

信用等级公告

联合〔2019〕1947号

建发房地产集团有限公司：

联合信用评级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和拟公开发行的 2019 年公司债券（第三期）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 AAA，评级展望为“稳定”

建发房地产集团有限公司拟公开发行的 2019 年公司债券（第三期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年八月一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

Http:// www.unitedratings.com.cn

建发房地产集团有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第三期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券发行规模：基础发行规模 5 亿元，可
超额配售不超过 8 亿元（含）

本期债券期限：品种一 7 年（5+2），品种二 6
年（3+3）

担保方：厦门建发集团有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任担
保

还本付息方式：按年付息、到期还本

评级时间：2019 年 8 月 1 日

主要财务数据

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	582.05	859.98	1,128.78	1,179.90
所有者权益（亿元）	150.03	212.90	278.26	280.63
长期债务（亿元）	166.96	345.16	375.41	382.72
全部债务（亿元）	201.91	396.37	411.04	428.45
营业收入（亿元）	204.14	181.18	273.51	11.58
净利润（亿元）	20.66	23.96	42.44	0.51
EBITDA（亿元）	30.13	43.24	70.31	--
经营性净现金流（亿元）	-15.26	-158.90	5.84	-5.34
营业利润率（%）	15.32	23.25	31.14	16.20
净资产收益率（%）	15.40	13.20	17.28	--
资产负债率（%）	74.22	75.24	75.35	76.22
全部债务资本化比率（%）	57.37	65.06	59.63	60.42
流动比率（倍）	1.80	2.42	2.13	2.05
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.11	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	2.72	2.50	--
EBITDA/ 本期发债额度 （倍）	2.32	3.33	5.41	--

担保方

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,509.97	2,102.14	2,531.24
所有者权益（亿元）	460.57	649.65	780.19
营业收入（亿元）	1,471.17	2,202.53	2,826.21
净利润（亿元）	36.20	44.19	81.15
资产负债率（%）	69.50	69.10	69.18

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2、公司 2019 年一季报未经审计，相关指标未予年化；3、建发房地产其他流动负债计入短期债务，其他非流动负债和长期应付款计入长期债务。4、建发集团其他流动负债中的有息部分计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分计入长期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发房产”）的评级反映了公司作为厦门市国有控股的大型房地产开发商，并承担了部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作，在区域内处于领先地位且能获得股东的大力支持；公司目前可售项目较充裕且主要位于二线城市，受益于良好的区位优势，公司近年来签约销售面积和金额持续增长；公司资产质量良好，盈利能力较强。同时，联合评级也关注到，公司在建项目支出压力大，土地一级开发占用资金较多以及公司所有者权益稳定性较弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的持续销售，公司房产销售收入和盈利水平有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，建发集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好。建发集团的担保实力较强，其担保对于本期公司债券信用水平具有积极作用。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司作为厦门市大型房地产开发商，开发资质齐全，行业经验丰富，具备区域性品牌优势。
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，国有控股股东的支持力度较大。
3. 公司可售项目充足，且主要位于发展前景较好的二线城市，较大规模的项目储备为其

未来房地产销售提供了有力保障。

4. 近年来，公司签约销售金额持续增长，2018年结转土地一级开发收入，营业收入和利润大幅增长；投资性房地产以成本法计量，主要位于厦门及上海区域，有一定增值潜力；公司债务结构合理，到期分布比较分散；2018年经营和投资性现金流均由负转正，现金流状况大幅改善。

5. 担保方建发集团作为厦门市国资委直接管理的大型国有独资企业，业务呈多元化发展，收入规模不断扩大，整体运营状况良好，其担保对本期债券的信用水平有积极作用。

关注

1. 房地产行业处于持续调控中，热点二线城市限价限购政策常态化。公司项目位于二线城市较多，未来销售情况可能受调控政策影响。目前公司存货中已有部分项目计提跌价准备；公司部分热点城市拿地价格较高，未来存在一定的销售压力。

2. 近年公司在建面积大幅增加，后续开发资金需求较大，建设方面有一定的资本支出压力。

3. 公司合作开发规模较大，虽然有利于快速提高开发规模，但可能在项目协调、资金等方面出现不一致从而影响开发进度。

4. 公司土地一级开发业务占用资金较多且受政府土地出让政策影响较大，回款情况存在一定不确定性。

分析师

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

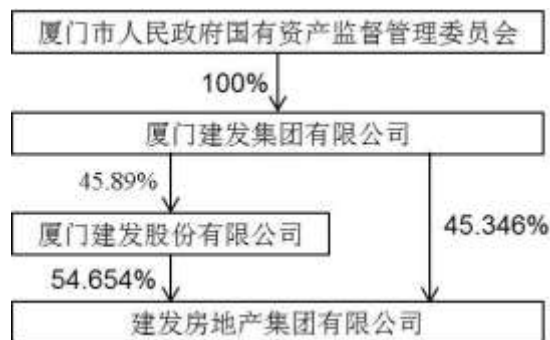

罗多凯 宋莹莹
联合信用评级有限公司

一、主体概况

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发房地产”）成立于1998年7月，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）与下属子公司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，于2006年7月变更为现名。2009年3月，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获得建发集团所持有的建发房地产原44.65%股权。上述股权等价置换及转让后，建发股份持有公司股份比例为54.65%、建发集团持股比例为44.35%、厦门华益工贸有限公司持股比例为1.00%。2009年4月，公司以未分配利润转增注册资本至10.00亿元。2009年5月，厦门华益工贸有限公司将持有公司的1.00%股权转让给建发集团后，建发集团持股比例增至45.35%。2013年1月，由各股东按持股比例出资对公司进一步增资10.00亿元，公司注册资本增至20.00亿元。

截至2019年3月底，公司注册资本20亿元，控股股东为建发股份，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 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：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、原辅材料的进口业务。

截至2018年底，公司设有营运中心、资金中心、市场中心、投资中心、设计中心、工程中心等16个部门（见附件1）。公司合并范围内共308家子（孙）公司，员工2,082人。

截至2018年底，公司合并资产总额1,128.78亿元，负债合计850.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）278.26亿元，其中归属于母公司所有者权益合计162.30亿元。2018年，公司实现营业收入273.51亿元，净利润（含少数股东损益）42.44亿元，其中归属于母公司所有者的净利润34.43亿元；经营活动现金流量净额为5.84亿元，现金及现金等价物净增加额为31.86亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额1,179.90亿元，负债合计899.27亿元，所有者权益（含少数股东权益）280.63亿元，其中归属于母公司所有者权益合计162.59亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入11.58亿元，净利润（含少数股东损益）0.51亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.30亿元；经营活动现金流量净额-5.34亿元，现金及现金等价物净增加额为2.51亿元。

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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“建发房地产集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第三期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券的发行基础发行规模为人民币 5 亿元，可超额配售不超过人民币 8 亿元（含）。本期债券引用品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，发行人和主承销商将根据本期债券发行情况，在总发行规模内由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。本期债券分为两个品种，品种一为 7 年期，在第 5 年末附发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 6 年期，在第 3 年末附发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面金额为 100 元，采用固定利率计息，票面利率采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券发行对象为合格投资者。本期债券的票面利率将根据市场询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，在利率询价区间内确定。

本期债券由建发集团作为担保人提供全额无条件的不可撤销连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还借款。

三、行业分析

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长下继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，2016 年以来房地产投资增速有所回升，2018 年虽保持较高增速，但下滑趋势显现。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指

标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

表 1 2015~2018 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
推出面积	113,235	103,212	111,907	128,440
同比	-18	-9	8	20
成交面积	85,671	85,885	95,036	105,492
同比	-21	-3	8	14
出让金	21,793	29,047	40,623	41,773
同比	-10	31	38	2
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,159
同比	14	40	26	-11
土地平均溢价率	16	43	29	13
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

（2）开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

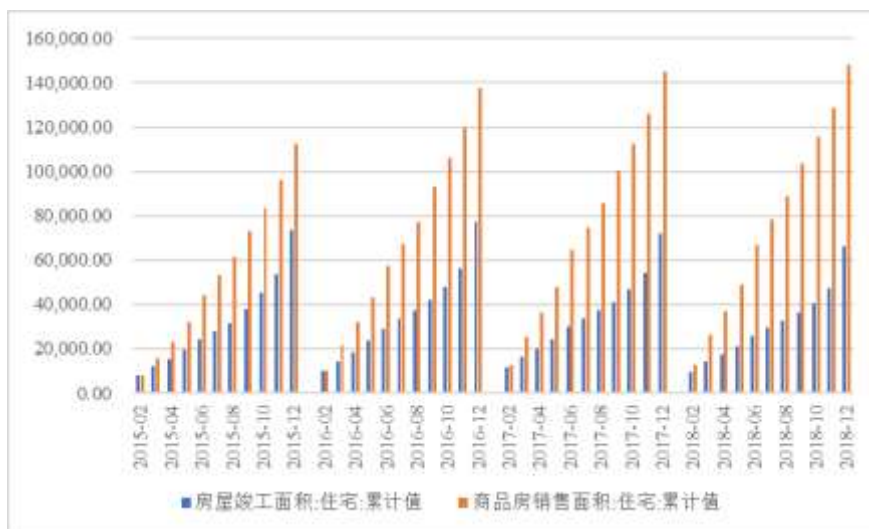
2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

总体看，2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

(3) 市场供需情况

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185 万平方米，同比增长 4.6%。

图 3 2015~2018 年全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 5 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级搜集整理

注：二线城市数据用 Wind40 大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一二线城市数据进行模拟代替。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016 年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018 年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，

一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

图 6 2015~2018 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年，房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89% 和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08% 和 25.74%，集中度继续提升。

表 2 2015~2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入 3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2018 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	绿地控股
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科企业	8	龙湖地产
4	保利地产	9	华夏幸福
5	融创中国	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《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》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居

2017年12月	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。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，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。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“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。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，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。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

中共中央政治局2019年4月19日召开会议，会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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。”房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年的两会和4月份中央政治局会议定调房住不炒、因城施策，继续推进长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。

5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；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”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房

地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

(2) 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

(3) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

(4) 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司主要从事房地产开发、经营及管理业务，具备房地产开发一级资质。经过多年发展，公司业务已逐步从厦门拓展到上海、成都、长沙、福州、漳州、龙岩、泉州、三明、南平等城市。公司在业内树立了“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”、“金融资信 AAA 级企业”、“中国房地产 50 强”、“中国房地产百强之星”、“中国房地产地方品牌价值 TOP10（华南地区）”、“福建省建设厅首批房地产品牌企业”等多项殊荣，公司连续 3 年荣登中国房地产开发企业综合发展 10 强，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 2019 年中国房地产开发企业五百强中排列第 39 位。

截至 2019 年 3 月底，公司共有 76 个在建项目，总计可售面积达 919.93 万平方米。

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，从业经验丰富，可售项目储备充足，综合竞争力较强。

2. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员 10 人，公司高管均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

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；曾任建发集团房产二部副经理、经理，建发集团总经理助理，建发房地产总经理；现任公司董事长、总经理，兼任建发集团总经理。

截至2018年底，公司在职员工2,082人，从文化程度看，研究生及以上学历占14.02%，大学本科占比63.45%，专科及以下学历占22.53%；从年龄区间看，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。从岗位构成来看，生产人员占比74.16%，财务人员占比7.30%，综合管理人员占比18.54%。

总体看，公司核心管理团队整体素质较高，具备多年的行业经验，有利于公司的长远发展；公司员工文化水平、年龄以及岗位构成较合理，能够满足目前经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

作为建发集团的下属公司，公司建立了较为完善的法人治理结构。公司设立了股东会、董事会、监事、总经理等组织架构对公司进行经营与管理。

股东会是公司的最高权力机构，由全体股东组成。股东会主要职责包括：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。

董事会是公司经营决策机构，对股东会负责，执行股东会的决定，制订公司的经营方针、预决算方案等。目前公司设董事长1人，董事6人，共7人。公司董事由股东会选举产生，董事长由全体董事会过半数选举产生。

公司不设监事会，设监事1人，由股东会指定，监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司设总经理1人，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。

总体看，公司法人治理结构较完善，符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，制订了一整套内部管理和控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。

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》，对于企业外部担保行为，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。

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。

总体看，公司内部管理制度较为健全，财务制度规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发业务。公司不断调整经营策略，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。2016~2018 年，公司营业收入波动增长，年均复合增长 15.75%，主要系 2018 年一级开发结转收入 80.79 亿元所致。2016~2018 年，公司净利润分别为 20.66 亿元、23.96 亿元和 42.44 亿元，年均复合增长 43.33%。

表5 2016~2019年3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	199.36	97.66	23.23	169.85	93.74	28.25	167.40	61.21	31.43	6.49	56.09	22.00
其他业务	4.78	2.34	43.06	11.33	6.26	49.16	106.10	38.79	47.69	5.08	43.91	18.73
合计	204.14	100.00	23.70	181.18	100.00	29.57	273.51	100.00	37.74	11.58	100.00	20.56

注：2018年其他业务收入中包含80.79亿元的土地一级开发收入

资料来源：公司提供

从营业收入构成看，房地产开发业务是公司主要收入来源，2018 年因结转一级开发收入规模大，在当年营业收入占比大幅下降；2016~2018 年，公司房地产开发业务分别实现营业收入 199.36 亿元、169.85 亿元和 167.40 亿元，呈持续下降态势，2017 年同比下降主要系结转的福建省内三四线城市项目较多，均价较低所致；2018 年下降主要系受竣工节奏影响结转面积同比减少所致。其他业务主要为商业运营、物业管理、政府项目代建和一级土地开发业务，近三年收入分别为 4.78 亿元、11.33 亿元和 106.10 亿元，2017 年增长主要系商业运营规模扩大所致；2018 年增长主要系一级土地开发结转收入所致。

毛利率变化方面，2016~2018 年，公司综合毛利率持续上升，三年分别为 23.70%、29.57%和

37.74%。分业务来看，2016~2018 年，公司房产销售业务毛利率分别为 23.23%、28.25%和 31.43%，呈持续上升态势，主要系近年结转产品毛利率提升所致。2016~2018 年，公司其他业务毛利率呈持续上升趋势，主要系物业项目收缴率上升及 2018 年结转的一级土地开发毛利率较高所致。

2019 年 1~3 月，公司营业收入为 11.58 亿元，同比减少 7.73%；净利润 0.51 亿元，同比减少 48.54%，主要系毛利率下降所致。

总体看，近三年公司营业收入波动增长，毛利率持续提升。2018 年结转一级土地开发收入对营业收入的增长和毛利率的提升影响较大，但该业务波动性较大。

2. 土地储备

土地信息获得与购买方面，公司建立起了本部和地区子公司两级的项目筛选体制。总部拥有专门团队密切监测全国各主要城市的土地供应信息。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。公司及下属各子公司主要通过招拍挂获取土地储备，并采用自主开发为主，合作开发为辅的经营模式。用于项目开发的资金主要由自有资金、外部融资和预售房款构成。一般情况下，自有资金出资占项目开发总投资的 40%以上。外部融资项目开发的资金主要通过将土地使用权向银行等金融机构抵押取得项目开发贷款等。

公司坚持深耕现有区域为主、滚动发展并适时进入新区域的土地储备策略，通过竞拍、合作、收购等多种拿地方式，多渠道争取优质土地资源。2016~2018 年，公司新增土储建筑面积分别为 247.70 万平方米、324.58 万平方米和 257.71 万平方米；对应的楼面价分别为 11,811.13 元/平方米、11,316.35 元/平方米和 8,403.29 元/平方米。2019 年 1~3 月，公司新取得土地面积为 25.98 万平方米，对应建筑面积 73.11 万平方米，其中珠海地块位于市中心，楼面价近 25,000 元/平方米，价格较高。

土地储备方面，截至 2019 年 3 月底，公司土地储备计容建筑面积 123.41 万平方米。土地储备中二线城市占比 49.62%，三线城市占比 49.61%，国外（澳洲）占比 0.62%。土地储备中位于珠海和南京的部分地块楼面价偏高。公司已付清大部分土地出让款。

表6 截至2019年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	地理位置	土地面积	计容规划建筑面积	取得时间	获取方式	权益比例	土地出让金额	已付金额	楼面价	兴建项目类别
NO.2016G46	南京	2.34	7.47	2017.1	收购	49.00	20.30	20.30	27,167.73	Rb 商住混合用地
麓岭汇项目四期	成都	3.96	7.70	2017.6	收购	100.00	3.28	3.28	4,262.42	住宅
悉尼项目	澳洲	0.77	0.77	2017.8	收购	60.00	0.50	0.50	6,545.74	住宅、商业
武汉 P（2017）168 号地块	武汉	6.83	9.56	2018.1	收购	49.00	9.85	9.85	10,298.98	住宅
永泰世外梧桐三期	福州	3.86	2.12	2018.1	收购	65.00	0.23	0.23	1,062.74	商服用地
永泰世外梧桐四期	福州	4.65	1.69	2018.1	收购	65.00	0.11	0.11	621.30	商服用地
永泰世外梧桐五期	福州	3.34	1.56	2018.1	收购	65.00	0.07	0.07	471.26	商服用地
连地拍卖 [2018]03 号	连江	1.15	2.07	2018.2	招拍挂	46.15	0.35	0.35	1,694.80	住宅用地
2018-06 地块	福州	1.39	12.35	2018.4	招拍挂	47.60	8.61	8.61	6,972.87	公共管理与公共服务用地（文化设施）、商服（商务）用地
连江[2018]02 号	连江	7.00	10.50	2018.5	收购	55.58	2.30	2.30	2,191.04	住宅

武夷新区童子山大桥西北侧地块	建阳	5.17	14.98	2018.9	收购	45.00	5.22	5.22	3,484.93	商服、住宅用地
嘉富酒店公寓	厦门	1.29	6.46	2018.8	收购	100.00	1.59	1.59	2,454.86	公寓式酒店
玉湖地块 (PS 拍 2018-33)	莆田	4.69	12.19	2019.1	招拍挂	100.00	8.58	8.58	7,038.67	住宅及服务设施用地
宁德 2018P02 地块	宁德	4.92	10.82	2019.1	收购	50.00	4.43	4.43	4,094.67	商服、住宅用地
PS-2012-20 地块	仙游	3.26	10.76	2019.3	收购	55.00	3.98	3.98	3,701.91	商住用地
香洲区 2019-05 地块	珠海	1.97	5.91	2019.3	招拍挂	100.00	14.60	5.25	24,700.08	二类居住用地
2019-09 连潘地块	福州	2.33	6.51	2019.3	招拍挂	100.00	7.75	1.04	11,901.69	城镇住宅用地
合计	--	58.90	123.41	--	--	--	91.75	75.68	7,434.36	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司新获土地储备较多，扩张明显，但公司开工力度加大，土地储备略有不足。公司已支付了大部分土地出让金，后续资金支出压力较小。公司土地储备在二线和三线城市分布均衡，位于南京、珠海等热门城市的部分地块楼面价偏高，且当地调控政策未有明显松动，未来利润率可能受到影响；位于三线城市项目未来销售可能存在一定压力。

3. 房地产开发情况

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

2016~2018 年，公司新开工面积持续快速上升，主要系销售较好，相应加大开工力度所致。公司期末在建面积持续快速增长。

表7 近三年公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
当期新开工面积	125.86	353.11	592.25
当期竣工面积	153.22	142.44	143.17
期末在建面积	210.89	421.56	870.64

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司共有76个在建项目，按可售面积计算，其中一线城市占比6.16%，二线城市占比59.77%，三线城市占比34.08%；投资总额1,433.03亿元，公司已累计投资1,085.33亿元，尚需投资347.70亿元。按权益比例计算，公司尚需支出投资224.19亿元，未来建设方面有一定资金支出压力。公司对福州、龙岩、漳州、成都等部分项目计提了跌价准备，项目可能面临一定的去化风险。

表8 截至2019年3月底公司在建房地产项目投资情况（单位：万平方米、亿元、%）

序号	项目名称	地理位置	用途	可售面积	权益比例	总投资金额	已投资金额
1	2017P05 地块	漳州	住宅	11.96	100.00	22.14	17.77
2	2017P09 地块	漳州	住宅	13.88	15.00	15.17	12.30
3	山外山 C1 地块	漳州	住宅用地	11.86	94.00	9.75	1.66
4	2018P08 地块	漳州	二类居住用地 (R2)	11.16	70.00	14.57	10.02
5	集美 2017JP03	厦门	住宅、商业	8.22	49.00	24.46	21.72

6	集美新区 2018JP01 地块	厦门	商服用地和城镇 住宅用地	12.15	51.00	32.37	27.48
7	2018P02 地块	厦门	二类居住用地、 商业用地、幼儿 园、市政道路用 地、防护绿地	19.69	95.00	76.40	61.75
8	梧桐酒店	福州	商业	--	65.00	2.52	1.44
9	永泰世外梧桐一 期	福州	住宅	4.61	65.00	5.96	4.47
10	永泰世外梧桐二 期	福州	商服用地	8.42	65.00	9.95	2.53
11	立洲弹簧厂 2016-23 号	福州	住宅	1.55	100.00	5.44	4.94
12	北纬 25 度	福州	住宅、商业	3.53	51.00	11.22	9.64
13	2017-14 号	福州	住宅、商业	15.90	70.00	41.93	32.42
14	2017-H2 地块(宗 地 2017-15 号)	福州	住宅和商业用地	16.54	51.60	27.94	21.82
15	地铁上盖 (2017-25 号)	福州	住宅、商业、交 通运输及公共管 理与公共服务用 地	42.84	16.50	68.73	54.91
16	连地拍卖 [2018]01 号	连江	住宅用地	16.74	46.15	12.18	4.36
17	连地拍卖 [2018]04 号	连江	商业用地	0.75	46.15	0.80	0.63
18	富山御苑项目	连江	商住用地	9.53	70.00	3.45	1.60
19	江南区 GC2017-122 号 地块	南宁	城镇住宅及零售 商业用地	9.62	51.00	6.29	3.91
20	嘉定项目	上海	住宅	16.79	40.53	58.97	57.11
21	宝山项目	上海	住宅、商业	15.54	37.50	91.86	89.46
22	建发美地二期	长沙	住宅、商业	8.02	100.00	7.62	5.09
23	梅溪湖 B39 地块 一期	长沙	住宅、商业	9.02	100.00	11.48	10.46
24	梅溪湖 B39 地块 二期	长沙	住宅、商业	16.79	100.00	21.29	16.19
25	梅溪湖 B39 地块 三期	长沙	住宅用地	13.35	100.00	16.28	12.33
26	中央首府	长沙	住宅、商业	15.67	100.00	14.17	7.52
27	浅水湾三期	成都	住宅	36.77	70.00	10.81	10.54
28	麓岭汇项目二期	成都	商业	12.69	100.00	7.40	3.38
29	麓岭汇项目三期	成都	商业	13.60	100.00	10.36	4.74
30	P (2018) 066 号	武汉	住宅用地	25.95	51.00	22.00	11.86
31	富力盈泽苑(荣 佳)	龙岩	住宅	13.34	40.00	8.81	6.69
32	龙岩东肖 3 号地 块二期	龙岩	住宅、商业	8.22	30.00	5.91	3.79
33	龙岩东肖 3 号地 块三期	龙岩	住宅商服科教用 地(幼儿园)	6.38	30.00	4.39	2.43
34	双龙路南侧 B 地 块	龙岩	住宅、商服	24.65	100.00	16.77	14.67
35	建瓯悦城二区	南平	住宅、商业	10.66	75.00	4.63	2.30
36	建瓯 SN-D-(04-05)	南平	商品住房、批发 零售、餐饮住宿	16.66	75.00	7.91	3.06
37	JY2018001 号	南平	商服、住宅用地	15.83	70.00	13.57	9.30

38	2017一 拍 J20 号	南平	住宅和商业用地	17.22	70.00	9.89	5.30
39	武夷山山外山	南平	住宅、餐饮旅馆业	9.51	50.00	8.30	1.37
40	珑璟湾 3 期	泉州	商业	10.57	55.00	5.28	2.47
41	珑玥湾二期	泉州	住宅、商业	18.39	65.00	11.05	6.64
42	PS 拍-2018-19 号 荔浦地块	莆田	住宅及服务设施用地	15.27	100.00	13.81	8.47
43	溧水 2017G19 地 块一期	南京	商住混合用地	7.85	40.00	11.05	7.51
44	溧水 2017G19 地 块二期	南京	商住混合用地	7.92	40.00	10.52	6.69
45	江宁区方山 G55 地块	南京	Rb 商住混合用 地	7.43	50.00	21.10	14.50
46	燕郡二期剩余部 分	三明	住宅、商业	8.73	100.00	4.32	2.34
47	燕郡三期	三明	住宅、商业	6.55	100.00	3.57	1.29
48	沙县长兴路东侧 C 地块	三明	住宅、商业	11.09	51.00	7.59	3.43
49	汽车厂 B1 地块 一、二期	三明	住宅、商业	6.93	70.00	3.13	1.93
50	汽车厂 B1 地块 三期	三明	住宅、商业	9.05	70.00	3.74	2.11
51	独墅湾三期	苏州	住宅、商业	15.15	100.00	20.20	17.31
52	苏地 2016-WG-36 号 地块二期	苏州	住宅、商业	10.73	100.00	24.69	21.98
53	苏地 2017-WG-79 号 地块	苏州	商服和城镇住宅 用地	4.71	55.00	7.70	6.38
54	张家港御龙湾 二、三期	张家港	住宅、商业	13.91	70.00	16.84	10.57
55	张家港御龙湾四 期	张家港	住宅、商业	15.34	70.00	15.65	10.24
56	张家港天玺	张家港	住宅、商业	21.59	25.00	21.90	20.56
57	张地 2012-A23-A-2 号 地块	张家港	住宅、配套商业 用地	15.08	100.00	21.27	16.58
58	WG2017-12-1 号	太仓	住宅、商业	9.36	100.00	12.14	8.77
59	WG2017-12-2 号	太仓	住宅、商业	13.06	100.00	17.55	13.53
60	太仓 WG2017-19-1	太仓	住宅	12.14	30.00	19.12	12.91
61	XDG-2016-31 号 地块一期	无锡	居住和商业用地	13.33	100.00	12.98	10.88
62	XDG-2016-31 号 地块二期	无锡	居住和商业用地	17.24	100.00	20.65	14.42
63	XDG-2016-31 号 地块三期	无锡	居住和商业用地	8.77	100.00	11.04	7.37
64	XDG-2016-31 号 地块四期	无锡	居住和商业用地	4.61	100.00	6.05	3.89
65	合肥 S1511	合肥	住宅、商业	9.56	100.00	18.93	17.19
66	合肥 S1510	合肥	住宅、商业	11.77	100.00	24.72	20.10
67	凤起潮鸣	杭州	住宅、商业	9.06	30.00	57.17	47.98
68	留下地块	杭州	住宅	6.14	10.50	24.86	16.32
69	塘北地块	杭州	住宅	10.32	26.00	44.53	36.63

70	庆隆地块	杭州	住宅（设配套公建）用地	4.45	40.18	18.39	14.43
71	三墩北地块	杭州	住宅（设配套公建）	20.23	49.00	73.60	45.19
72	广州建发央玺	广州	二类居住用地（R2）	18.32	64.00	52.71	46.94
73	龙湖山庄	深圳	住宅	2.47	55.00	10.70	8.74
74	名巨南庄	深圳	商业	3.51	51.00	14.29	7.04
75	斗门区 2017-73 地块	珠海	住宅和商业混合用地	8.09	100.00	19.45	14.40
76	白藤湖湖心路东 侧地块(土地编 号: 1003329-3)	珠海	住宅和商业用地	5.62	51.00	7.03	4.63
合计		--	--	919.93	--	1,433.03	1,085.33

资料来源：公司提供

总体看，公司目前在开发项目主要分布在二、三线城市，在建规模较大，存在一定的资本支出压力。公司对部分项目计提了跌价准备，需关注去化风险。

4. 房地产销售情况

公司所开发的房地产项目在达到规定的预售条件并取得《商品房预售许可证》后组织销售。公司采用“自主策划、委托代理”的销售模式，在充分吸取外部专业策划建议的基础上，由公司制定销售推广计划，并通过双销售代理的模式进行具体销售。一般来说从资本金投入到取得商品房预售证需约十个月，到获得消费者回款时间约 1 年到 2 年。待项目竣工结算交房确认收入后，预收款结转为营业收入，存货结转为营业成本。

对于保障房项目，公司作为项目开发单位或业主单位以政府制定销售价格向特定符合条件的销售对象出售中低价位普通商品住房，该笔购房款形成预售房款，待达到结利条件或结利时间点后，再将预售房款和相应的支出结转为收入和成本。在该模式下，公司依照政府名单进行销售，销售压力较普通商品住房小，回款效率较高。公司建设的保障房项目主要为厦门翔安洋唐居住区。

2016~2018 年，随着公司可售货值增加，公司签约销售面积和金额持续增长，签约销售面积年均复合增长 48.56%，签约销售金额年均复合增长 48.05%。签约销售均价 2017 年有所下降，主要系三线城市项目销售占比较高所致。

表9 近三年公司房地产销售情况（单位：亿元、万元/平方米、万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积	116.11	143.92	256.27
签约销售金额	176.44	200.90	386.71
签约销售均价	1.52	1.40	1.51
结转面积	116.98	150.17	132.17
结转收入	199.36	169.85	167.40

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司在售项目已推盘面积1,079.29万平方米，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，货源充足。无锡、杭州、太仓、深圳、合肥等地因项目未全部开盘，故去化率较低。

表 10 截至 2019 年 3 月底公司在售项目销售情况（单位：万平方米、%）

地区	总可售面积	取得预售证面积	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	1,680.68	1,079.29	845.72	78.36	834.96

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司销售面积和金额持续增长，在售项目二、三线城市均有分布。在售项目整体去化情况较好。

5. 其他业务

（1）土地一级开发

公司一级土地开发业务主要由下属全资子公司厦门市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，所得土地收入85%归还公司，形成公司收益。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一级开发项目。

公司对后埔-枋湖旧村改造项目预计总投资额145.47亿元，截至2018年底，公司已投资122.78亿元。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159.70万平方米，截至2018年底，已出让面积66.43万平方米，出让比例41.60%。截至2018年底，公司长期应收款余额26.11亿元。公司对钟宅畲族社区旧村项目预计总投资150亿元，可出让面积46万平方米，目前尚未有投入。

总体看，公司有一定规模的土地一级开发项目，对收入和利润形成贡献，但开发进度的不确定性相对较高且对资金占用较大。

（2）商业运营和物业管理

近三年，随着住宅物业管理规模和商业项目规模的扩大，公司商业运营和物业管理收入持续增长，合计收入分别为 3.86 亿元、7.76 亿元和 10.31 亿元。

表 11 2016~2018 年公司商业运营和物业管理情况（单位：万元）

年度	物业	商业	合计
2016 年	22,082.24	16,489.22	38,571.46
2017 年	29,705.74	47,935.63	77,641.37
2018 年	44,175.05	58,951.29	103,126.34

资料来源：公司提供

商业运营经营模式是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。目前公司商业地产业务主要在福建省内、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，公司商业运营出租率92.87%；全年营业收入5.90亿元，较上年增长23.17%。

物业管理方面，在业主入住后，公司提供物业维护、修整等全面物业管理业务，达成物业的增值。公司与知名物业顾问公司戴德梁行、高力国际开展了顾问合作，形成了一套以业主满意为核心的高端物业服务体系。2018年，公司实现物业管理收入4.42亿元，同比增长48.71%。

（3）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，厦门市财政部门每年按照公司代建的工程量的 0.3%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，公司代建业务收入分别为 0.49 亿元、2.92 亿元和 13.50 亿元。2018 年结转收入增长主要系在手代建规模增加所致。

总体看，其他业务中物业管理和商业运营收入比较稳定，一级土地开发和代建业务收入波动性较大。

6. 经营效率

2016~2018 年，公司流动资产周转次数分别为 0.47 次、0.30 次和 0.32 次，存货周转次数分别为 0.48 次、0.33 次和 0.27 次，总资产周转次数分别为 0.39 次、0.25 次和 0.28 次。从同行业上市公司比较来看，公司流动资产周转率和总资产周转率处于行业上游水平，存货周转率处于下游水平。

表 12 房地产开发类上市公司 2018 经营效率指标（单位：次）

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	0.26	0.28	0.22
保利地产	0.28	0.29	0.25
世茂股份	0.32	0.27	0.21
阳光城	0.26	0.31	0.24
建发房地产	0.32	0.27	0.28

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
 资料来源：Wind

整体看，公司经营效率较高。

7. 经营关注

（1）房地产调控常态化对公司未来销售的影响

2016年10月以来，全国房地产调控政策常态化，一些热点二线城市推出了限价和限购政策，并且呈常态化趋势。公司位于二线城市的部分房地产项目土地成本较高，未来销售可能受到调控影响较大。

（2）未开发土储规模较小

从2018年新开工面积来看，公司在手土储规模偏小，公司未来可能有加大补充土储的需求。此外公司在建项目尚需支出较大，公司未来拿地和建设有一定资金支出压力。

（3）未来资金需求较大

公司有补充土储的需求，此外在建项目规模大，土地一级开发业务尚需大规模投入，公司未来资金支出压力较大。

（4）三四线城市项目去化风险

公司位于三四线城市项目规模可观，三四线城市住宅存量较大，公司项目可能面临一定的去化风险。

8. 未来发展

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，打造更有品质的建筑和生活空间，成为中国优秀的房地产企业。

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。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。

在城市基础设施建设方面，该业务仍将是公司主要的业务经营方向。

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值。

总体看，公司未来发展战略结合自身发展历史和当前行业环境，符合未来房地产行业发展方向。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 年度财务报告均经致同会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2017 年，公司非同一控制下企业合并 9 家，新设子公司 19 家，不再纳入合并范围的子公司 2 家。2018 年，公司合并范围纳入非同一控制下企业合并 10 家，同一控制下企业合并 1 家，新设子公司 40 家，不再纳入合并范围的子公司 3 家。新增的公司主要为项目公司，对财务数据影响较小，故财务数据可比性尚可。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,128.78 亿元，负债合计 850.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）278.26 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 162.30 亿元。2018 年，公司实现营业收入 273.51 亿元，净利润（含少数股东损益）42.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 34.43 亿元；经营活动现金流量净额为 5.84 亿元，现金及现金等价物净增加额为 31.86 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 1,179.90 亿元，负债合计 899.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）280.63 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 162.59 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.58 亿元，净利润（含少数股东损益）0.51 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.30 亿元；经营活动现金流量净额-5.34 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.51 亿元。

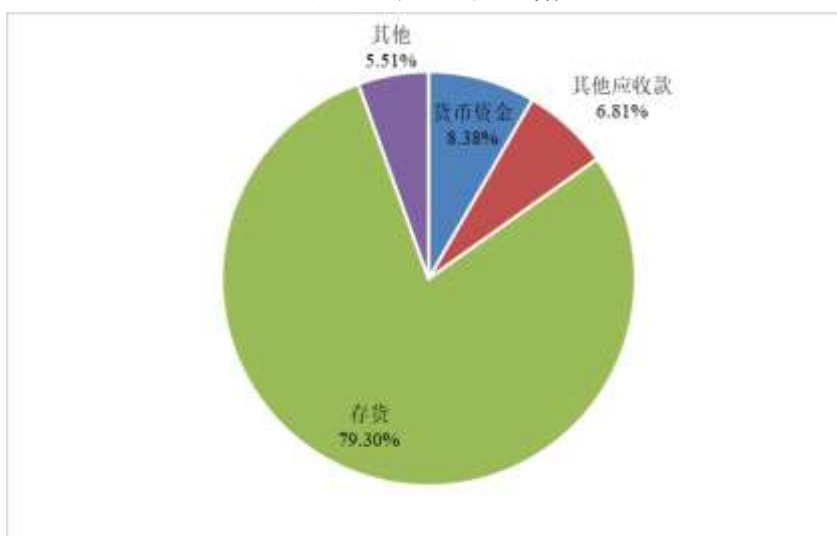
2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产规模增长较快，年均复合增长 39.26%；截至 2018 年底，公司资产总额 1,128.78 亿元，较年初增长 31.26%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产和非流动资产占总资产的比重分别为 88.65%和 11.35%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2016~2018 年，公司流动资产规模逐年增加，年均复合增长 45.22%，主要系公司快速扩大房地产业务规模，存货增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产合计 1,000.72 亿元，较年初增长 39.66%，主要系存货增长所致；公司流动资产以货币资金（占 8.38%）、其他应收款（占 6.81%）、存货（占 79.30%）为主。

图7 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 64.92%。截至 2018 年底，公司货币资金为 83.81 亿元，较年初增长 77.87%，主要系收回理财产品和联合营企业占用资金所致。公司货币资金主要为银行存款（83.67 亿元）。货币资金有 9.42 亿元受限，主要为工程监管户存款（9.29 亿元）。货币资金受限比例 11.24%，受限规模一般。

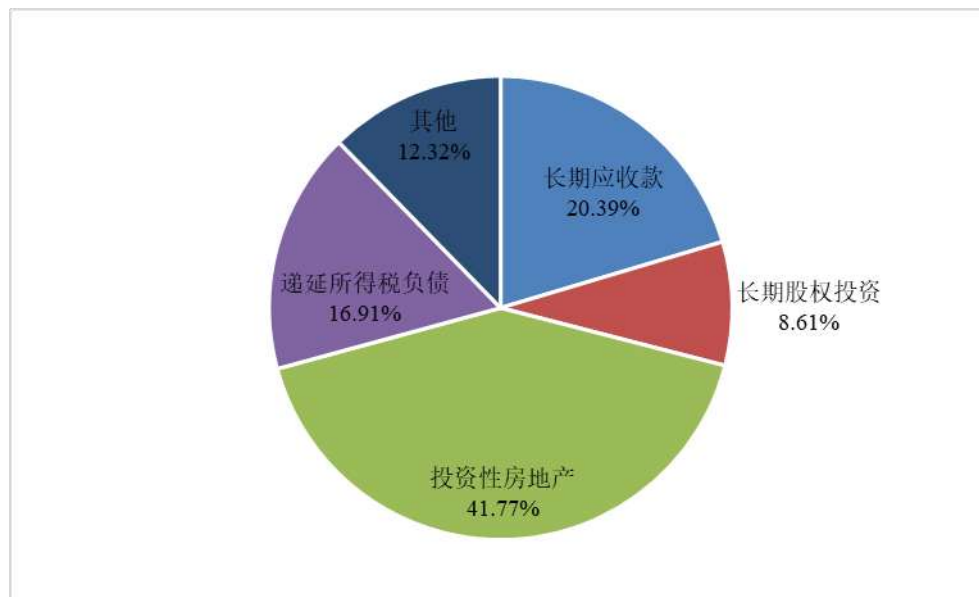
2016~2018 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 19.45%。截至 2017 年底，公司其他应收款为 88.23 亿元，较年初大幅增长 84.64%，主要系 2017 年合作项目增多，对联营合作项目公司投入的前期股东借款增加所致。截至 2018 年底，公司其他应收款为 68.18 亿元，较年初减少 22.72%，主要系收回部分联合营公司占款所致。其他应收款计提坏账准备 2.11 亿元，按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中，1 年以内的占 40.46%，1~2 年占 33.42%，2~3 年占 6.18%，3~4 年占 2.97%，4~5 年占 7.79%，5 年以上占 9.18%，整体看账龄较长。

2016~2018 年，公司存货持续增长，年均复合增长 58.00%。截至 2018 年底，公司存货为 793.57 亿元，较年初大幅增长 75.31%，主要系在建项目持续投入所致。公司存货中开发成本占 93.15%，开发产品占 6.85%。截至 2018 年底，公司存货合计计提跌价准备 2.74 亿元，因市场不及预期，主要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、漳州玺院项目计提 0.33 亿元，其他计提项目分布于南宁、成都、龙岩、永安等地区。目前公司存货中位于三线城市的项目规模较大，存货仍有一定的减值风险。

非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 9.13%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 128.06 亿元，较年初减少 10.73%，主要系长期应收款减少所致；公司非流动资产主要由长期应收款（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%）构成。

图8 截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司长期应收款波动下降，年均复合下降 27.46%。截至 2017 年底，公司长期应收款为 61.32 亿元，较年初增长 23.62%，主要系代建项目后埔-枋湖旧村改造成本支出增长所致。截至 2018 年底，公司长期应收款为 26.11 亿元，较年初减少 57.43%，主要系一级开发后埔-

枋湖旧村改造项目土地出让，收到政府拨付出让金，冲减应收款所致。公司长期应收款全部为该项目所发生的成本支出。

2016~2018 年，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 18.58%。截至 2018 年底，公司投资性房地产为 53.49 亿元，较年初增长 8.78%，主要系企业合并所致。公司投资性房地产按成本法计量，未计提减值准备。投资性房地产主要位于厦门、南平、成都、漳州和上海，有一定增值潜力。

2016~2018 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 29.25%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 11.03 亿元，较年初增长 24.89%，主要系对联营企业厦门益武地置业有限公司追加投资所致。2018 年长期股权投资收益-1.20 亿元，主要系项目不达预期，计提上海众承房地产开发有限公司投资损失 1.43 亿元所致。

2016~2018 年，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长 105.77%。截至 2018 年底，公司递延所得税资产 21.65 亿元，较年初增长 60.39%，主要系预提成本费用和预收售房款形成的可抵扣暂时性差异增长所致。

截至 2018 年底，公司使用权利受限的资产包括货币资金 9.42 亿元、存货 183.82 亿元、长期股权投资 9.88 亿元、固定资产 0.10 亿元和投资性房地产 26.13 亿元，合计 229.35 亿元，占公司 2018 年底总资产的 20.32%，受限比例一般，受限资产主要用于抵质押借款。

截至 2019 年 3 月底，公司总资产 1,179.90 亿元，较年初增长 5.94%，主要系流动资产增长所致。资产中流动资产占 89.13%，非流动资产占 10.87%，较年初变化不大。

总体看，公司资产规模呈逐年增长态势，资产构成以流动资产为主且受限比例一般；公司流动资产中存货规模大且增长较快，反映业务规模扩张较快，但其中位于三线城市规模较大，存在一定的减值风险；非流动资产中投资性房地产占比较大且按成本法计量，有一定升值空间。公司整体资产质量较好。

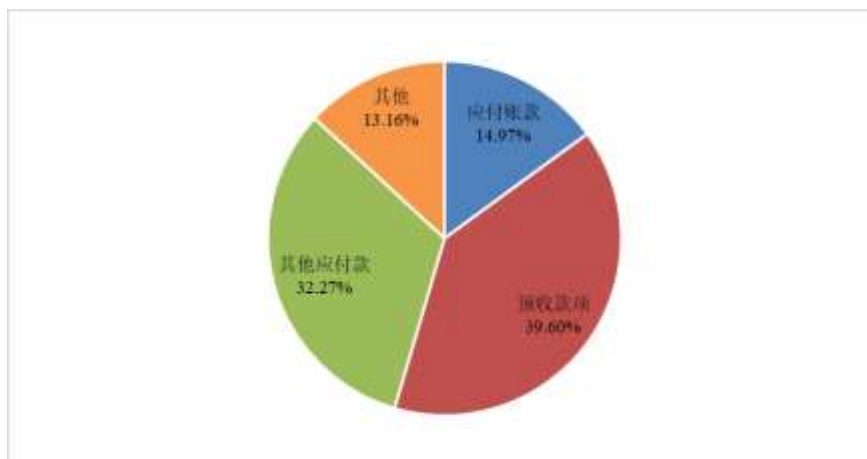
3. 负债及所有者权益

2016~2018 年，公司负债总额呈持续上升态势，年均复合增长 40.31%，流动负债和非流动负债均有较大增长。截至 2018 年底，公司负债规模为 850.51 亿元，较年初增长 31.44%，主要系预收款项增长所致；其中流动负债和非流动负债的占比分别为 55.31%和 44.69%。

流动负债

2016~2018 年，公司流动负债规模持续增长，年均复合增长 33.72%，主要系其他应付款增长所致。截至 2018 年底，公司流动负债合计 470.40 亿元，较年初增长 58.61%，主要系预收款项和其他应付款增长所致。公司流动负债主要由应付账款（占 14.97%）、预收款项（占 39.60%）和其他应付款（占 32.27%）构成。

图9 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018年，公司应付账款波动增长，年均复合增长率为21.24%。截至2017年底，公司应付账款为35.88亿元，较年初减少25.11%，主要系应付开发成本款结算所致。截至2018年底，公司应付账款为70.42亿元，较年初增长96.27%，主要系应付开发成本款增加所致。

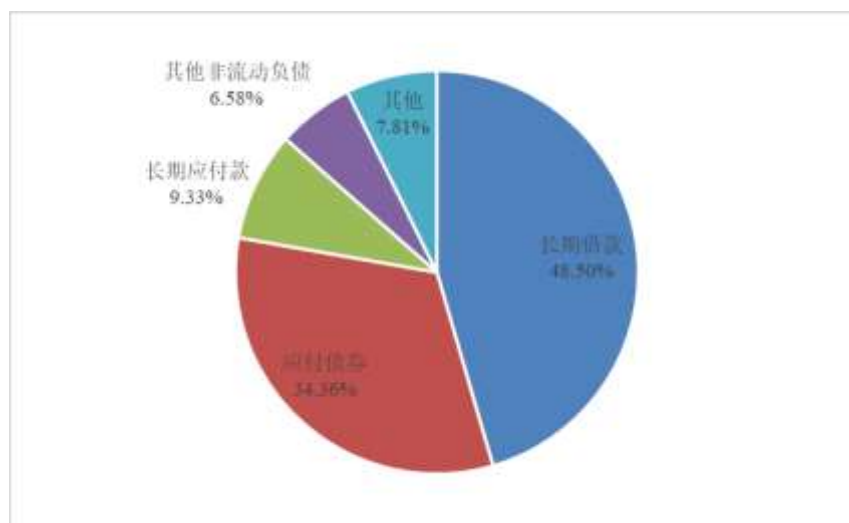
2016~2018年，公司预收款项波动增长，年均复合增长30.23%。截至2018年底，公司预收款项186.30亿元，较年初增长111.23%，主要系销售回款增加所致。

2016~2018年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长66.42%。截至2018年底，其他应付款为151.80亿元，较年初增长50.95%，主要系往来款增长所致。其他应付款中单位往来款占62.08%，预提税金及费用占29.75%。

非流动负债

2016~2018年，公司非流动负债规模呈持续增长态势，年均复合增长50.00%。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%，主要系应付债券和长期应付款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占48.50%）、应付债券（占34.36%）、长期应付款（占9.33%）和其他非流动负债（占6.58%）构成。

图10 截至2018年底公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 32.34%。截至 2017 年底，公司长期借款为 200.61 亿元，较年初增长 90.60%，主要系公司开发项目增加，增加贷款融资用于项目建设所致。截至 2018 年底，公司长期借款 184.34 亿元，较年初减少 8.11%，主要系部分借款转入一年内到期所致。长期借款中 2020 年到期 28.53 亿元，2021 年到期 55.19 亿元，2022 年到期 45.81 亿元，2023 年及以后到期 54.81 亿元，分布较分散。

2016~2018 年，公司应付债券持续增长，年均复合增长 55.23%。截至 2018 年底，应付债券 130.62 亿元，较年初增长 22.01%，主要系当年发行 4 笔定向融资工具和 1 笔中期票据所致。

2016 年，公司无其他非流动负债。截至 2018 年底，其他非流动负债 25.00 亿元，较年初无变化，全部为商业不动产债权投资计划。

2016~2018 年，公司有息债务持续增长，年均复合增长 42.68%。截至 2018 年底，公司全部债务合计 411.04 亿元，较年初增长 3.70%，变化不大。其中，短期债务占 8.67%，长期债务占 91.33%，债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，公司资产负债率近三年分别为 74.22%、75.24%和 75.35%；公司全部债务资本化比率三年分别为 57.37%、65.06%和 59.63%；长期债务资本化比率三年分别为 52.67%、61.85%和 57.43%，2017 年因长期借款和应付债券的大幅增加，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率指标当年上升幅度较大，但总体仍属可控。公司存续永续债 10.00 亿元，计入其他权益工具，若将永续债 10.00 亿元计入长期债务，则截至 2018 年底公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.23%、61.08%和 58.96%。公司债务负担适中。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 899.27 亿元，较年初增长 7.53%；其中流动负债占 56.92%，非流动负债占 43.08%，较年初变化不大。公司全部债务为 428.45 亿元，较年初增长 4.24%，变化不大，其中短期债务占比 10.67%，长期债务占比 89.33%，仍以长期债务为主。从债务指标来看，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 76.22%、60.42%和 57.69%，较年初分别增长 0.87、0.79 和 0.26 个百分点。若将公司 10.00 亿元永续债计为长期债务，则公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.06%、61.83%和 59.20%。从债务期限结构来看，2019~2020 年公司面临一定的债券集中回售或到期兑付压力，但整体偿债压力一般。

表 13 公司有息债务两年内到期情况（单位：亿元）

时间	假设债券不回售		假设债券全部回售	
	到期债务金额	到期债券金额	到期债务金额	到期债券金额
2019 年 4~12 月	43.15	13.00	93.15	63.00
2020 年	94.22	65.80	94.22	65.80

注：表中到期债务包含到期债券

资料来源：公司提供

总体看，近三年，随着公司业务规模的扩大，公司整体负债及债务规模快速增长；公司债务以长期债务为主，有息债务规模较大，但债务负担仍属可控水平。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 36.19%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 278.26 亿元，较年初增长 30.70%，主要系合作项目增加，少数股东权益增长以及未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占所有者权益的 58.32%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 12.32%，未分配利润占 75.28%，其他权益工具占 6.16%，未分配利润占比

大，权益稳定性较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 280.63 亿元，较年初变化不大。所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益增长较快，少数股东权益占比较高，归属于母公司所有者权益主要由未分配利润构成，稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2016~2018 年，营业收入波动增长，分别为 204.14 亿元、181.18 亿元和 273.51 亿元，年均复合增长 15.75%。近三年，公司营业利润分别为 27.38 亿元、33.28 亿元和 57.91 亿元，年均复合增长 45.43%，净利润分别为 20.66 亿元、23.96 亿元和 42.44 亿元，年均复合增长 43.33%。

从期间费用来看，2016~2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 74.40%；2018 年，公司期间费用合计 25.87 亿元，同比增长 38.07%，主要系销售费用增长所致。2016~2018 年，随着公司房产销售规模的快速扩大，销售费用复合增长率 51.76%；同期，公司管理费用变化不大，年均复合减少 0.13%；同期，财务费用大幅增长，年均复合增长 240.94%，2017 年财务费用同比大幅增长 829.28%，主要系当年公司新增有息债务较多所致。从费用结构上看，2018 年销售费用、管理费用和财务费用在三项费用合计中的占比分别为 56.31%、5.10%和 38.60%。

2016~2018 年，公司投资收益分别为 4.32 亿元、10.98 亿元和 3.00 亿元，主要为理财产品和长期股权投资实现的收益。分别占当年营业利润的 15.79%、32.98%和 5.19%，2018 年投资收益对营业利润影响有所下降。

从各项盈利指标来看，2016~2018 年，公司营业利润率分别为 15.32%、23.25%和 31.13%，净资产收益率分别为 15.40%、13.20%和 17.28%，总资产收益率分别为 7.32%、6.64%和 8.07%，总资产报酬率分别为 5.55%、5.74%和 6.83%。从同行业比较情况看，2018 年公司主要盈利指标在上市房地产企业中处于中上游水平。

表 14 2018 年主要房地产上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券简称	营业利润率	净资产收益率	总资产报酬率
世茂股份	33.02	10.58	6.80
万科 A	22.67	23.42	5.33
阳光城	11.39	14.33	2.83
保利地产	18.29	16.52	4.91
建发房地产	21.17	23.64	6.78

注：Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.58 亿元，同比减少 7.75%，实现净利润 0.51 亿元，同比减少 48.54%，主要系毛利率下降所致。

总体看，公司营业收入波动增长，利润持续增长，2018 年投资收益对营业利润影响有所下降，公司盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看，2016~2018 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动增加，分别为 183.16 亿元、160.02 亿元和 354.06 亿元，年均复合增长 39.03%；其中 2017 年同比减少 12.63%，主要系

受一二线城市网签速度较慢影响，公司房地产销售回款较上年同期减少所致；2018 同比增长 121.26%，主要系签约销售金额大幅增加所致。收到其他与经营活动有关的现金近三年分别为 107.48 亿元、102.67 亿元和 114.41 亿元，年均复合增长 3.17%，变化不大，主要为支付押金保证金和往来款。近三年，公司经营活动现金流入分别为 290.64 亿元、262.69 亿元和 468.47 亿元。2016~2018 年，公司购买商品、接受劳务收到的现金持续增长，分别为 192.82 亿元、245.29 亿元和 301.29 亿元，年均复合增长 25.00%，主要系在建面积持续增长，支付工程款和拿地款增加所致。近三年，经营活动现金流出分别为 305.90 亿元、421.59 亿元和 462.63 亿元。2016~2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-15.26 亿元、-158.90 亿元和 5.84 亿元，由负转正。

从投资活动来看，2016~2018 年，公司投资活动现金流入逐年增长，分别为 6.25 亿元、87.01 亿元和 339.67 亿元，年均复合增长 637.49%；投资活动现金流出持续增长，分别为 85.85 亿元、130.33 亿元和 301.21 亿元，年均复合增长 87.31%。2018 年投资活动现金流入和流出均大幅增长，主要系购买结构性存款的投资支出 241.71 亿元，收回的结构性存款投资流入 288.10 亿元所致。2016~2018 年，公司投资活动现金流量净额分别为-79.60 亿元、-43.32 亿元和 38.47 亿元，由负转正。

从筹资活动情况来看，2016~2018 年，公司筹资活动现金流入波动增长，分别为 147.36 亿元、420.34 亿元和 319.23 亿元，主要为发行债券和取得借款，年均复合增长 47.18%；筹资活动现金流出持续增长，分别为 64.42 亿元、205.68 亿元和 332.12 亿元，年均复合增长 127.06%。2016~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 82.94 亿元、214.66 亿元和-12.89 亿元，由正转负。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额-5.34 亿元，投资活动产生的现金流量净额-2.36 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 10.20 亿元。

总体看，随着公司销售回款的增长，经营活动现金流由负转正；投资活动现金流因收回合作项目占用款和收回理财产品而由负转正；筹资活动现金流由大额净流入转为小额净流出，债务增长有所放缓。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018 年，公司流动比率波动上升，分别为 1.80 倍、2.42 倍和 2.13 倍；速动比率波动下降，分别为 0.60 倍、0.89 倍和 0.44 倍。现金短期债务比近三年分别为 1.04 倍、0.92 倍和 2.35 倍。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018 年，公司 EBITDA 分别为 30.13 亿元、43.24 亿元和 70.31 亿元。2018 年公司 EBITDA 中，利润总额占 82.43%、计入财务费用的利息支出占 14.14%、折旧 2.54%、摊销占 0.89%。近三年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.15 倍、0.11 倍和 0.17 倍，EBITDA 利息保护倍数分别为 3.59 倍、2.72 倍和 2.50 倍。整体看，EBITDA 对利息和全部债务的保障程度尚可。总体上看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项。

截至 2019 年 3 月底，除对购房人的按揭担保外，公司对合作项目公司担保 11.76 亿元，占公司所有者权益比重 4.23%，或有负债风险可控。

截至 2018 年底，公司获得银行授信合计 391 亿元，尚未使用的授信额度为 133 亿元，公司间接融资渠道良好。

根据中国人民银行征信中心查询信息（机构信用代码为 G10350203000293806），截至 2019 年 4 月 30 日，公司有 3 笔已结清欠息记录，系银行操作失误造成。未结清中无关注和不良信贷记录。

总体上看，公司偿债能力指标表现较好，同时考虑到公司在经营规模、股东背景以及区域竞争力等方面的优势，其整体偿债能力极强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 3 月底，公司债务总额为 428.45 亿元，本期债券拟发行规模为不超过 10 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发行规模较小。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，假设本期募集资金净额为 10 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 58.32%、60.97% 和 76.42%，较发债前分别增加 0.63 个百分点、0.55 个百分点和 0.20 个百分点，债务负担略有加重，但考虑到本期募集资金全部用于偿还借款，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 468.47 亿元，对本期债券发行额度上限（13 亿元）的保护倍数为 36.04 倍；2018 年公司 EBITDA 为 70.31 亿元，公司 EBITDA 对本期债券发行额度上限（13 亿元）的保护倍数为 5.41 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券的保障程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为业内从事房地产开发的知名企业，在区域竞争力、项目储备、市场品牌、股东实力等方面具有综合竞争优势，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

九、债权保障条款

1. 担保条款

本期债券由公司间接控股股东建发集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。担保人保证的范围包括本期债券本金、利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用。如公司不能按期兑付本期债券本金及存续期间利息，担保人应按约定承担担保责任，将兑付资金划入债券登记机构或债券受托管理人指定的账户。债券持有人可分别或联合要求担保人承担保证责任。债券受托管理人有义务代理债券持有人要求担保人履行保证责任。

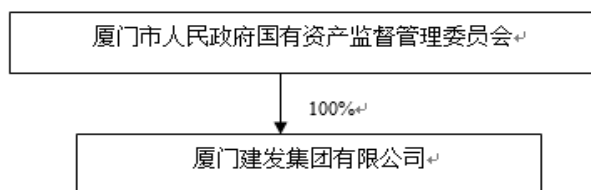
担保期间方面，担保人承担保证责任的期间自该期发行的债券发行首日至该期发行的债券到期日后两年。债券持有人在此期间内未要求担保人就该期发行的债券承担保证责任的，担保人将被免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）建发集团概况

厦门建发集团有限公司原名厦门经济特区建设发展公司，是经厦门市人民政府“厦政[1981]第 12 号”文、福建省厦门经济特区管委会“厦特管字[1981]002 号”文批准，于 1981 年 1 月设立的一家综合性的国有独资有限公司，是由厦门市国资委直接管理的大型国有企业。截至 2018 年底，建发集团注册资本为 62 亿元。

图11 截至2018年底建发集团股权结构图



资料来源：建发集团提供

建发集团的业务包括进出口贸易及供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展等多个领域。

截至2018年底，建发集团设有投资管理部、战略管理部、资产管理部等合计10个部门（见附件3），直接控股建发股份、厦门建发旅游集团股份有限公司、厦门国际会展控股有限公司等19家二级子公司。

截至2018年底，建发集团合并资产总额为2,531.25亿元，负债总额为1,751.06亿元，所有者权益为（含少数股东权益）780.19亿元，归属于母公司所有者权益为427.35亿元。2018年，建发集团实现合并营业收入2,826.21亿元，净利润（含少数股东权益）81.15亿元，归属于母公司所有者净利润为41.76亿元；建发集团经营活动产生的现金流量净额45.35亿元，现金及现金等价物净增加额59.70亿元。

建发集团注册地址：厦门市思明区环岛东路1699号建发国际大厦43楼；法定代表人：吴小敏。

（2）经营情况

建发集团经营业务主要包括供应链运营、房地产开发、旅游饮食服务和会展收入。其中供应链运营业务由建发股份运营，其将贸易、物流两块业务进行整合提升，主要面向中小企业客户，通过供应链运营的深度和广度，立足优势领域，做精纵向，拓展横向，逐步形成上控资源、下控渠道，中间提供物流、金融、信息等增值服务的经营模式，并已形成浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务、汽车及酒类共计十大核心子业务；房地产业务则主要依托建发房产和联发集团有限公司（以下简称“联发集团”）进行运营；旅游饮食服务业板块主要涉及旅游和酒店业务，主要由厦门建发旅游集团有限公司经营；其他业务主要为投资板块收入。

2016~2018年，建发集团不断推进向供应链运营的战略转型，建发集团营业收入规模不断扩大，年均复合增长率为38.60%。从营业收入构成来看，近三年建发集团供应链运营业务收入占比一直占主导地位。2018年，建发集团营业收入2,826.21亿元，较2017年增长28.32%，主要来自于供应链业务收入增长。其中供应链运营业务收入占83.48%，房地产业务收入占14.36%，其他业务占比较小。

表15 2016~2018年建发集团营业收入情况（单位：亿元、%）

板块	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营	1,149.22	78.12	3.79	1,884.67	85.57	3.06	2,359.43	83.48	2.88
房地产业	304.00	20.66	22.73	291.73	13.25	26.32	405.79	14.36	35.37
旅游饮食业	10.34	0.70	83.51	9.86	0.45	82.96	11.40	0.40	82.03
会展业务	4.43	0.30	48.23	4.71	0.21	22.01	5.44	0.19	23.74
城建业务	--	--	--	1.94	0.09	14.09	4.50	0.16	20.99
其他业务	3.17	0.22	73.12	9.62	0.44	60.54	39.65	1.41	41.19
合计	1,471.17	100.00	8.55	2,202.53	100.00	6.80	2,826.21	100.00	8.47

资料来源：建发集团提供

近三年，建发集团综合毛利率波动变化，其中 2017 年建发集团毛利率下降主要系毛利率低的供应链占比上升所致；2018 年综合毛利率重新回升，主要系房地产板块毛利率大幅上升所致。从各板块来看，在错综复杂的国内外经济与贸易环境下，近年来，建发集团供应链运营板块毛利率持续下降；房地产板块毛利率持续上升，主要系结转的二线城市项目价格上涨较快所致。

总体来看，建发集团业务涉及较广，主要业务为供应链运营和房地产，整体收入规模较大且增长较快，综合毛利率受供应链业务影响大。

（3）供应链运营业务

建发集团供应链业务主要由子公司建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）负责。

近年来，建发股份主要供应链业务陆续转移至相关子公司，目前公司供应链板块的经营主体主要包括全资子公司建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）、厦门建发物资有限公司（以下简称“建发物资”）、厦门建发纸业（以下简称“建发纸业”）、厦门建发汽车有限公司（以下简称“建发汽车”）及建发物流等，但出于营销的需要，建发股份本部也经营钢材、矿产品、化工等领域的贸易业务。

表 16 截至 2018 年底建发股份贸易业务主要经营子公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	持股比例	注册资本	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	主营经营业务
上海建发	100.00	2.00	122.18	27.54	859.67	5.32	建发股份设立的异地平台公司之一，主要从事自营和代理各类商品和技术的进出口业务
建发金属	100.00	1.00	20.18	4.44	114.57	0.43	钢铁供应链运营
建发物资	100.00	2.00	11.72	2.39	90.01	0.13	钢材内贸和进出口业务，系建发股份钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	37.41	10.81	278.91	1.72	专业经营纸张，纸浆，板材，木片，废纸和纸制品贸易业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	22.79	8.39	93.7	2.34	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	34.56	7.95	199.23	1.67	进出口物流，包括国际贸易代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等

资料来源：建发股份提供

目前建发股份供应链运营业务主要产品分别为钢材、农产品、浆纸、矿产品、汽车，占贸易业务收入的80%以上。

钢材

钢铁贸易是供应链业务中对收入贡献最大的板块，经营主体主要以建发金属和建发物资为主，经营品种包含钢坯，卷板（热轧、冷轧）、建材、板材、型钢等。

建发股份目前已形成了较为稳定的经营模式和供销链条：上游方面，建发股份主要与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，成为其战略伙伴，与钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量，建发股份借此加强对钢铁资源的控货能力并可在完成供应量后获取一定返利，同时提高对货物物流环节的运输效率。目前，建发金属系首钢集团、河北津西钢铁集团股份有限公司最大战略合作伙伴，建发物资系山东钢铁集团有限公司和本钢集团有限公司等多家大型钢厂的战略合作伙伴。建发股份下游客户中经销商约占 65%，下游终端客户约占 35%，建发股份销售模式主要为与下游客户签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金，建发股份每个月根据下游客户需求收取 15%~20%保证金后向钢厂订货，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量，结算价格为钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司付款提货。

为防范存货跌价风险，建发股份采用保证金追加措施，根据下游客户的履约能力及订货量，在钢材跌价之后追加保证金并保留货物处置权利。目前，建发股份 70% 货物存放在第三方物流，建发股份一般选择国企背景且风险管理能力较好的物流及仓储公司，以保证货物安全及货权控制能力。

由于建发股份订单稳定且规模较大，与上游议价能力较强，可获得较为优惠的采购价格，同时公司通过下游订单整合，可及时与钢厂生产调配进行衔接，进而提高钢厂生产效率，降低钢厂库存占用，整个供应链过程中的周转效率及资源调配得以提升，建发股份进而可赚取比传统贸易模式更多的利润。

矿产品

矿产品贸易主要由子公司厦门建发矿业有限公司和建发股份本部经营。建发股份经营铁矿石业务多年，拥有丰富的市场经验和资源渠道，与巴西、澳洲、乌克兰等国知名矿山保持良好的长期合作关系。

一般来讲，由下游直接与矿山签订长协，建发股份与上游长协签订比例较小，主要根据下游客户需求进行补充采购，上游供应商包括力拓、淡水河谷、乌克兰 METINVEST、俄罗斯 METALLOINVEST 等，建发股份与上游供应商主要以信用证和 T/T 方式结算。

销售方面，以内销为主，主要销售对象为国内的大中型国营和民营钢厂，建发股份与柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢、宁钢、中天钢铁等国内众多大中型钢铁厂均有着稳定密切的合作。建发股份与下游主要以信用证方式进行结算或者在销售前收取部分保证金，销售结算后以电汇方式进行结算。

浆纸

建发股份浆纸供应链主要经营实体为建发纸业。经营模式为：由建发股份向各大造纸厂提供木浆、竹浆、废纸等造纸原料，同时经销造纸厂的纸张产品，并销售给印刷厂与出版企业等终端客户，在此过程中为客户提供原材料采购、物流配送、销售结算等服务。目前建发纸业已成为全国最大的林浆纸供应链运营商。

由于国内木浆生产能力有限，造纸行业所需木浆主要依赖进口，建发股份上游供应商主要为国外浆厂的代理商和国外浆厂，建发股份与国外浆厂合作较为紧密，并通过长期合作良好的供应商按年签订年度协议，保证建发股份有稳定的货源供应，每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向建发股份报价，双方经过磋商达成一致就签订合同，一般一个月定一次采购价，建发股份在协议规定的采购量后有相应的返利收入。对于没有签订长期协议的供应商，根据市场行情变化和下游客户需要，建发股份实时与其联系、下单，实行较为灵活的采购政策。由于纸浆行业上游供应商话语权较大，且采购价格具备一定竞争优势，纸浆贸易自营比例占 60% 左右，可以抵抗一定价格波动风险。

浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华南、山东、江浙沪等地区。纸浆销售模式一般采用现款销售，部分采用年度销售协议锁定客户的采购量，如果客户有信用的需求，会根据该客户的信用情况给予一定的账期。纸张销售方面，建发股份通过信保公司给予客户一定的授信金额和期限，赊销给客户，对初次合作及规模较小的客户，销售和采购一般采取款到发货或货到收款的模式。

农产品

农产品板块运营主体以厦门建发农产品有限公司、厦门建发原材料贸易有限公司（以下简称“建发原材料”）及建发股份本部为主，主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进口及内贸业务，其中占比较大的为饲料原料。

目前，建发股份主要通过进口采购，结算方式主要通过信用证的方式结算，供应商主要有

CARGILL INDUSTRIAL & COMMERCIAL (WUHAN) CO., LTD.; ADM EXPORT 等。在拓宽新品种的同时，建发股份拓宽购销渠道，与嘉吉、来宝、新希望、双胞胎、通威及漓源等国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系，建发股份与下游结算模式主要以短期赊销方式。

风险控制方面，为规避大宗商品的价格变动风险，建发股份在期货市场上对粮油业务中的植物油和橡胶业务进行套期保值，从而锁定风险及收益。

汽车

汽车板块运营主体建发汽车是福建地区最大的品牌汽车经销商。截至 2018 年底，建发股份共有约 40 家汽车 4S 店及展厅，主营宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、进口大众等中高端品牌，车型涵盖了小轿车、跑车及越野车等。汽车上游供应商主要为各品牌的中国国内供应商，建发股份主要采取签订品牌年度总授权，然后根据整体销售进度及下游客户的个别需求来确定采购量，分批审批下单，结算方面，建发股份与上游供应商主要采用电汇结算。对下游客户，建发股份一律采用先收齐全款再开票发货的方式销售，同时通过与银行合作，为客户提供信用卡分期、抵押贷款等车款融资方式，及通过开办厂家金融业务，为客户增设多种购车融资渠道。

建发股份近年来积极发展汽车产品的销售和服务业务，先后获得了保时捷、进口大众、讴歌、三菱、标志、双龙等品牌的地区销售授权。区域拓展方面，除厦门地区外，建发股份相继在西安、泉州等地开设了 4S 店或销售中心。

化工、机电五矿、轻工纺织和物流服务业务收入规模较小，对建发股份供应链运营业务影响不大。

总体看，建发股份依靠相关专业、规模、渠道和资金等优势，构建了上控资源、下控渠道，中间提供物流、信息等增值服务的经营模式，业务规模逐渐扩大。

(4) 房地产业务

建发集团的房地产业务主要由联发集团和建发房地产经营，建发房地产经营情况详见前文。

2016~2018 年，联发集团新购置土地权益建筑面积分别为 210.02 万平方米、226.99 万平方米和 213.61 万平方米。2019 年 1~3 月，联发集团共购入土地 1 块，新增土地储备权益面积 10.13 万平方米。截至 2019 年 3 月底，联发集团土地储备权益建筑面积达到 253.31 万平方米。从 2018 年新开工面积来看，联发集团土地储备面积偏小。土地储备中位于三线城市占 30.32%，二线城市占 69.68%。

2016~2018 年，联发集团新开工面积不断增长，年均复合增长 69.08%；同期受工程进度影响，联发集团竣工面积波动增长，年均复合增长 31.34%；期末在建面积近三年持续增长，年均复合增长 71.11%。2019 年 1~3 月，由于竣工面积较少，在建面积进一步增加。

表 17 近三年联发集团房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
当期新开工面积	196.97	295.03	563.13	79.60
当期竣工面积	120.00	99.88	207.00	9.93
期末在建面积	285.96	481.11	837.24	906.91

资料来源：联发集团提供

截至 2019 年 3 月底，联发集团在建及拟建项目规模较大，项目数量 53 个，其中有 20 个项目进度超过 50%，总权益建筑面积 1,225.18 万平方米，位于三线城市占比较高（占 60.55%）；项目总投资 1,022.43 亿元，累计已投资 601.95 亿元，未来三年预计投资 365.93 亿元。联发集团尚需投资规模较大，有一定资本支出压力。

2016~2018 年，随着可售货值增加，联发集团签约销售面积和金额持续增长，签约销售面积年均复合增长 48.56%，签约销售金额年均复合增长 48.05%。签约销售均价 2017 年有所下降，主要系三线城市项目销售占比较高所致。

表18 近三年联发集团房地产销售情况（单位：亿元、万元/平方米、万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
签约销售面积	132.74	240.66	317.29	50.96
签约销售金额	122.71	258.35	349.27	52.09
签约销售均价	0.92	1.07	1.10	1.02
结转面积	102.24	128.80	167.35	9.93
结转收入	96.30	111.93	157.10	10.81

资料来源：联发集团提供

截至 2019 年 3 月底，联发集团在售项目共 57 个，从资金回笼情况来看，联发集团在售项目整体去化率已达 86.10%，去化情况良好。

总体看，联发集团近年签约销售面积和金额持续增长，为未来结转收入增长奠定了基础。随着新开工面积的快速增加，联发集团土储规模不大，但在建面积较大，未来有一定资金支出压力。在售项目去化良好。

（5）财务分析

建发集团提供的 2016~2017 年度财务报告由北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2018 年报由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。建发集团执行财政部 2006 年及以后期间颁布的企业会计准则及其应用指南、解释以及其他相关规定。

从合并范围上看，2017 年，建发集团新设成立二级子公司 10 家，不再纳入合并范围的子公司 1 家；2018 年，建发集团新纳入非同一控制下企业合并 14 家，处置二级子公司 3 家，新设二级子公司 18 家。建发集团新设立子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

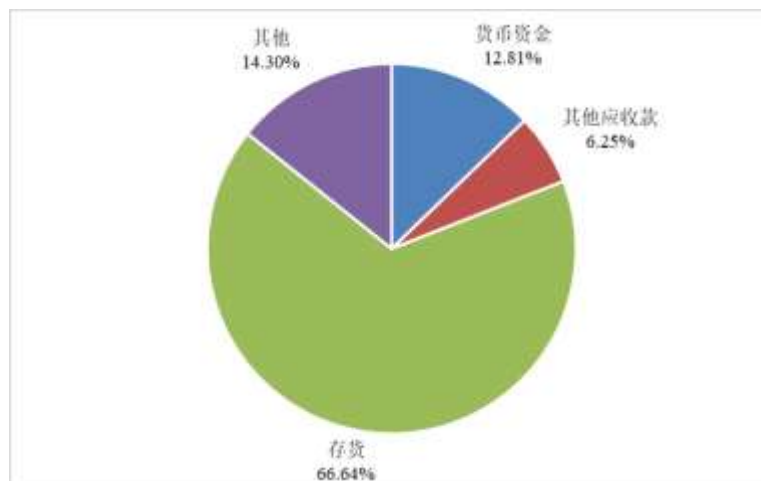
截至 2018 年底，建发集团合并资产总额为 2,531.25 亿元，负债总额为 1,751.06 亿元，所有者权益为（含少数股东权益）780.19 亿元，归属于母公司所有者权益为 427.35 亿元。2018 年，建发集团实现合并营业收入 2,826.21 亿元，净利润（含少数股东权益）81.15 亿元，归属于母公司所有者净利润为 41.76 亿元；建发集团经营活动产生的现金流量净额 45.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 59.70 亿元。

资产质量

近三年，建发集团资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 29.47%，主要系流动资产增加所致。截至 2018 年底，建发集团资产总额达 2,531.25 亿元，较年初增长 20.41%，主要系流动资产增长所致。从资产构成来看，流动资产占资产总额的 80.38%，非流动资产占资产总额的 19.62%。

2016~2018 年，建发集团流动资产年均复合增长 35.61%。截至 2018 年底，流动资产总额 2,034.51 亿元，较年初增长 27.48%，主要系存货增加所致。流动资产构成以货币资金（占比 12.81%）、其他应收款（占比 6.25%）和存货（占比 66.64%）为主。

图12 截至2018年底建发集团流动资产构成



资料来源：建发集团审计报告

2016~2018 年，受建发集团持续扩大业务规模影响，建发集团货币资金年均复合增长 46.95%。截至 2018 年底，建发集团货币资金 260.63 亿元，较年初增加 44.29%，主要系销售回款增加所致。货币资金中受限 47.92 亿元，占货币资金的 18.39%，受限比例一般。

2016~2018 年，建发集团其他应收款波动增长，年均复合增长 19.46%。截至 2018 年底，建发集团其他应收款 127.22 亿元，较年初减少 14.74%，主要系应收联合营公司往来款减少所致。其他应收款计提坏账准备 5.81 亿元，计提比例 4.37%；其他应收款期末余额前五名占 36.29%，集中度尚可。

2016~2018 年，建发集团存货规模呈持续增长态势，年均复合增长 47.14%。截至 2018 年底，建发集团存货账面价值合计 1,355.71 亿元，较年初增长 56.68%，主要系房地产新增项目较多，开发成本增加所致。存货中开发成本占比 85.89%，开发产品占比 6.32%。截至 2018 年底，建发集团共计提存货跌价准备 10.21 亿元，计提比例 0.75%，其中对库存商品计提 4.47 亿元，对开发产品计提 1.09 亿元，对开发成本计提 4.65 亿元。库存大宗商品价格波动较大，面临一定的跌价风险；位于三四线城市的房地产开发成本和开发产品也有一定跌价风险。所有权使用受限的存货账面价值合计 289.17 亿元，占全部存货的 21.33%，受限规模一般。

近三年，建发集团非流动资产波动增长，年均复合增长 10.94%。截至 2018 年底，建发集团非流动资产总额 496.74 亿元，较年初减少 1.86%。非流动资产构成以可供出售金融资产（占比 10.01%）、长期应收款（占比 7.33%）、长期股权投资（占比 26.32%）、投资性房地产（占比 18.43%）、固定资产（占比 18.19%）和递延所得税资产（占比 8.46%）为主。

图13 截至2018年底建发集团非流动资产构成



资料来源：建发集团审计报告

2016~2018 年，建发集团可供出售金融资产增长较快，年均复合增长 23.98%。截至 2018 年底，建发集团可供出售金融资产合计 49.73 亿元，较年初增加 24.61%，主要系可供出售权益工具增加所致，可供出售权益工具合计 46.02 亿元，其中按公允价值计量的合计 5.42 亿元，按成本计量的合计 40.60 亿元。2018 年可供出售金融资产实现投资收益 2.05 亿元。

2016~2018 年，建发集团长期应收款波动下降，年均复合减少 16.79%。建发集团长期应收款主要是土地一级开发向政府的应收款项。截至 2017 年底，长期应收款 66.68 亿元，较年初增长 26.82%，主要系“后埔-枋湖旧村改造”项目持续投入所致。截至 2018 年底，长期应收款 36.41 亿元，较年初减少 45.40%，主要系“后埔-枋湖旧村改造”项目土地出让，政府拨付出让金，长期应收款结转为收入所致。

2016~2018 年，建发集团长期股权投资持续增长，年均复合增长 12.24%。截至 2018 年底，长期股权投资 130.75 亿元，较年初增长 12.06%，主要系对联营企业增加投资所致。2018 年权益法核算的长期股权投资收益为 6.47 亿元。

2016~2018 年，建发集团投资性房地产持续增长，年均复合增长 16.50%。截至 2018 年底，投资性房地产 91.53 亿元，较年初增长 6.93%，主要系自持项目配套物业增加所致。投资性房地产按成本法计量，存在一定升值空间。

2016~2018 年，建发集团固定资产规模波动增长，年均复合增长 14.79%。截至 2017 年底，固定资产账面价值 91.57 亿元，较年初增长 33.54%，主要系房屋及建筑物增加所致。截至 2018 年底，固定资产账面价值 90.34 亿元，较年初减少 1.34%，变化不大。固定资产账面原值 122.48 亿元，主要由房屋及建筑物（占 86.14%）构成。固定资产累计计提折旧 32.12 亿元，成新率较高，为 73.78%。

2016~2018 年，建发集团递延所得税资产持续增长，年均复合增长 66.46%。截至 2018 年底，递延所得税资产 42.02 亿元，较年初增长 48.83%，主要系预收款项造成的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2018 年底，建发集团受限资产合计 382.79 亿元，占总资产的 15.12%，占比不大。

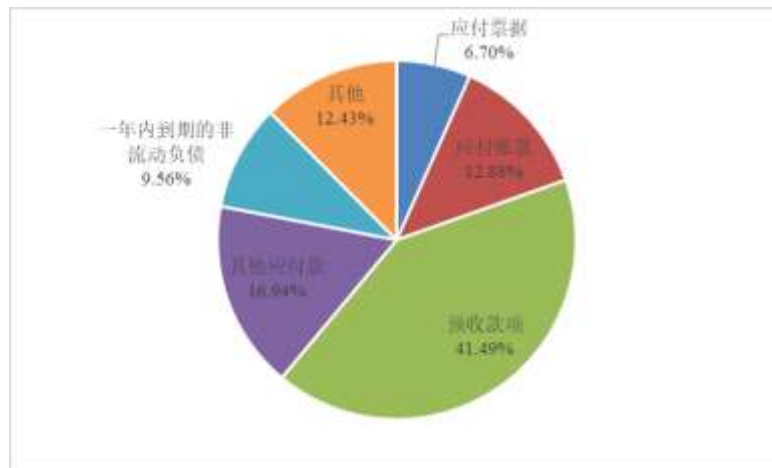
总体看，近年来建发集团资产规模增长较快，资产构成以流动资产为主，货币资金充裕；非流动资产中投资性房地产按成本计量，有一定增值空间，固定资产成新率较高。建发集团资产质量较好。

负债

2016~2018 年，建发集团负债规模持续增长，年均复合增长 29.18%。截至 2018 年底，建发集团负债总计 1,751.06 亿元，较年初增长 20.56%，主要系流动负债增长所致。从负债构成看，流动负债占 67.80%，非流动负债占 32.20%，构成较年初变化不大。

2016~2018 年，建发集团流动负债持续增长，年均复合增长 31.71%。截至 2018 年底，建发集团流动负债 1,187.30 亿元，较年初增长 34.94%，主要系预收款项增长所致。流动负债构成以应付票据（占 6.70%）、应付账款（占 12.88%）、预收款项（占 41.49%）、其他应付款（占 16.94%）和一年内到期的非流动负债（占 9.56%）为主。

图14 截至2018年底建发集团流动负债构成



资料来源：建发集团审计报告

2016~2018 年，建发集团应付票据波动增长，年均复合增长 7.25%。截至 2017 年底，应付票据 64.54 亿元，较年初下降 6.66%，主要系银行承兑汇票减少所致。截至 2018 年底，应付票据 79.53 亿元，较年初增长 23.23%，主要系银行承兑汇票增加所致。

2016~2018 年，建发集团应付账款持续增长，年均复合增长 20.58%。截至 2018 年底，应付账款 152.87 亿元，较年初增长 34.05%，主要系应付货款增加所致。应付账款主要由货款（占 51.04%）和工程款（占 47.41%）构成。

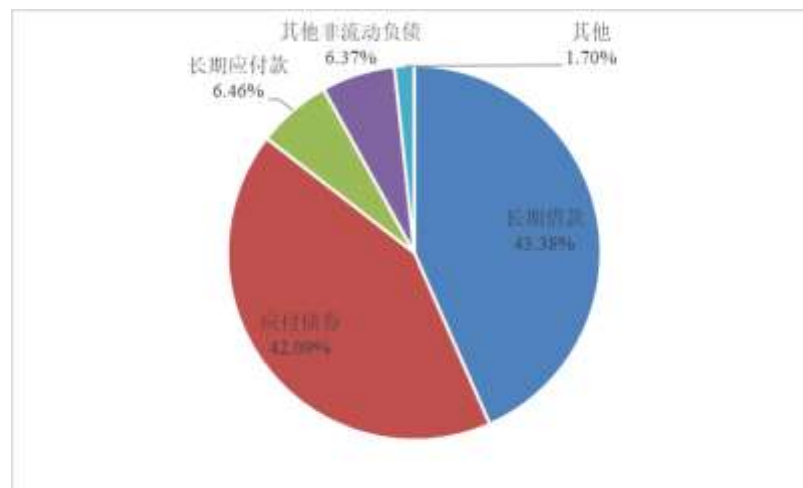
2016~2018 年，建发集团预收款项持续增长，年均复合增长 33.93%。截至 2018 年底，预收款项 492.66 亿元，较年初增长 46.36%，主要系预收购房款增加所致。

2016~2018 年，建发集团其他应付款持续增长，年均复合增长 65.36%。截至 2018 年底，其他应付款 201.14 亿元，较年初增长 50.48%，主要系房地产业务应收合作方资金往来款增加所致。

2016~2018 年，建发集团一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 37.77%。截至 2018 年底，一年内到期的非流动负债为 113.50 亿元，较年初增长 79.83%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

2016~2018 年，建发集团非流动负债波动增长，年均复合增长 24.28%。截至 2017 年底，非流动负债 572.62 亿元，较年初增长 56.89%，主要系长期借款和应付债券增长所致。截至 2018 年底，建发集团非流动负债 563.76 亿元，较年初减少 1.55%，变化不大。非流动负债构成以长期借款（占 43.38%）、应付债券（占 42.09%）、长期应付款（占 6.46%）和其他非流动负债（占 6.37%）为主。

图15 截至2018年底建发集团流动负债构成



资料来源：建发集团审计报告

2016~2018 年，建发集团长期借款波动增长，年均复合增长 14.67%。截至 2018 年底，长期借款为 244.57 亿元，较年初减少 10.91%，主要系部分转入一年内到期所致。

2016~2018 年，建发集团应付债券波动增长，年均复合增长 20.01%。截至 2018 年底，建发集团应付债券 237.31 亿元，较年初减少 4.93%。

2016~2018 年，建发集团长期应付款持续增长，年均复合增长 118.48%。截至 2018 年底，建发集团长期应付款 36.41 亿元，较年初增长 186.73%，主要系房地产板块发行购房尾款资产支持专项计划支持证券所致。

从有息债务结构上看，建发集团全部债务规模持续增长，年均复合增长 28.81%。截至 2018 年底，建发集团全部债务为 858.27 亿元，其中短期债务占 31.36%、长期债务占 68.64%，债务结构以长期债务为主。从债务指标方面，2016~2018 年，随着所有者权益的增长，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降，资产负债率三年分别为 69.50%、69.10%和 69.18%；全部债务资本化比率三年分别为 52.90%、56.38%和 52.38%；长期债务资本化比率三年分别为 43.24%、47.84%和 43.02%。整体看，建发集团债务负担一般。

建发集团永续债券、永续期债权借款无固定还款期限，计入“所有者权益-其他权益工具”中。若将永续债券和永续期债权借款调整为长期债务，则截至 2018 年底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.58%、65.37%和 58.56%，债务负担明显加重，但仍属于可控水平。

截至 2019 年 5 月 20 日，根据 Wind 查询，建发集团存续公司债券和中期票据余额 205 亿元，到期时间比较分散。

表19 建发集团公司债和中期票据到期情况（单位：亿元）

年份	假设不回售	假设全部回售
2020 年	80	80
2021 年	30	60
2022 年	30	30
2023 年	30	0
2024 年	35	35

资料来源：Wind

总体看，随着建发集团业务不断扩大，债务规模持续增长；建发集团债务结构以长期债务为主，债务负担略重但仍在可控范围。

所有者权益

2016~2018 年，建发集团所有者权益持续增长，年均复合增长 30.15%。截至 2018 年底，建发集团所有者权益合计 780.19 亿元，较年初增加 20.09%，主要系少数股东权益和未分配利润增加所致。截至 2018 年底，建发集团归属于母公司的所有者权益合计 427.35 亿元，占所有者权益的 54.77%，其中，实收资本占 14.51%、其他权益工具占 49.79%、资本公积占 3.91%、盈余公积占 3.85%、未分配利润占 27.22%。其他权益工具占比较高，建发集团所有者权益稳定性一般。

总体看，近年建发集团所有者权益持续增长，但少数股东权益和其他权益工具占比较高，所有者权益稳定性一般。

盈利能力

近年来，随着供应链业务规模的扩大和房地产业务销售收入的持续增长，建发集团营业收入呈持续增长态势。2016~2018 年，建发集团营业收入年均复合增长 38.60%，三年分别为 1,471.17 亿元、2,202.53 亿元和 2,826.21 亿元；营业成本持续增加，年均复合增长 38.66%，与营业收入变化趋势一致。近三年，建发集团净利润分别为 36.20 亿元、44.19 亿元和 81.15 亿元，年均复合增长 49.72%；同期归属于母公司所有者的净利润分别为 18.57 亿元、20.62 亿元和 41.76 亿元，呈持续增长态势。

从期间费用来看，近三年建发集团费用总额分别为 62.17 亿元、85.15 亿元和 104.73 亿元，年均复合增长 29.80%。从费用构成来看，2018 年，销售费用、管理费用、财务费用和研发费用占比分别为 62.83%、13.72%、23.36%和 0.09%，销售费用占比较大。2016~2018 年建发集团费用收入比分别为 4.23%、3.87%和 3.71%，费用控制能力处于较强水平。

投资收益方面，近三年，建发集团投资收益占当期营业利润比率分别为 30.99%、45.74%和 19.39%，营业利润对投资收益依赖程度较大。

从盈利指标来看，2016~2018 年，建发集团营业利润率波动上升，三年分别为 6.78%、5.88%和 7.24%，营业利润率水平一般；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均波动下降，总资本收益率近三年分别为 9.56%、5.15%和 6.78%，总资产报酬率分别为 8.04%、4.53%和 5.86%，净资产收益率分别为 15.72%、7.96%和 11.35%，盈利指标一般。

总体看，建发集团收入规模不断扩大，期间费用控制能力较强，但盈利能力一般，投资收益对利润水平影响较大。

现金流

从经营活动看，随着供应链业务和房地产业务的增长，2016~2018 年，建发集团经营活动现金流入不断增加，年均复合增长 37.23%；同期建发集团经营活动现金流出年均复合增长 34.54%；近三年建发集团经营活动产生的现金流量净额分别为 -45.04 亿元、-191.24 亿元和 45.35 亿元，由负转正。从收入实现质量指标上看，2016~2018 年，建发集团现金收入比分别为 112.96%、109.48%和 110.16%，收入实现质量较好。

从投资活动看，2016~2018 年，建发集团投资活动现金流入波动下降，分别为 638.15 亿元、380.07 亿元和 489.78 亿元。同期，投资活动现金流出持续下降，分别为 729.81 亿元、488.38 亿元和 442.43 亿元，年均复合减少 22.14%。2016~2018 年，投资活动产生的现金流量净额分别为 -91.65 亿元、-108.31 亿元和 47.35 亿元，由负转正。

从筹资活动看，随着业务规模扩大，建发集团筹资需求快速上升。2016~2018 年，筹资活动现

金流入波动增长，分别为783.34亿元、1,208.44亿元和940.11亿元。同期，筹资活动现金流出持续增长，分别为647.38亿元、864.67亿元和974.49亿元。2016~2018年，建发集团筹资活动净现金流分别为135.97亿元、343.77亿元和-34.38亿元。

总体看，近年建发集团经营活动和投资活动现金流由负转正，筹资活动现金流由正转负，债务扩张速度有所控制。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018年，建发集团流动比率呈波动上升态势，三年分别为1.62倍、1.81倍和1.71倍，速动比率波动下降，三年分别为0.70倍、0.83倍和0.57倍。2016~2018年，建发集团现金短期债务比分别为0.80倍、0.87倍和1.00倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较好。整体看，建发集团短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016~2018年，建发集团EBITDA分别为69.84亿、93.21亿元和148.07亿元，2018年EBITDA中，折旧占5.06%、摊销占3.25%、计入财务费用的利息支出占16.83%和利润总额占74.85%。近三年，建发集团EBITDA利息倍数分别为2.71倍、2.71倍和2.86倍，EBITDA对利息的覆盖能力尚可；EBITDA全部债务比分别为0.14倍、0.11倍和0.17倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般。

截至2018年底，建发集团对外担保330.83亿元，其中为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保294.11亿元，其余主要为对联营房地产项目公司的担保。建发集团对外担保占净资产的42.40%。

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2019年5月6日，建发集团无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中不良/关注类贷款11笔，欠息5笔，均为银行系统问题导致。

截至2018年底，建发集团在多家银行获得授信总额为1,496.63亿元，尚未使用额度为956.43亿元，间接融资渠道畅通。

总体看，建发集团短期偿债能力和长期偿债能力指标一般，但考虑到建发集团作为地方大型国有企业，股东实力雄厚，经营规模和资产规模大，偿债能力极强。

（6）债权保护效果

以2018年财务数据测算，建发集团EBITDA对本期债券发行规模上限（13亿元）的覆盖倍数为11.39倍，覆盖程度较高；经营活动现金流入量对本期债券发行规模上限（13亿元）的覆盖倍数为250.76倍，覆盖程度很高。建发集团作为一家以供应链运营和房地产为双主业的大型国有企业，在经营规模、业务多元化、营销网络等方面具有的显著优势，可持续发展能力强，其所提供的担保对本期债券信用状况具有显著的积极的影响。

总体看，建发集团作为厦门市规模较大的综合性企业，区位优势明显，业务发展稳定，区域经济的快速发展为其业务扩张提供了有力保障。本期债券发行规模占其资产比重较低，其担保对于本期公司债券的到期还本付息具有明显的积极作用。

十、综合评价

公司作为厦门市国有控股的大型房地产开发商，并承担部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作，在区域内处于领先地位且能获得股东的大力支持；公司目前可售项目较充裕且主要位于二线城市，受益于良好的区位优势，公司近年来签约销售面积和金额持续增长；公司资产质

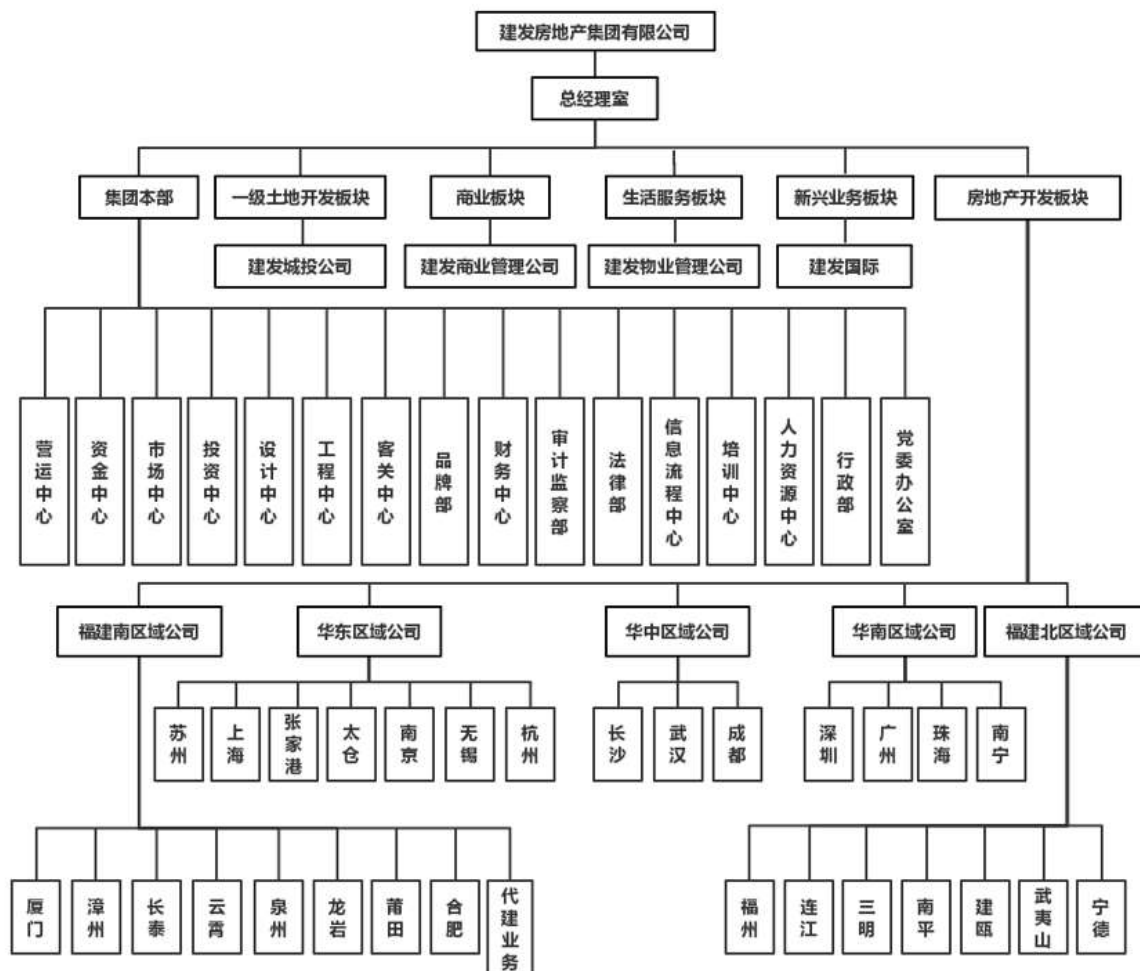
量良好，盈利能力较强。同时，联合评级也关注到，公司在建项目支出压力大，土地一级开发占用资金较多以及公司所有者权益稳定性较弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的持续销售，公司房产销售收入和盈利水平有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由建发集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，建发集团资产和权益规模较大，整体运营状况良好。建发集团的担保实力较强，其担保对于本期公司债券信用级别的提升具有积极作用。

基于对公司主体长期信用状况及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 建发房地产集团有限公司 组织结构图



附件 2 建发房地产集团有限公司

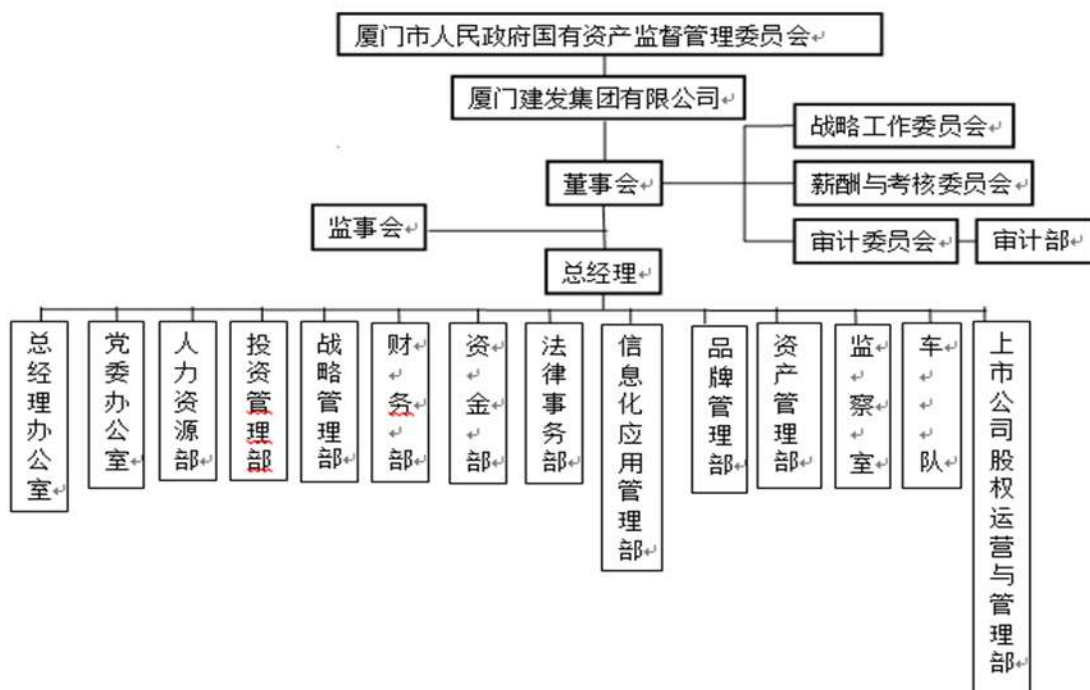
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	582.05	859.98	1,128.78	1,179.90
所有者权益（亿元）	150.03	212.90	278.26	280.63
短期债务（亿元）	34.95	51.21	35.64	45.73
长期债务（亿元）	166.96	345.16	375.41	382.72
全部债务（亿元）	201.91	396.37	411.04	428.45
营业收入（亿元）	204.14	181.18	273.51	11.58
净利润（亿元）	20.66	23.96	42.44	0.51
EBITDA（亿元）	30.13	43.24	70.31	--
经营性净现金流（亿元）	-15.26	-158.90	5.84	-5.34
流动资产周转次数（次）	0.47	0.30	0.32	--
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	0.28	0.01
总资本收益率（%）	7.32	6.64	8.07	--
总资产报酬率（%）	5.55	5.74	6.83	--
净资产收益率（%）	15.40	13.20	17.28	--
营业利润率（%）	15.32	23.25	31.14	16.20
费用收入比（%）	4.17	10.34	9.46	20.50
资产负债率（%）	74.22	75.24	75.35	76.22
全部债务资本化比率（%）	57.37	65.06	59.63	60.42
长期债务资本化比率（%）	52.67	61.85	57.43	57.69
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	2.72	2.50	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.11	0.17	--
流动比率（倍）	1.80	2.42	2.13	2.05
速动比率（倍）	0.60	0.89	0.44	0.45
现金短期债务比（倍）	1.04	0.92	2.35	1.85
经营现金流动负债比率（%）	-5.80	-53.58	1.24	-1.04
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.32	3.33	5.41	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司 2019 年一季报未经审计，相关指标未予年化；3、建发房地产其他流动负债计入短期债务，其他非流动负债和长期应付款计入长期债务。

附件 3 厦门建发集团有限公司

组织结构图



附件 4 厦门建发集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	1,509.97	2,102.14	2,531.24
所有者权益 (亿元)	460.57	649.65	780.19
短期债务 (亿元)	166.47	244.12	269.16
长期债务 (亿元)	350.84	595.72	589.10
全部债务 (亿元)	517.31	839.85	858.27
营业收入 (亿元)	1,471.17	2,202.53	2,826.21
净利润 (亿元)	36.20	44.19	81.15
EBITDA (亿元)	69.84	93.21	148.07
经营性净现金流 (亿元)	-45.04	-191.24	45.35
应收账款周转次数 (次)	44.66	61.79	52.04
存货周转次数 (次)	2.20	2.74	2.31
总资产周转次数 (次)	1.08	1.22	1.22
现金收入比率 (%)	112.96	109.48	110.16
总资本收益率 (%)	5.44	5.15	6.78
总资产报酬率 (%)	4.47	4.53	5.86
净资产收益率 (%)	8.48	7.96	11.35
营业利润率 (%)	6.78	5.88	7.24
费用收入比 (%)	4.23	3.87	3.71
资产负债率 (%)	69.50	69.10	69.18
全部债务资本化比率 (%)	52.90	56.38	52.38
长期债务资本化比率 (%)	43.24	47.84	43.02
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.71	2.71	2.86
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.11	0.17
流动比率 (倍)	1.62	1.81	1.71
速动比率 (倍)	0.70	0.83	0.57
现金短期债务比 (倍)	0.80	0.87	1.00
经营现金流动负债比率 (%)	-6.58	-21.74	3.82

注：建发集团其他流动负债中的有息部分计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分计入长期债务。

附件5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/ [(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/ [(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/ [(期初所有者权益+期末所有者权益) /2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入--主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计--存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 建发房地产集团有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年建发房地产集团有限公司年报出具后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

建发房地产集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。建发房地产集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注建发房地产集团有限公司的相关状况，如发现建发房地产集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如建发房地产集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至建发房地产集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送建发房地产集团有限公司、监管部门等。

