D+E
塘北地块	杭州	住宅	10.30	450000.00	341424.85	108575.15	75.87%	A+B+C+D
合计	--	--	476.98	7219453.87	5092127.59	2127326.28	--	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

注：1. 项目批准情况五证明细：A、《国有土地使用证》；B、《建设用地规划许可证》；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。

表5 截至 2018 年 3 月底公司在建房产项目区域分布统计（单位：个、万平方米、万元）

位置	项目数量	总可售面积	总可售面积占比	总投资金额	总投资金额占比
福州	2	18.59	3.90%	177538.00	2.46%
杭州	3	27.99	5.87%	1354200.00	18.76%
合肥	1	8.79	1.84%	181021.00	2.51%
龙岩	3	32.62	6.84%	210799.00	2.92%
南平	3	35.70	7.48%	175104.00	2.43%
泉州	4	43.12	9.04%	255864.59	3.54%
三明	2	17.61	3.69%	107164.00	1.48%
厦门	1	7.66	1.61%	244615.56	3.39%
上海	2	36.00	7.55%	1508234.26	20.89%
深圳	1	2.48	0.52%	124603.00	1.73%
苏州	9	130.57	27.37%	1737967.05	24.07%
漳州	5	64.86	13.60%	644299.20	8.92%
长沙	4	50.99	10.69%	498044.21	6.90%
总计	40	476.98	100.00%	7219453.87	100.00%

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2018 年 3 月底，公司拟建房地产开发项目共 34 个，预计总投资金额 568.97 亿元，未来三年计划投入 275.89 亿元，资金来源全部为自有资金及银行贷款。拟建项目位于福州的

有 6 个、南京、南平及三明各 3 个、成都、龙岩、苏州及长沙各 2 个、其余城市广州、杭州、合肥、武汉、珠海等各 1 个。

表6 截至 2018 年 3 月底公司主要拟建商品房项目情况（单位：万元）

项目名称	位置	性质	建设期	总投资金额	未来三年投入	资金来源	项目批准情况
梅溪湖 B39 地块二期	长沙	住宅用地	2018~2020 年	230628.00	86812.92	自有资金+银行贷款	A+B+C

梅溪湖 B39 地块三期	长沙	住宅用地	2019~2021 年	179923.00	74926.99	自有资金+银行贷款	A+B+C
XDG-2016-31 号地块	无锡	居住和商业用地	2018~2023 年	480000.00	165680.51	自有资金+银行贷款	A+B
太仓 WG2017-19-1	太仓	住宅用地	2018~2020 年	200000.00	94942.59	自有资金+银行贷款	A+B
张家港御龙湾四期	苏州	住宅、配套商业	2018~2020 年	179324.00	73973.51	自有资金+银行贷款	A+B+C
山外山 C1 地块	漳州	住宅用地	2018~2020 年	97520.00	85067.50	自有资金+银行贷款	A
汽车厂 B1 地块三期	三明	商服和住宅用地	2018~2020 年	37351.00	27730.52	自有资金+银行贷款	A+B
燕郡三期	三明	住宅、商业	2019~2021 年	35700.00	25393.23	自有资金+银行贷款	A+B
燕郡二期剩余部分	三明	住宅、商业	2018~2020 年	43209.00	24402.07	自有资金+银行贷款	A+B
建瓯 SN-D-(04-05)	南平	商品住房、批发零售、 餐饮住宿	2020~2022 年	79095.00	64152.69	自有资金+银行贷款	A+B+C
溧水 2017G19 地块	南京	商住混合用地	2018~2020 年	212216.00	91794.75	自有资金+银行贷款	A+B
江宁区方山 G55 地块	南京	Rb 商住混合用地	2018~2020 年	211044.00	81397.45	自有资金+银行贷款	A+B
NO.2016G46	南京	Rb 商住混合用地	2017~2019 年	277016.00	61003.80	自有资金+银行贷款	A+B+C
双龙路南侧 B 地块	龙岩	住宅、商服	2018~2022 年	167735.00	53482.90	自有资金+银行贷款	A+B+C
龙岩东肖 3 号地块三期	龙岩	住宅商服科教用地（幼 儿园）	2018~2020 年	43910.00	30276.19	自有资金+银行贷款	A+B+C
合肥 S1510	合肥	住宅、商业	2018~2020 年	247168.00	61552.77	自有资金+银行贷款	A+B+C
庆隆地块	杭州	住宅（设配套公建）用 地	2018~2020 年	183907.00	54962.11	自有资金+银行贷款	A+B
白云区石井镇石潭路 444 号地 块	广州	二类居住用地（R2）	2018~2021 年	590000.00	187704.95	自有资金+银行贷款	A+B
2017-14 号	福州	住宅、商业	2018~2020 年	419300.00	128241.94	自有资金+银行贷款	A+B
北纬 25 度	福州	住宅、商业	2017~2019 年	112155.00	33295.97	自有资金+银行贷款	A+B+C+D
麓岭江项目二三四期	成都	住宅、配套商业	2018~2022 年	273613.00	241995.94	自有资金+银行贷款	A+B
浅水湾三期	成都	住宅	2018~2019 年	108114.00	33281.53	自有资金+银行贷款	A+B
悉尼项目	澳洲	住宅、商业	2018~2020 年	22192.00	17176.00	自有资金+银行贷款	A+C
2017—拍 J20 号	南平	住宅和商业用地	2018~2021 年	98886.00	81226.00	自有资金+银行贷款	无
江南区 GC2017-122 号地块	南宁	城镇住宅及零售商业用 地	2018~2020 年	62891.00	51331.03	自有资金+银行贷款	无
武汉 P（2017）168 号地块	武汉	住宅	2018~2020 年	201227.00	102727.00	自有资金+银行贷款	无
永泰世外梧桐	福州	商服用地	2017~2022 年	128807.00	93988.06	自有资金+银行贷款	A+B
苏地 2017-WG-79 号地块	苏州	商服和城镇住宅用地	2018~2020 年	76995.00	49923.99	自有资金+银行贷款	无
连地拍卖[2018]01 号	福州	住宅用地	2018~2022 年	121839.00	106339.00	自有资金+银行贷款	A+B
连地拍卖[2018]03 号	福州	住宅用地	2018~2022 年	17028.00	13528.00	自有资金+银行贷款	A+B
连地拍卖[2018]04 号	福州	商业用地	2018~2022 年	8000.00	5050.00	自有资金+银行贷款	A+B
斗门区 2017-73 地块	珠海	住宅和商业混合用地	2018~2020 年	194480.73	147180.73	自有资金+银行贷款	无
张地 2012-A23-A-2 号地块	张家港	住宅、配套商业用地	2018~2021 年	212747.00	180747.00	自有资金+银行贷款	无
JY2018001 号	南平	商服、住宅用地	2018~2020 年	135724.00	127564.00	自有资金+银行贷款	无

合计	--	--	--	5689744.73	2758853.64	--	--
----	----	----	----	------------	------------	----	----

资料来源：公司提供，联合资信整理

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》 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。

为保障未来稳定发展，公司在多个目标区域设立子公司进行土地储备。截至 2018 年 3 月底，公司拥有 36 宗土地储备，共计规划计容建筑面积 412.71 万平方米，土地出让金合计 366.16 亿元，已支付土地出让金 324.04 亿元。整体看，由于公司行业经验丰富、经营稳定并获得政府支持，公司获取土地成本较低，按市场价预计升值空间较大；另外，公司土地储备

丰富，较多的土地储备为公司房地产开发的可持续发展提供了有力保障。

同时联合资信也关注到，公司在建及拟建项目未来三年计划投资规模在 550 亿元左右，且尚有部分土地款未支付，在房地产融资政策收紧的情况下，公司面临较大的资金压力；公司在建及拟建项目中位于调控压力区域大的城市占比较高，受调控政策影响较大，未来项目销售存在一定不确定性。

表 7 截至 2018 年 3 月底公司主要土地储备明细 （单位：万平方米、亿元）

位置	项目名称	占地面积	规划计容 建筑面积	取得时间	性质	土地出让金	已付金额	土地取得 方式	股权比例
长沙	梅溪湖 B39 地块二期	3.19	13.00	2016 年 11 月	住宅用地	12.68	12.68	招拍挂	100.00%
长沙	梅溪湖 B39 地块三期	1.68	10.70	2016 年 11 月	住宅用地	9.31	9.31	招拍挂	100.00%
无锡	XDG-2016-31 号地块	19.64	31.43	2017 年 10 月	居住和商业用地	30.03	30.03	招拍挂	51.00%
太仓	太仓 WG2017-19-1	5.29	11.12	2017 年 10 月	住宅用地	10.19	10.19	招拍挂	30.00%
苏州	张家港御龙湾四期	7.69	11.42	2016 年 12 月	住宅、配套商业	9.35	9.35	招拍挂	70.00%
漳州	山外山 C1 地块	5.49	5.85	2015 年 12 月	住宅用地	1.07	1.07	招拍挂	94.00%
三明	汽车厂 B1 地块三期	2.93	7.22	2017 年 11 月	商服和住宅用地	0.82	0.82	招拍挂	70.00%
三明	燕郡三期	2.64	6.21	2013 年 9 月	住宅、商业	0.95	0.95	招拍挂	100.00%
三明	燕郡二期剩余部分	3.12	7.25	2013 年 9 月	住宅、商业	1.15	1.15	招拍挂	100.00%
南平	建瓯 SN-D-(04-05)	4.77	14.32	2017 年 1 月	商品住房、批发零售、餐饮住宿	1.06	1.06	收购	75.00%
南京	溧水 2017G19 地块	7.37	14.75	2017 年 10 月	商住混合用地	11.5	11.5	招拍挂	40.00%
南京	江宁区方山 G55 地块	3.41	6.82	2017 年 10 月	Rb 商住混合用地	12.3	12.3	收购	50.00%
南京	NO.2016G46	2.34	7.47	2017 年 1 月	Rb 商住混合用地	20.3	20.3	收购	49.00%
龙岩	双龙路南侧 B 地块	10.77	20.47	2017 年 6 月	住宅、商服	10.65	10.65	招拍挂	100.00%
龙岩	龙岩东肖 3 号地块三期	2.32	5.73	2016 年 10 月	住宅商服科教用地（幼儿园）	1.25	1.25	招拍挂	30.00%
合肥	合肥 S1510	4.72	8.49	2016 年 5 月	住宅、商业	15.92	15.92	招拍挂	100.00%
杭州	庆隆地块	1.52	4.71	2017 年 10 月	住宅（设配套公建）用地	12.51	12.51	招拍挂	40.00%
杭州	三墩北地块	6.83	20.48	2017 年 5 月	住宅（设配套公建）	37.86	37.86	招拍挂	49.00%

深圳	碳云项目	1.34	12.00	2017年6月	商业服务业用地	22.47	11.24	收购	15.00%
广州	白云区石井镇石潭路444号地块	4.56	13.43	2017年12月	二类居住用地(R2)	40.22	40.22	招拍挂	64.00%
福州	2017-14号	6.49	11.81	2017年7月	住宅、商业	27.17	27.17	招拍挂	70.00%
福州	北纬25度	10.52	3.95	2016年1月	住宅、商业	6.7	6.7	收购	51.00%
成都	麓岭汇项目二三四期	10.31	30.09	2017年6月	住宅、配套商业	8.6	8.6	收购	100.00%
成都	浅水湾三期	7.05	27.28	2007年7月	住宅	2.35	2.35	招拍挂	70.00%
澳洲	悉尼项目	0.77	0.77	2017年8月	住宅、商业	0.5	0.5	收购	60.00%
南平	2017一拍J20号	5.27	14.77	2018年1月	住宅和商业用地	3.53	1.77	招拍挂	70.00%
南宁	江南区GC2017-122号地块	2.23	7.80	2018年1月	城镇住宅及零售商业用地	2.31	1.16	招拍挂	51.00%
武汉	武汉P(2017)168号地块	6.83	9.56	2018年1月	住宅	9.85	9.85	收购	49.00%
福州	永泰世外梧桐	31.69	12.35	2018年1月	商服用地	1.92	1.92	收购	65.00%
苏州	苏地2017-WG-79号地块	2.23	4.45	2018年2月	商服和城镇住宅用地	4.58	2.71	招拍挂	55.00%
福州	连地拍卖[2018]01号	6.96	13.93	2018年2月	住宅用地	3.1	1.55	招拍挂	46.15%
福州	连地拍卖[2018]03号	1.15	2.07	2018年2月	住宅用地	0.35	0.35	招拍挂	46.15%
福州	连地拍卖[2018]04号	0.97	0.77	2018年2月	商业用地	0.3	0.3	招拍挂	46.15%
珠海	斗门区2017-73地块	4.74	9.55	2018年3月	住宅和商业混合用地	12.46	4.73	招拍挂	100.00%
张家港	张地2012-A23-A-2号地块	6.99	12.57	2018年3月	住宅、配套商业用地	13.65	3.2	招拍挂	100.00%
南平	JY2018001号	7.00	12.60	2018年3月	商服、住宅用地	7.2	0.82	招拍挂	50.10%
合计	--	225.99	412.71	--	--	366.16	324.04	--	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 公建配套项目

公司公建配套项目主要由下属全资子公司厦门禾山建设发展有限公司和厦门兆信工程建设管理有限公司实施。所涉及的业务主要包括保障房的开发建设、大型公建项目的代建工作以及土地一级开发业务。

保障房开发

公司作为厦门市国有控股企业，较早介入了厦门市保障性安居工程项目的建设和开发，承建了厦门翔安洋唐居住区保障性住房建设任务和蔡坑安置房项目（后埔-枋湖棚户区改造项目的配套项目）。

洋唐居住区是厦门最大的保障性安居工程，也是福建省首个保障性安居工程综合体，总建筑面积约100万平方米，建设各类保障性安居工程住宅（宿舍）11000套（间），可容纳人口2.5万人，不仅包括各类住宅，还有完善的社区服务、文化教育、公共交通等配套公建。洋唐居住区项目包括翔城国际限价商品房项目及小区内安置房、人才房、学校等配套建筑。翔城国际限价商品房项目总投资为9.6亿元，据公司预测，预计可实现销售总收入为12.14亿元、利润总额2.24亿元。截至2018年3月底，翔城国际已完成投资9.66亿元，已完成全项目工程结

算工作。

蔡坑安置房项目是后埔-枋湖旧村改造项目的配套项目，计划建成一个配套完整的中心生活区，解决枋湖、薛岭和后埔三个片区约2000户居民的安置问题，项目安置房建成后由政府统一进行收购。该项目于2007年4月立项，总用地面积3.01万平方米，建筑面积共计18.09万平方米。蔡坑安置房项目总投资4.80亿元，于15年底已完成投资，目前已竣工，正在进行安置工作，已安置16.58万平方米（含住宅、车位、商铺）。截至2018年3月底，蔡坑安置房项目已回款5.96亿元。

截至2018年3月底，公司无在建保障房项目、无保障房储备用地。

公建项目代建

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。

公司上述代建项目均由财政拨款，并按照工程进度进行结算，不存在垫资施工的情况。

土地一级开发业务

后埔-枋湖旧村改造项目为公司唯一的土地一级开发项目，总投资额115亿元，主要包括对枋湖、薛岭和后埔三个片区的拆迁改造以及

配套保障房项目蔡坑安置房的建设。对于土地一级开发项目，在土地出让之前，项目发生的成本计入“长期应收款”；土地出让后、政府返回土地出让金之前，应收未收的土地出让金计入“应收账款”，并冲抵“长期应收款”；政府返回土地出让金后，冲抵“应收账款”。

厦门市湖里区后埔—枋湖片区棚户区改造项目作为厦门市重点建设项目，由湖里区政府作为业主，委托厦门禾山建设发展有限公司负责组织实施，并由湖里区财政局与厦门禾山建设发展有限公司签订《“后埔—枋湖片区旧村改造”项目资金运行协议》，明确项目运行资金来源和分配方式，并且取得厦门市政府的确认。

对枋湖、薛岭和后埔三个片区的改造项目总投资额110.20亿元，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，所得土地收入85%归还公司，形成公司收益。枋湖、薛岭和后埔三个片区总用地面积73.41万平方米，可出让建筑面积163.23万平方米。2015~2017年，公司土地一级开发业务未有土地出让，未确认土地出让收入。截至2018年3月底，公司已投资107.35亿元，完成了对后埔-枋湖片区的土地一级开发，已出让41.74万平方米，扣除开发成本后累计形成净收入约28.28亿元。

表8 截至2018年3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（平方米）		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）	湖里区后埔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

合计	--	--	--	107318.53	417350.00	604342.00	504043.85
----	----	----	----	-----------	-----------	-----------	-----------

资料来源：公司提供，联合资信整理

4. 商业运营及物业管理

2017年，公司商业运营及物业管理共计实现收入7.76亿元，同比增长101.29%，主要系公司部分商业项目于2017年建成并对外出租，商业运营收入大幅增长所致。2018年1~3月，公司商业运营及物业管理共计实现收入1.53亿元，整体保持增长趋势。

表9 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
2015 年	17779.03	11327.83	29106.86
2016 年	22082.24	16489.22	38571.46
2017 年	29705.74	47935.63	77641.37
2018 年 1~3 月	6791.35	11361.76	15346.60

资料来源：公司提供，联合资信整理

商业运营

公司于2012年成立商业运营事业部，并以全资子公司福建龙城时代广场经营管理有限公司和厦门峰尚商业地产经营管理有限公司为主体，负责集团旗下商业地产的经营与管理。目前，公司正在运营的项目主要包括龙海美一城、JFC 品尚中心、五缘湾城市综合体（涵盖购物中心、五星级酒店、写字楼等）、半山御景综合体（涵盖购物中心、写字楼等）、南平悦城中心和成都鹭洲里。

截至2018年3月底，公司商业地产可供出租面积合计29.00万平方米，已出租面积27.71万平方米，平均出租率95.55%，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10 公司商业运营及物业管理经营情况

（单位：平方米、元/平方米/月）

项目	可出租面积	已出租面积	出租单价	出租率
龙海美一城	32619.00	31677.02	58.00	97.11%

JFC 品尚中心	20728.00	18042.00	104.00	87.04%
厦门湾悦城	47301.00	45408.96	102.00	96.00%
悦享中心商业	12627.00	11573.91	84.00	91.66%
悦享中心写字楼	44458.31	43023.80	84.42	96.77%
南平悦城中心	46448.00	44436.80	29.00	95.67%
南宁项目	29464.87	28389.40	128.00	96.35%
成都鹭洲里	56380.27	54502.81	66.00	96.67%
合计	290026.45	277054.70	--	---

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。目前，公司实施物业服务的地区涵盖了厦门、漳州、泉州、龙岩、福州、长沙、上海、成都等多个地区，物业管理面积1600多万平方米，项目涵盖高层住宅、写字楼、别墅、商场、学校和综合性物业等多种类型。公司管理的物业先后荣获“中国物协行业突出贡献奖（管理创新贡献奖）”、“全国物业管理示范住宅小区”、“福建省物业管理示范住宅小区”等荣誉称号，业已形成了良好的声誉和品牌知名度。

2014年12月，公司收购香港上市公司西南环保发展有限公司（1908.HK）75%股权。西南环保发展有限公司成立于2011年2月18日，是广西南宁市的绿色建筑房地产开发商，主要从事物业租赁、房地产开发、物业管理服务及提供物业咨询服务业务。该公司现已更名为建发国际投资集团有限公司（以下简称“建发国际集团”）。

截至2017年底，建发国际集团资产总额228.57亿元，所有者权益合计30.13亿元（其中少数股东权益6.12亿元）。2017年，建发国际集团实现营业总收入32.55亿元，利润总额7.76亿元。随着建发国际集团在境内房地产项目的增

长，其资产及收入规模快速增长。

整体来讲，公司房地产业务稳步增长，2017年以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；土地一级开发业务近年来未有收入确认，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。目前较多的土地储备为其可持续经营提供了有力的保障。

5. 经营效率

2017年，公司营业收入有所下滑，拿地规模增长情况下，公司存货规模大幅增长，致使公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均较2016年有所下降，分别为184.33次、0.33次和0.25次。

6. 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。同时抓好各企业班子建设，加快对干部的培养和人才的引进；改善内部管控模式和营运机制，加快信息化建设，建立与业务发展相匹配的人才队伍和管理办法。此外，公司将适时进行国内二线城市及福建省内三四线城市的拓展和布点，扩大现有项目城市及周边区域的业务，为未来健康、持续、稳定发展奠定基础。

在住宅开发方面，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，公司将通过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格。

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。

八、财务分析

公司提供了2015~2017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2018年一季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2017年，公司通过非同一控制下企业合并及投资设立的方式新纳入合并范围的子公司29家，合并范围减少子公司2家。2018年1~3月，公司通过非同一控制下企业合并及投资设立的方式新纳入合并范围的子公司11家，合并范围无减少情况。总体来看，合并范围变化对公司有一定的影响。

截至2017年底，公司（合并）资产总额

859.98 亿元，所有者权益合计 212.90 亿元（其中少数股东权益 83.98 亿元）；2017 年公司实现营业收入 181.18 亿元，利润总额 33.41 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 967.18 亿元，所有者权益合计 215.96 亿元（其中少数股东权益 86.44 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.55 亿元，利润总额 1.40 亿元。

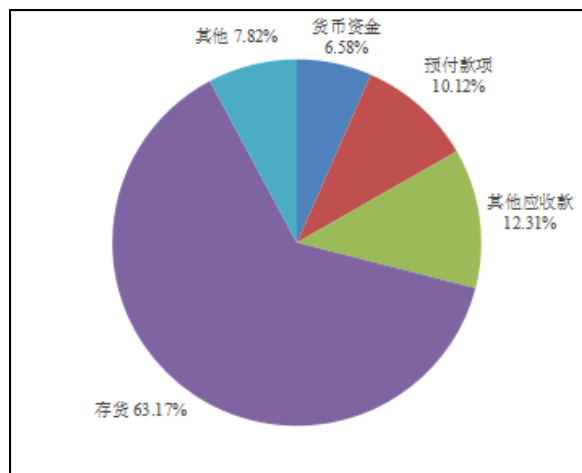
1. 资产质量

资产

2015~2017 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 36.03%。截至 2017 年底，公司资产总额 859.98 亿元，同比增长 47.75%，主要系预付款项、其他应收款及存货的大幅增长所致。公司资产以流动资产（占 83.32%）为主，符合房地产开发企业特征。

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 33.55%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 716.53 亿元，同比增长 51.00%，主要由存货（占 63.17%）、其他应收款（占 12.31%）、货币资金（占 6.58%）、预付款项（占 10.12%）及其他流动资产（占 7.59%）等构成。

图 2 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

注：其他主要为其他流动资产及应收账款。

2015~2017 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 5.41%。截至 2017 年底，公司货币资金 47.12 亿元，同比增长 52.91%，

以银行存款为主（占比 99.99%），其余为少量库存现金和其他货币资金。截至 2017 年底，公司受限货币资金规模为 4.59 亿元（占比 9.74%），主要为工程监管户存款。

2015~2017 年，公司预付款项快速增长，年均复合增长 180.59%，系拿地增加导致的预付土地款增加所致。截至 2017 年底，公司预付款项 72.49 亿元，同比增长 188.37%，主要系预付龙岩双龙路、杭州三墩北等地块地价金额所致，从预付款项账龄来看，账龄在 1 年以内的占比 99.98%。

2015~2017 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 238.78%，系合作项目增多导致的为待合作项目公司支付的土地出让金增长所致。截至 2017 年底，公司其他应收款 88.23 亿元，同比增长 84.64%，主要系为待合作项目公司支付的大量土地出让金，共计提坏账准备 1.99 亿元，计提比例 2.20%。按账龄计提坏账准备的其他应收款账面余额 18.61 亿元，计提坏账准备 1.76 亿元，其中账龄在 1 年以内的余额占 89.74%、1~2 年的余额占 2.50%，2~3 年的余额占 1.19%、3 年以上的余额占 6.57%。从集中度来看，截至 2017 年底，公司其他应收款前五名单位合计余额 53.10 亿元，占比 58.86%，集中度较高，但主要为关联方资金拆借款，账龄均集中在 1 年以内，回收风险较低，但存在一定的资金占用。

表 11 截至 2017 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	17.98	1 年以内	19.93	关联方资金拆借本金及利息
广州公共资源交易中心	14.60	1 年以内	16.18	单位往来款
深圳市盛毅投资管理有限公司	8.08	1 年以内	8.96	单位往来款
五季文化旅游发展有限公司	6.29	1 年以内	6.97	单位往来款

杭州致烁投资有限公司	6.15	1年以内	6.82	关联方资金拆借本金及利息
合计	53.10	--	58.86	--

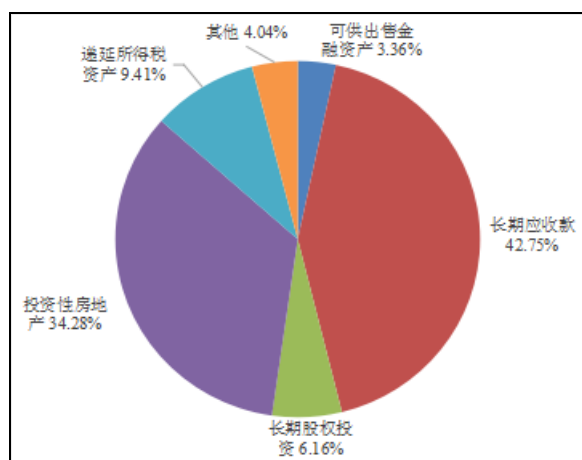
资料来源：公司提供、联合资信整理

2015~2017年，公司存货波动增长，年均复合增长16.28%。截至2017年底，公司存货账面价值452.65亿元，同比增长42.40%，系拿地投入及项目开发投入增加所致。从存货构成上看，主要为开发成本（占86.75%）和开发产品（占13.23%）。公司2017年对开发产品计提存货跌价准备0.49亿元。

2015~2017年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长175.19%，主要系购买的理财产品的增长。截至2017年底，公司其他流动资产54.38亿元，同比增长3.41%，主要为理财产品46.91亿元，其他为进项税额及预缴税费等。

2015~2017年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长50.84%。截至2017年底，公司非流动资产合计143.45亿元，同比增长33.39%，主要系投资性房地产和长期应收款增长所致；公司非流动资产主要由长期应收款（占42.75%）、投资性房地产（占34.28%）、长期股权投资（占6.16%）和递延所得税资产（占9.41%）等构成。

图3 2017年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017年，公司可供出售金融资产快速

增长，年均复合增长49.75%。截至2017年底，公司可供出售金融资产4.82亿元，同比增长56.54%，系可供出售权益工具及可供出售债务工具的增长。其中可供出售债务工具2.50亿元，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。

2015~2017年，公司长期应收款快速增长，年均复合增长30.25%。截至2017年底，公司长期应收款61.32亿元，同比增长23.62%，主要系随着公司控股子公司厦门禾山建设发展有限公司代建“后埔-枋湖旧村改造”项目进度的推进，支出成本增加所致。

截至2017年底，公司长期股权投资8.83亿元，同比增长33.77%，均为对联营企业的投资。其中2017年对上海众承房地产开发有限公司追加投资7.50亿元，年末投资余额为7.84亿元，占长期股权投资的88.79%；2017年由于公司对上海兆承房地产开发有限公司能够实施控制，将其纳入合并范围，导致对其长期股权投资账面价值减少5.64亿元。

2015~2017年，公司投资性房地产快速增长，系部分商业项目陆续完工从存货转入投资性房地产所致。截至2017年底，公司投资性房地产49.17亿元，同比增长29.26%，主要系鹭洲商业项目完工所致。公司投资性房地产全部按成本计量，累计折旧和摊销2.50亿元，未计提减值准备。截至2017年底，公司投资性房地产中未办妥产权证书的账面价值7.64亿元，产权证书正在办理中。

截至2018年3月底，公司资产总额967.18亿元，较2017年底增长12.47%，主要系货币资金、存货以及投资性房地产的增长。其中流动资产占84.11%，非流动资产占15.89%，流动资产占比较2017年底略有上升。截至2018年3月底，公司货币资金70.99亿元，较2017年底增长50.65%，主要系收回到期的理财产品所致；截至2018年3月底，公司存货账面价值622.13亿元，较2017年底增长37.44%，主要系开发成本的增加，其中开发成本账面余额565.95亿元（占

90.90%)、开发产品账面余额56.57亿元(占9.09%)，公司对开发产品计提跌价准备0.49亿元，计提比例0.08%，计提比例低，公司存货区域分布主要以二线及其他三、四线城市为主(占比82.04%)，未来项目去化存在一定不确定性；截至2018年3月底，公司投资性房地产54.71亿元，较2017年底增长11.26%，主要系公司收购上海芳汇广场商业项目所致。

表12 截至2018年3月底公司存货区域分布
(单位：亿元、%)

区域	存货		去化周期
	金额	占比	
一线	111.70	17.96	1-2 年
二线	357.32	57.44	1-2 年
其他	153.02	24.60	2-3 年
合计	622.04	100.00	--

资料来源：公司提供

注：尾差系四舍五入产生

截至2018年3月底，公司受限资产账面价值合计281.65亿元，占期末资产总额的29.12%，主要系为银行借款设定的担保资产及相关保证金。总体来看，公司受限资产规模较大。

总体看，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。资产构成以流动资产为主，合作项目增多导致其他应收款增多，非流动资产主要为应收代建项目成本和投资性房地产。公司流动资产中存货和其他应收款占比大，存货变现能力受房地产市场波动影响明显，整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长34.17%，主要系未分配利润和少数股东权益的增长。截至2017年底，公司所有者权益合计212.90亿元，同比增长41.90%，主要系未分配利润、其他权益工具¹及少数股东权益

的增长所致。公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占比60.55%，少数所有者权益占39.45%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占15.51%，其他权益工具占7.76%，盈余公积占7.27%，未分配利润占69.02%，其余为资本公积和其他综合收益。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计215.96亿元(含少数股东权益86.44亿元)，较2017年底变化不大；归属于母公司所有者权益中，实收资本占15.44%、其他权益工具占7.72%、盈余公积占7.23%和未分配利润占69.22%，构成较2017年底变化不大。

总体看，近年来公司所有者权益稳步增长；所有者权益未分配利润及少数股东权益占比大，权益稳定性较弱。

负债

2015~2017年，公司负债总额快速增长，年均复合增长36.66%。截至2017年底，公司负债总额647.08亿元，同比增长49.78%，主要来自其他应付款、长期借款和应付债券的增长。其中流动负债和非流动负债分别占45.83%和54.17%。

2015~2017年，公司流动负债不断增长，年均复合增长12.50%。截至2017年底，公司流动负债为296.57亿元，同比增长12.73%；公司流动负债以应付账款(占12.10%)、预收款项(占29.74%)、其他应付款(占33.91%)、一年内到期的非流动负债(占6.90%)和其他流动负债(占6.74%)为主。

2015~2017年，公司应付账款快速增长，年均复合增长20.21%。截至2017年底，公司应付账款为35.88亿元，同比下降25.11%，主要为应付开发成本款(占97.71%)。

公司预收款项主要为预收售房款。2015~2017年，公司预收款项不断下降，年均复合下降17.96%，一方面系公司结转收入规模近三年来波动增长，另一方面系受调控政策影响，

¹ 其他权益工具主要为公司2017年发行的永续中期票据“17建发

地产MTN002”，金额10亿元，期限5+N年，本文的分析已将其计入调整后的长期债务和全部债务核算。

销售回款周期有所拉长。截至2017年底，公司预收款项88.20亿元，同比下降19.70%，其中预收售房款占95.06%、预收安置房补价款占2.70%。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长49.56%，主要系往来款的增长所致。截至2017年底，公司其他应付款100.56亿元，同比增长83.47%，主要系单位往来款的增长所致，其中预提税金及费用（占34.44%）、单位往来款（占59.13%）。公司其他应付款前五名单位占比39.00%，均为一年以内的应付款。

表 13 2017 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
厦门建承房地产开发有限公司	非关联方	13.03	12.96
富力房地产开发有限公司	关联方	8.37	8.32
厦门富业天成房地产有限公司	非关联方	7.18	7.14
深圳市中执集团有限公司	非关联方	6.26	6.22
苏州安泰成长投资发展有限公司	非关联方	4.38	4.35
合计	--	39.22	39.00

资料来源: 公司提供

注: 尾差系四舍五入产生。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债有所增长，年均复合增长 7.96%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 20.47 亿元，主要由一年内到期的长期借款（占 60.92%）和长期应付款（占 34.20%）构成。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 20.00 亿元，主要为公司待偿还的超短期融资券，本文的分析已将其作为有息债务计入调整后的短期债务和全部债务核算。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长76.75%。截至2017年底，公司非流动负债合计350.51亿元，同比增长107.49%，系长期借款和应付债券的增长；公司非流动负债以长期借款（占57.23%）、应付债券（占30.54%）、长期应付款（占3.57%）和其他非流动负债（7.13%）为主。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 52.25%。截至 2017 年底，公司长期借款合计 200.61 亿元，同比增长 90.60%，

主要由抵、质押借款和保证借款构成。其中主要包括抵质押借款 69.45 亿元、保证借款 140.51 亿元及信用借款 3.12 亿元，上述三项中包含一年内到期的长期借款 12.47 亿元。

2015~2017 年，公司应付债券快速增长，年均复合增长 177.48%。2017 年，公司新发行建发地产 2017 年度第二期中期票据（以下简称“17 建发地产 MTN001”）5.00 亿元、建发地产 2017 年度第二期中期票据（以下简称“17 建发地产 MTN002”）10.00 亿元、建发地产非公开发行 2017 年公司债券（第一期）（以下简称“17 建房 01”）10.00 亿元、建发地产非公开发行 2017 年公司债券（第二期）（以下简称“17 建房 02”）20.00 亿元，致使 2017 年公司应付债券余额 107.06 亿元，较 2016 年底增加 52.85 亿元。

2015~2017 年，公司长期应付款波动中有所增长，年均复合增长 14.71%。公司长期应付款主要为下属子公司于 2014 年发行的后埔—枋湖片区旧村改造收益权专项资产支持证券优先级和次级，本文分析已将其纳入调整后的长期债务和全部债务核算；截至 2017 年底，公司长期应付款 12.50 亿元，较 2016 年底增加 5.00 亿元，主要为公司发行的兴证资管-建发房产物业资产支持专项计划。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 751.22 亿元，较 2017 年底增长 16.09%；截至 2018 年 3 月底，公司预收款项 119.92 亿元，较 2017 年底增长 35.97%，主要系预收售房款增加所致；截至 2018 年 3 月底，公司其他应付款 145.68 亿元，较 2017 年底增长 44.87%，主要系公司合作项目增多、收取的少数股东对项目的债权性投入增加所致。截至 2018 年 3 月底，公司流动负债和非流动负债分别占 51.78%和 48.22%，流动负债占比较 2017 年底有所上升，且占比高于非流动负债。

从有息债务看，考虑计入其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中的有息部分以及计入所有者权益中的永续中期票据，2015~2017年，公司调整后全部债务快速增长，

年均复合增长78.49%。截至2017年底，公司调整后全部债务406.37亿元，同比增长101.27%；其中调整后短期债务占12.60%，调整后长期债务占87.40%。截至2017年底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为75.24%、66.70%和63.64%，三年平均值分别为74.80%、60.94%和57.26%。

截至2018年3月底，考虑计入其他流动负债、长期应付款、其他非流动负债中的有息部分以及计入所有者权益中的永续中期票据，公司调整后全部债务443.17亿元，较2017年底增长9.06%；其中调整后短期债务占17.26%，调整后长期债务占82.74%；资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为77.67%、68.27%和64.03%，公司整体债务负担有所增长。

总体看，公司债务规模增长较快，债务结构以长期债务为主，符合公司项目建设周期长的特点。

3. 盈利能力

近年来，公司不断加大外埠市场项目的开发和销售力度，福建、四川、湖南、上海和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。2015~2017年，公司营业收入波动增长，年均复合增长12.54%。2017年，公司实现营业收入181.18亿元，同比下降11.25%，其中房地产销售收入169.84亿元（占营业收入的93.74%），同比下降14.81%。同期，公司营业成本随着结转收入的下降有所下降，2017年发生营业成本127.61亿元，同比下降18.07%。

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，2015~2017年，公司期间费用快速增长，年均复合增长55.63%。2017年公司期间费用为18.74亿元，同比增长120.30%，占营业收入的10.34%。其中销售费用9.51亿元，同比增长50.28%；财务费用7.98亿元，同比大幅增

长829.28%，主要系公司债务规模显著增长所致。总体看，受公司债务负担加重的影响，公司财务费用迅速增长，公司期间费用控制能力尚可。

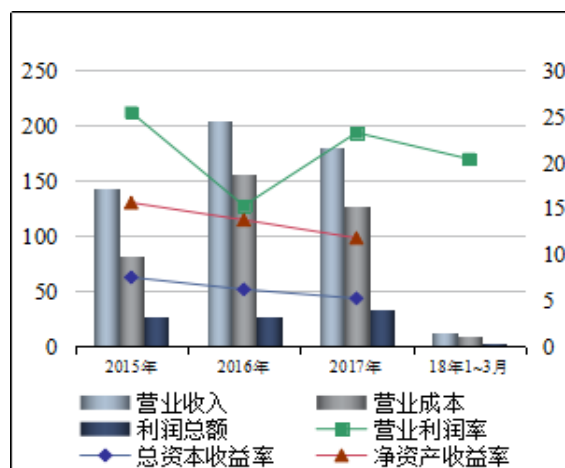
非经营性损益方面，2017年，公司资产减值损失1.26亿元，主要包括坏账损失1.21亿元。近三年，公司投资收益快速增长，2017年公司投资收益10.98亿元，同比增长153.81%，主要系处置长期股权投资产生的收益7.56亿元及收到联营单位及其股东的资金拆借利息3.21亿元，非经常性损益对公司营业利润有一定的影响。

2015~2017年，公司营业利润和利润总额均不断增长，年均复合增长率分别为10.88%和10.52%。2017年公司营业利润和利润总额分别为33.28亿元和33.41亿元，同比分别增长21.57%和20.03%。

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21.31%、5.99%和13.16%。2017年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为23.25%、5.24%和11.81%，营业利润率较2016年增加7.93个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入12.55亿元，同比增长9.13%；公司实现利润总额1.40亿元，同比增长6.06%；营业利润率为20.40%，较2017年减少2.85个百分点。

图4 公司盈利情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

房地产开发销售是公司收入和利润的主要来源，随着公司经营规模不断扩大，利润规模保持增长趋势，投资收益对利润有一定的贡献，整体盈利能力保持较强水平。

4. 现金流分析

从经营活动来看，2015~2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金有所下降，年均复合下降8.27%。2017年，公司销售商品、提供劳务收到的现金160.02亿元，同比下降12.63%。公司收到其他与经营活动有关的现金为102.67亿元，同比下降4.48%，主要为收到的押金及保证金（占59.44%）、单位往来款（占29.17%）。经营活动现金流出方面，近三年公司项目开发投资规模不断增加，购买商品、接受劳务支付的现金年均复合增长46.61%，2017年，公司购买商品、接受劳务支付的现金245.29亿元，同比增长27.21%，主要系2017年公司通过竞拍或并购等方式获得的土地较2016年增加较多，且土地价格上升导致土地出让金有一定程度的增长；公司支付其他与经营活动有关的现金快速增长，年均复合增长50.64%，2017年支付其他与经营活动有关的现金140.16亿元，同比增长83.51%，主要为支付押金及保证金（占57.21%）、单位往来款（占25.61%）。由于公司收入确认原则是竣工交房，确认收入与房产销售回款存在时滞，导致收入实现指标存在波动，2017年，公司现金收入比为88.32%，与2016年相比变化不大。2017年，公司经营活动产生的现金流量净额为-158.90亿元，净流出规模大幅增长。

从投资活动来看，2015~2017年，公司投资活动现金流入量快速增长，一方面系收回理财产品增加，另一方面系联营及合营项目的增多导致的收回资金拆出款增长所致。2017年公司投资活动现金流入量较2016年增加80.76亿元至87.01亿元，主要系收回投资收到的现金45.29亿元和收回关联单位资金拆出款31.03亿元。2017年投资活动现金流出主要包括投资支付的现金57.12亿元和支付其他与投资活动有关的

现金54.55亿元，2017年投资活动现金流出较2016年大幅增长一方面系公司2017年联营及合营项目增多，支付了大量投资款，另一方面系支付非关联单位资金拆出款大幅增加所致。2017年，公司投资活动现金流净额-43.32亿元。

2017年，公司筹资活动前产生的现金流量净额为-202.22亿元，2016年为-94.86亿元，2017年筹资活动前现金净流出规模同比增加107.36亿元，经营活动和投资活动的资金需求需要依靠筹资活动解决。

从筹资活动情况来看，2015~2017年，公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长139.09%。2017年筹资活动现金流入量为420.34亿元，同比增长185.25%，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196.71亿元、85.00亿元和100.06亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金主要为收到关联单位资金拆入款70.17亿元、非关联单位资金拆入款17.28亿元；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108.13亿元、20.23亿元和77.32亿元，其中支付其他与筹资活动有关的现金主要为偿还关联单位资金拆入款62.01亿元、非关联单位资金拆入款13.56亿元。2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额为214.66亿元。

2018年1~3月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-70.69亿元、42.37亿元和54.97亿元。2018年1~3月公司投资活动现金流量净额大幅增长至正值，主要系公司收回理财产品所致。

2017年以来，受公司拿地规模继续增长的影响，公司经营活动现金持续呈净流出状态，且净流出规模有所扩大，公司现金流的平衡需要依赖融资解决。未来，随着房产项目开发维持较大规模投入，公司仍有较大的融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年底，公司

流动比率和速动比率分别为241.61%和88.98%，均较2016年底有所增长；截至2018年3月底，上述指标分别为209.13%和49.21%，均较2017年底有所下降，由于存货规模大，公司速动比率偏低。2017年公司经营现金流动负债比为-53.58%。公司流动负债中预收款项和其他应付款占比较大，其中其他应付款主要是预提税金、应付往来款和工程款等；预收款项主要是房屋预售款，实际无需现金偿付。总体看，公司短期偿债压力不大。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为43.24亿元，较2016年增加13.11亿元。2017年，公司EBITDA利息倍数和调整后全部债务/EBITDA分别为2.72倍和9.40倍，EBITDA利息倍数较2016年的3.59倍有所下降。考虑到公司为厦门国资委下属知名房企，股东支持力度较大，且公司经营活动现金流入保持较大规模。总体看，公司整体偿债能力很强。

或有负债方面，截至2018年9月底，按照中国人民银行的有关规定，公司及控股子公司为商品房承购人提供的按揭贷款阶段性担保金额为145.60亿元，担保期限自按揭银行放款之日起至按揭行为购房者办妥《房地证》之日止，如果上述担保期间购房者没有履行债务人责任，公司有权收回已售出的商品房，因此该种担保一般不会给公司造成实际损失。其他对外担保方面，公司为联营企业提供担保金额为17.61亿元，担保比率为8.15%，担保金额较大的为公司参股企业杭州绿城凤起置业有限公司，公司持股30%，为其提供担保金额9.71亿元。目前，被担保企业经营正常，整体看，公司或有负债风险不高。

截至2018年9月底，公司在多家银行获得授信总额为399.27亿元，已使用额度为295.67亿元，尚未使用额度为103.59亿元，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2018年12月13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，欠息记录三笔（最后一笔为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。公司过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

截至2017年底，母公司资产总额406.64亿元，流动资产370.09亿元（占91.01%），非流动资产36.54亿元（占9.99%）；流动资产主要为其他应收款327.24亿元（占88.42%）；非流动资产主要是长期股权投资30.75亿元（占84.15%）。

截至2017年底，母公司负债合计325.96亿元，流动负债176.19亿元（占54.05%），非流动负债149.77亿元（占46.95%）；流动负债中其他应付款145.82亿元（占82.76%）；非流动负债主要为应付债券107.06亿元（占71.48%）和其他非流动负债25.00亿元（占16.69%）。2017年底，母公司有息负债168.56亿元（长期债务147.26亿元，占比87.36%），资产负债率为80.16%，全部债务资本化比率为67.63%。

截至2017年底，母公司所有者权益合计80.68亿元，其中主要为实收资本20.00亿元、其他权益工具10.00亿元、盈余公积9.37亿元和未分配利润41.23亿元。

盈利能力方面，2017年，母公司营业收入1.71亿元，营业成本1.32亿元。2017年，母公司实现营业利润13.73亿元，利润总额13.75亿元，利润主要来自投资收益（2017年为22.75亿元）。

总体看，公司本部为债务融资主体，有息债务规模大，债务负担较重；母公司收入及利润主要来源于投资收益。

8. 抗风险能力

公司是厦门市大型房地产开发商，区域性品牌优势明显，从业经验丰富，近年维持较大投资开发力度，施工规模扩大，房产销售收入保持增长趋势，盈利能力较强，充足的土地储备及较强的成本管理能力的公司保持稳定发展提供支持，整体抗风险能力很强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据发行额度为 10 亿元，占 2018 年 3 月底公司调整后长期债务 2.73%、调整后全部债务 2.26%。本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响较小。

截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 77.67%、68.27%和 64.03%。以 2018 年 3 月底报表财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，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将分别上升至 77.90%、68.75%和 64.65%；考虑到公司已于 2018 年 10 月份发行的“18 建发地产 MTN001”5 亿元，本期中期票据发行后，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将分别上升至 78.01%、68.99%和 64.95%，公司债务负担有所上升。考虑到本期中期票据募集资金部分将用于偿还金融机构借款，公司实际债务指标或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据拟募集资金 10 亿元，到期一次还本。2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 242.64 亿元、290.64 亿元和 262.69 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 24.26 倍、29.06 倍和 26.27 倍；经营性净现金流分别为 37.97 亿元、-15.26 亿元和 -158.90 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 3.80 倍、-1.53 倍和 -15.89 倍；公司 EBITDA 分别为

28.38 亿元、30.13 亿元和 43.24 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 2.84 倍、3.01 倍和 4.32 倍。总体看，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

十、结论

房地产行业是国民经济的基础性传统行业之一，在国民经济中具有重要地位，但受国家宏观政策和经济周期影响较大。公司作为厦门市国有独资的大型房地产开发商，开发资质齐备，土地储备充足，从业经验丰富，控股股东支持力度较大，具备区域性品牌优势和一定的综合实力。

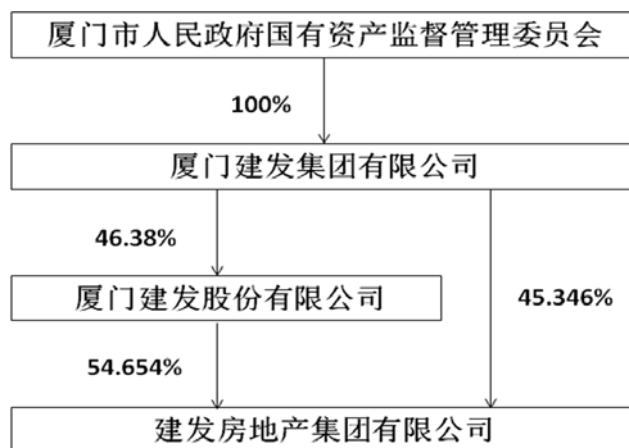
目前，公司资产以流动资产为主，其中存货占比高，存货变现能力受房地产市场波动影响明显；负债水平较高，有息债务增长较快，债务负担较重，所有者权益稳定性较弱。

公司在建房地产项目规模较大，现有的土地储备能满足公司未来一定时期的开发需求，随着公司在建房地产项目逐步竣工交房，土地一级开发等代建项目稳步推进，公司营业收入有望保持增长。

本期中期票据对公司现有债务规模影响较小，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低，安全性很高。

附件 1-1 公司股权结构图



The organizational chart of Jianfa Group (建发集团) is structured as follows:

- Top Level:**
 - 股东会 (Shareholders' Meeting)
 - 监事会 (Supervisory Board)
 - 董事会 (Board of Directors)
 - 总经理 (General Manager)
- Second Level (Functional Departments):**
 - 产品中心 (Product Center)
 - 营运中心 (Operation Center)
 - 市场中心 (Market Center)
 - 投资中心 (Investment Center)
 - 财务中心 (Finance Center)
 - 资金中心 (Capital Center)
 - 品牌营销中心 (Brand Marketing Center)
 - 商业管理中心 (Commercial Management Center)
 - 网络信息中心 (Network Information Center)
 - 人力资源中心 (Human Resources Center)
 - 行政部 (Administration Department)
 - 稽核部 (Audit Department)
 - 法律部 (Legal Department)
- Third Level (Business Divisions):**
 - 建发房产开发板块 (Jianfa Real Estate Development Block)
 - 建发城市发展集团 (Jianfa Urban Development Group)
 - 建发商业管理板块 (Jianfa Commercial Management Block)
 - 建发物业服务集团 (Jianfa Property Service Group)
 - 建发新兴业务板块 (Jianfa Emerging Business Block)
 - 建发国际平台 (Jianfa International Platform)
- Fourth Level (Subsidiaries and Assets):**
 - 建发房产开发板块:**
 - 厦门区域公司 (Xiamen Area Company)
 - 漳州区域公司 (Zhangzhou Area Company)
 - 福州区域公司 (Fuzhou Area Company)
 - 华东区域公司 (East China Area Company)
 - 华中区域公司 (Central China Area Company)
 - 华南区域公司 (South China Area Company)
 - 深圳事业部 (Shenzhen Business Unit)
 - 广州事业部 (Guangzhou Business Unit)
 - 杭州事业部 (Hangzhou Business Unit)
 - 合肥事业部 (Hefei Business Unit)
 - 惠州事业部 (Huizhou Business Unit)
 - 珠海事业部 (Zhuhai Business Unit)
 - 三州办事处 (Sanzhou Office)
 - 武夷山办事处 (Wuyishan Office)
 - 建发城市发展集团:**
 - 米山公司 (Mishan Company)
 - 瑞安奥夫开发项目 (Ruian Aofu Development Project)
 - 建发商业管理板块:**
 - 持有资产 (Owned Assets):
 - 厦门西悦城 (Xiamen Xiyuecheng)
 - 厦门品尚中心 (Xiamen Pishang Center)
 - 厦门悦享中心 (Xiamen Yuexiang Center)
 - 湖北悦城商业 (Hubei Yuecheng Commercial)
 - 龙海天一城 (Longhai Tianyicheng)
 - 贵州国际商业 (Guizhou International Commercial)
 - 南宁商业 (Nanning Commercial)
 - 玉津南悦悦酒店 (Yujin Nanyue Hotel)
 - 峰道商业公司 (Fengdao Commercial Company)
 - 上海元里公司 (Shanghai Yuanli Company)
 - 轻资产 (Light Assets):
 - 文化发展有限公司 (Culture Development Company)
 - 建发物业服务集团:**
 - 养老教育地产 (Elderly Education Real Estate)
 - 房产运营公司 (Real Estate Operation Company)
 - 建信小贷公司 (Jianxin Microloan Company)
 - 建发公建管理 (Jianfa Public Building Management)
 - 汇鼎物业管理 (Huiding Property Management)
 - 怡家园物业管理 (Yiyuan Property Management)
 - 建发新兴业务板块:**
 - 鼎鸿益粮国际 (Dinghong Yiliang International)
 - 利鼎员工持股 (Liding Employee Shareholding)
 - 厦门总悦房开 (Xiamen Zongyuefang Development)
 - 厦门总悦资产 (Xiamen Zongyuefang Assets)
 - 建发国际平台:**
 - 厦门总悦资产 (Xiamen Zongyuefang Assets)

附件 2 截至 2018 年 9 月底公司直接控股子公司情况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	业务性质	持股比例（%）
1	厦门嘉御房地产开发有限公司	20000.00	房地产业	93.25
2	厦门品传置业顾问有限公司	100.00	咨询服务	95
3	厦门峰尚商业地产经营管理有限公司	2000.00	咨询服务	95
4	厦门建发兆信建设运营管理有限公司	2000.00	房地产业	95
5	厦门利源投资有限公司	1000.00	投资管理	100
6	利盈股权投资基金管理（厦门）有限公司	1000.00	投资管理	80
7	福建兆福房地产有限公司	2000.00	房地产业	75
8	福建嘉祥房地产开发有限公司	10744.50	房地产业	95
9	福州长盛房地产开发有限公司	200.00	房地产业	95
10	福建友顺房地产开发有限公司	4297.69	房地产业	95
11	建发房地产集团福州有限公司	2000.00	房地产业	95
12	福州兆兴房地产开发有限公司	6000.00	房地产业	51
13	成都建发置业有限公司	3000.00	房地产业	51
14	建阳嘉盛房地产有限公司	5000.00	房地产业	95
15	永安兆顺房地产有限公司	2000.00	房地产业	95
16	兆益发展有限公司	1.00（港币）	投资管理	100
17	益鸿国际有限公司	50.00（港币）	投资管理	100
18	福建兆润房地产有限公司	20000.00	房地产业	94.4
19	建发房地产集团成都有限公司	10000.00	房地产业	95
20	汇丰置业（石狮）有限公司	500.00	房地产业	95
21	汇嘉（厦门）物业管理有限公司	500.00	房地产业	100
22	厦门建发嘉润城市建设投资有限公司	9500.00	房地产业	96.84
23	龙岩利泓房地产开发有限公司	35000.00	房地产业	70
24	建发房地产集团上海有限公司	6,000.00	房地产业	95
25	怡家园（厦门）物业管理有限公司	5000.00	物业管理	95
26	建发房地产集团长沙有限公司	6000.00	房地产业	95
27	上海兆瑞投资发展有限公司	11800.00	投资管理	99
28	福建兆翔房地产有限公司	27000.00	房地产业	95
29	建阳兆阳房地产有限公司	2000.00	房地产业	95
30	建发房地产集团合肥有限公司	5000.00	房地产业	95
31	建发房地产集团南京有限公司	5000.00	房地产业	95
32	南京嘉珑房地产投资有限公司	1000.00	房地产业	60
33	建发房地产集团（深圳）有限公司	5000.00	房地产业	95
34	建发房地产集团杭州置业有限公司	5000.00	房地产业	95
35	厦门言投投资合伙企业（有限合伙）	2000.00	投资管理	99.5
36	太仓建晋房地产开发有限公司	50000.00	房地产业	100
37	建发房地产集团南宁有限公司	5000.00	房地产业	95
38	厦门碳数投资合伙企业（有限合伙）	1000.00	投资管理	66

注：截至 2018 年 9 月底，公司纳入合并范围子公司及孙公司数量合计 297 家，数量较多且多为项目公司，表中所列为公司直接控股的子公司。

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	42.41	30.82	47.12	70.99
资产总额(亿元)	464.78	582.05	859.98	967.18
所有者权益合计(亿元)	118.27	150.03	212.90	215.96
短期债务(亿元)	17.60	34.95	31.21	52.49
长期债务(亿元)	100.45	159.46	307.66	320.12
全部债务(亿元)	118.05	194.41	338.87	372.61
调整后全部债务(亿元)	127.55	201.91	406.37	443.17
营业收入(亿元)	143.06	204.14	181.18	12.55
利润总额(亿元)	27.35	27.83	33.41	1.40
EBITDA(亿元)	28.38	30.13	43.24	--
经营性净现金流(亿元)	37.97	-15.26	-158.90	-70.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	238.14	534.06	184.33	--
存货周转次数(次)	0.26	0.48	0.33	--
总资产周转次数(次)	0.34	0.39	0.25	--
现金收入比(%)	132.93	89.72	88.32	339.42
营业利润率(%)	25.46	15.32	23.25	20.40
总资本收益率(%)	7.53	6.22	5.24	--
净资产收益率(%)	15.64	13.77	11.81	--
长期债务资本化比率(%)	45.93	51.52	60.26	60.85
调整后长期债务资本化比率(%)	48.18	52.67	63.64	64.03
全部债务资本化比率(%)	49.95	56.44	62.55	64.40
调整后全部债务资本化比率(%)	51.89	57.37	66.70	68.27
资产负债率(%)	74.55	74.22	75.24	77.67
流动比率(%)	171.45	180.36	241.61	209.13
速动比率(%)	28.57	59.54	88.98	49.21
经营现金流动负债比(%)	16.21	-5.80	-53.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.36	3.59	2.72	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	4.49	6.70	9.40	--

注：1、2018 年一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“后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划”、其他非流动负债中的有息部分及计入其他权益工具中的永续中期票据计入调整后的全部债务核算。

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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-营业税金及附加) / 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/短期投资+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
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

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 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

附件 5-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

联合资信评估有限公司关于 建发房地产集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

建发房地产集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

建发房地产集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对建发房地产集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，建发房地产集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注建发房地产集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现建发房地产集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对建发房地产集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如建发房地产集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对建发房地产集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与建发房地产集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。