

信用等级公告

联合〔2020〕1469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其拟发行的 2020 年度第二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 AAA，建发房地产集团有限公司 2020 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月八日



建发房地产集团有限公司

2020 年度第二期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA
本期中期票据信用等级：AAA
评级展望：稳定
债项概况：
本期中期票据发行规模：5 亿元
本期中期票据期限：5 年
偿还方式：按年付息，到期一次还本
募集资金用途：偿还债务融资工具

评级时间：2020 年 6 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	1
			资本结构	1
			偿债能力	1
调整因素和理由				调整子级
股东背景及股东支持				+1

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

评级观点

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发地产”）作为厦门市国有控股的大型房地产开发商，承担了部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作，其在区域内处于领先地位且能获得股东的大力支持；随着公司战略不断调整，目前可售项目主要位于二线城市，公司近年来签约销售面积和金额持续增长；公司投资性房地产区位优势明显，资产质量较好，债务结构合理。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业仍处于调控周期，公司项目利润空间可能收窄，土地一级开发业务占用资金较多，存货占比高，未来资本支出规模较大以及少数股东权益占比较高不利因素对公司经营发展带来的负面影响。

公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据拟发行额度的保障能力很强。

未来随着公司储备项目的陆续销售，以及土地一级开发、代建等项目的持续推进，公司有望保持良好的经营状况。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状况和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极低，安全性极高。

优势

1. 公司区域品牌优势明显。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，产品品质良好，区域性品牌优势较强。
2. 控股股东支持力度较大。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，上述业务对公司收入及利润形成有效补充。国有控股股东的支持力度较大。
3. 公司销售情况较好。近年来，公司签约销售面积及签约销售金额持续增长。
4. 公司投资性房地产区位优势明显，资产质量较好，债务结构合理。公司投资性房地产以成本法计量，主要

分析师：刘艳婷 王爽 程真

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

位于厦门及上海区域，有一定增值潜力；公司资产受限比例一般，整体资产质量较好；公司全部债务主要以长期债务为主，债务结构合理。

5. **公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据拟发行额度的保障能力很强。**2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数分别为 207.62 倍、25.13 倍和 15.17 倍。

关注

1. **房地产行业政策波动及项目利润空间可能收窄。**目前房地产行业仍处调控周期，公司房地产业务的发展面临一定的政策调控压力。公司于部分热点城市拿地价格较高，未来项目销售利润空间可能收窄。
2. **债务规模持续增长，存在一定资本支出压力。**近年来公司债务规模持续增长，且在建及拟建项目未来投资规模较大，存在一定的资本支出压力。
3. **公司存货规模大，权益稳定性较弱。**公司存货规模大，且计提了部分减值，存货的变现效率受房地产市场波动影响明显；近年来随着公司并表合作开发项目增长较多，少数股东权益持续增长，截至 2020 年 3 月底，公司少数股东权益占比 42.48%。
4. **土地一级开发业务投资规模大，资金占用较多。**公司现有土地一级开发业务未来仍存在较大规模的投资需求，该业务收入受政府土地出让政策影响较大，回款波动性大。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	47.12	83.81	182.16	191.56
资产总额(亿元)	861.33	1128.78	1680.33	1765.83
所有者权益合计(亿元)	212.99	278.26	369.72	371.23
短期债务(亿元)	51.21	35.64	123.50	128.78
长期债务(亿元)	345.16	375.41	406.09	459.52
全部债务(亿元)	396.37	411.05	529.59	588.30
营业收入(亿元)	181.18	273.51	320.73	64.28
利润总额(亿元)	33.41	57.95	66.48	27.37
EBITDA(亿元)	43.28	70.31	75.84	--
经营性净现金流(亿元)	-158.90	5.84	125.64	-17.24
营业利润率(%)	23.25	31.14	29.45	49.62
净资产收益率(%)	11.25	15.25	12.99	--
资产负债率(%)	75.27	75.35	78.00	78.98
全部债务资本化比率(%)	65.05	59.63	58.89	61.31
流动比率(%)	240.59	212.74	170.03	173.95
经营现金流动负债比(%)	-53.36	1.24	13.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.16	5.85	6.98	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.71	2.50	2.55	--

公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	406.64	401.99	518.12	580.18
所有者权益（亿元）	80.68	97.13	103.50	104.15
全部债务(亿元)	168.45	161.72	214.48	221.28
营业收入(亿元)	1.71	11.93	16.72	0.78
利润总额(亿元)	13.74	16.21	17.46	0.87
资产负债率（%）	80.16	75.84	80.02	82.05
全部债务资本化比率(%)	67.62	62.48	67.45	68.00
流动比率（%）	210.05	251.91	200.17	174.46
经营现金流动负债比(%)	-92.62	-17.46	24.27	--

注：1. 2017 年度数据采用 2018 年财务报告期初数，2020 年一季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债中的有息部分计入短期债务核算、将长期应付款中及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务核算；3. 公司 2017—2019 年底及 2020 年 3 月底所有者权益中分别包含 10.00 亿元的永续中期票据

主体评级历史:

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/06/02	刘艳婷 王 爽 程 真	房地产企业信用评级方法（2019）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）	阅读全文
AAA	稳定	2019/06/17	刘艳婷 王 爽	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）/-	阅读全文
AA+	稳定	2015/05/18	叶 青 张 丽	房地产行业企业信用评级方法（2009 年）/-	阅读全文
AA	稳定	2014/05/27	叶 青 李 洁	房地产行业企业信用评级方法（2009 年）/-	阅读全文
AA-	稳定	2011/11/21	刘献荣	房地产行业企业信用评级方法（2009 年）/-	阅读全文
A+	稳定	2008/07/21	张 成 孙 炜	--	阅读全文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，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

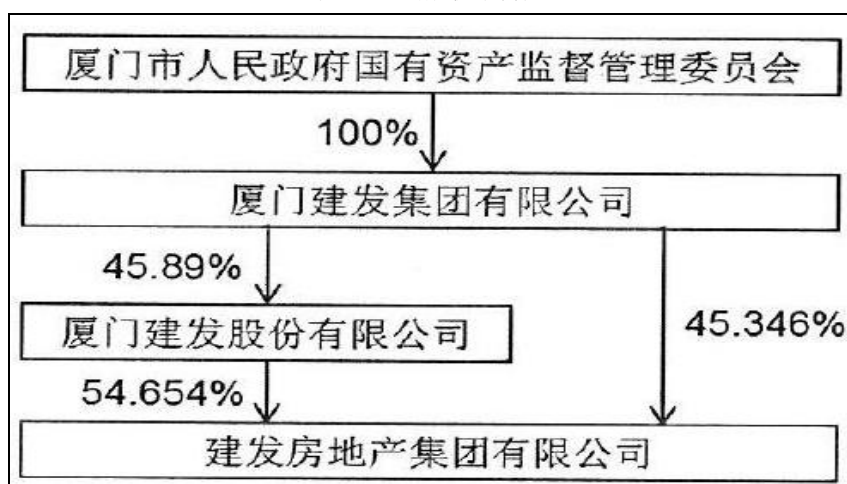
2020 年度第二期中期票据信用评级报告

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。截至2020年3月底，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，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”）。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营房地产开发销售及土地一级开发业务。截至2020年3月底，公司本部内设资金中心、市场中心、营运中心、工程中心、品牌中心等15个中心和党委办公室。公司本部主要负责土地一级开发业务，下属港股上市公司建发国际投资集团有限公司（以下简称“建发国际集团”，股票代码：1908.HK）主要负责房地产开发、商业物业及新兴业务等。截至2019年底，公司合并范围内子公司合计335家。

截至2019年底，公司（合并）资产总额1680.33亿元，所有者权益合计369.72亿元（含

少数股东权益179.54亿元）；2019年，公司实现营业收入320.73亿元，利润总额66.48亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额1765.83亿元，所有者权益合计371.23亿元（含少数股东权益157.70亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入64.28亿元，利润总额27.37亿元。

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 2020 年注册 37 亿元的中期票据额度，并于 2020 年 5 月发行了公司 2020 年度第一期中期票据（金额 10.00 亿元，期限 5 年），本期拟发行公司 2020 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行金额 5 亿元，期限 5 年，按年付息，到期一次还本。本期中期票据募集资金拟用于偿还债务融资工具。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋

明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，

财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016 - 2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为

3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一

带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，

2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；

五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重

的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略

性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业及区域环境分析

（一）房地产行业概况

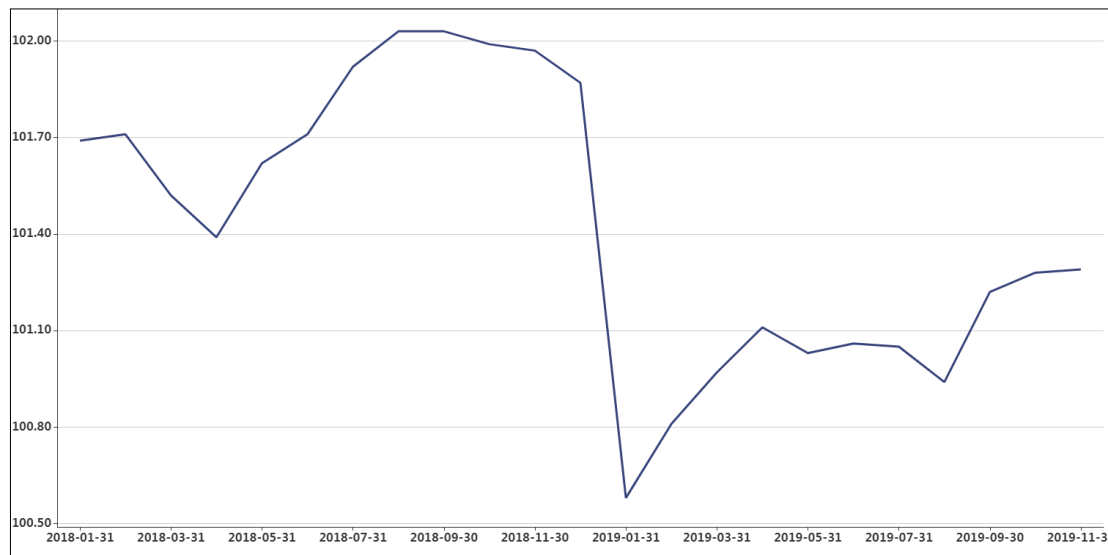
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”

持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 2 2018 年—2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼

完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体

来看, 2019 年, 房屋新开工面积 22.72 亿平方米, 同比增长 8.50%, 增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点; 在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下, 2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米, 同比增长 8.70%, 增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点; 同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米, 同比增长 2.60%, 竣工增速在维持了两年负增长后首次转正, 相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看, 2019 年, 商品房销售面积 17.16 亿平方米, 同比下降 0.10%, 销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中, 住宅销售面积 15.01 亿平方米(占 87.47%), 同比增长 1.50%, 增速于 2019 年 2 月跌入负值区间; 在房企下半年加速去化回笼资金的情况下, 增速于 2019 年 8 月转正, 全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年, 商品房销售金额为 15.97 万亿元, 同比增长 6.50%, 增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中, 住宅销售金额 13.94 万亿元(占 87.29%), 同比增长 10.30%, 增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来, 房地产销售增速同比下降幅度较大, 销售面积增速跌入负值区间, 在整体房价趋稳的情况下, 销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看, 一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市, 一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好, 未来房价下探空间或较为有限; 部分三四线城市受前期需求透支影响, 市场冷淡较快, 加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑; 但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求, 预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年, 新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆, 对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续, 预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式

缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失, 但全年销售额仍或将下行。同时, 本次疫情对在建项目开复工产生一定影响, 大部分房企自三月底陆续部分恢复建设, 整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力, 较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策, 一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响, 促进需求端复苏。

土地市场与信贷环境

土地市场降温明显, 各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响, 房企到位资金增速虽有所回升, 但仍处近年以来的低位; 资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%, 且占比持续提升。

土地市场方面, 2019 年, 房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米, 同比下降 11.40%, 相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点; 土地成交价款 14709.28 亿元, 累计同比下降 8.70%, 相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显, 各能级城市供给成交分化。分月份来看, 2019 年 1—3 月, 土地市场较为冷清; 4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响, 加之房企库存普遍下降的情况下, 房企拿地意愿有所增强; 6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧, 土地市场同步降温。

从资金来源上看, 2019 年, 房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元, 同比增长 7.60%, 增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中, 国内贷款合计 2.52 万亿元, 同比增长 5.10%, 国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长, 于 2019 年 3 月增速开始转正, 全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点; 自筹资金合计 5.82 万亿元, 同比增长 4.20%, 增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点; 其他资金合计 9.50 万亿元, 同比增长 10.49%, 增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	156052.62	100.00%	165962.89	100.00%	178608.59	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月

全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 3）

表 3 2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施策”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险

提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 4）

表 4 2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

（二）厦门市区域经济环境

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。

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 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，厦门全年地区生产总值（GDP）5995.04 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 26.49 亿元，增长 0.7%；第二产业增加值 2493.99 亿元，增长 9.7%；第三产业增加值 3474.56 亿元，增长 6.6%。三次产业结构为 0.4：41.6：58.0。按常住人口计算的人均地区生产总值 142739 元，折合 20691 美元。

2019 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值增长 8.6%，分经济类型看，股份制企业增

加值增长 13.7%，外商及港澳台商投资企业增加值增长 5.0%，其中台资企业增加值增长 9.2%；国有控股企业增加值增长 6.3%，私营企业增加值增长 15.9%。分轻重工业看，轻工业增加值增长 6.1%，重工业增加值增长 9.8%，轻工业与重工业之比为 1:1.91。工业产品产销率为 93.97%，比上年下降 1.35 个百分点。

2019 年，厦门市基础设施投资增长 1.8%；其中交通运输业投资下降 16.8%；工业投资增长 5.2%，其中制造业投资增长 5.8%；社会事业投资增长 70.0%。

2019 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）增长 9.0%。分产业看，第一产业投资下降 32.3%，第二产业投资增长 4.8%，第三产业投资增长 9.9%。

2019 年，厦门市房地产开发投资增长 1.7%。其中土地购置费下降 15.6%，占房地产投资的 43.7%。全市商品房施工面积 4089.16 万平方米，下降 5.9%；商品房新开工面积 505.22 万平方米，增长 21.9%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，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，实际控制人为建发集团，最终控制人为厦门国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司作为厦门市大型房地产开发商之一，承担了部分土地一级开发及大型公建项目的代建工作，区域品牌优势明显，综合竞争力较强。

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

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

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

务，还拥有部分物业管理业务，新拓展了商业运营业务。

公司获得福建省著名商标、“建设行业企业信用 AAA 级单位”“中国房地产 50 强”“中国房地产百强之星”“中国房地产地方公司品牌价值 TOP10（华南地区）”“2013 年度影响中国的房地产品牌企业”及福建省建设厅首批房地产品牌企业等多项殊荣，并在中国房地产研究会、中国房地产业协会和中国房地产测评中心三家单位联合主办的 2014 年中国房地产开发企业五百强中排列第 39 位、2015 年排名第 36 位、2016 年和 2017 均排名第 35 位、2018 年及 2019 年均排名第 39 位，连续多年荣登中国房地产开发企业五百强排名前 50 位，房地产综合开发实力一直居厦门市前三位。截至 2020 年 3 月底，公司共有 89 个在建项目，总计可售面积达 1249.45 万平方米。

3. 人员素质

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。

截至 2020 年 3 月底，公司董事、监事及高层管理人员共计 12 人，其中董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 3 人，财务总监 1 人，均具有丰富的企业管理经验。

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

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

截至 2020 年 3 月底，公司共有员工 2438 人。从年龄划分，30 岁以下的占 31.54%、30~50 岁的占 66.74%、50 岁以上的占 1.72%，以中青年员工为主；按学历划分，大专及以上占

96.39%；按职称划分，初级职称占 17.06%、中级职称占 22.07%、高级职称占 4.14%。

4. 股东背景及股东支持

公司控股股东实力强，在供应链运营和房地产等业务领域具有良好的市场形象及商业信用，为公司业务开展提供了有力的支持。

公司控股股东建发股份为股份制上市公司（股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH），截至 2020 年 3 月底，建发集团持股 45.89%。厦门国资委持有建发集团 100%股权。

建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业，房地产业务主体为建发地产和联发集团有限公司。建发集团的供应链运营业务由建发股份经营。

截至 2019 年底，建发集团（合并）资产总额 3413.45 亿元，所有者权益合计 966.12 亿元（含少数股东权益 448.06 亿元）；2019 年，建发集团营业总收入 3396.60 亿元，利润总额 118.45 亿元。

截至 2019 年底，建发股份合并资产总额 2953.99 亿元，所有者权益合计 661.94 亿元（含少数股东权益 352.15 亿元）；2019 年，建发股份实现营业收入 3372.39 亿元，利润总额 110.55 亿元。

建发集团和建发股份对公司提供担保和一定的资金支持，公司亦承担了部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作，国有控股股东的的支持力度较大。

六、管理分析

1. 治理结构

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。

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，执行股东大会的决定，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。

2. 管理体制

公司内部管理制度涵盖经营管理的主要环节，管理制度健全，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。

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，主要包含投资管理制度、担保管理制度、财务预算管理制度、筹资管理制度、资金运营内控制度、下属子公司管理制度及安全生产管理等多项制度。

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，完善和落实各专岗的工作责任，通过绩效考核制度，完善对经营成果的定量考核。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，公司营业收入逐年增长，毛利率有所波动但处于较高水平。2018年以来土地一级开发业务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。

公司主营业务以房地产开发销售为主，近年来随着国家对房地产行业的从严调控，公司经营策略也不断调整，目前拿地区域以重点二线城市为主，并逐步布局一线城市。2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长33.05%。2019年，受地产板块结转收入增长的影响，公司营业收入同比增长17.27%至320.73亿元。

从收入构成来看，近三年房地产开发业务收入占比均在60%以上，受土地一级开发业务确认收入的影响有所波动。2019年房地产开发业务收入240.35亿元，同比大幅增长43.58%。受2018年以来土地一级开发业务确认收入规模较大影响，房地产开发业务收入占比有所下滑，2019年为74.94%；其他业务收入80.38亿元，同比下降24.24%，主要系后埔-枋湖片区旧村改造项目土地出让形成的土地一级开发业务收入较2018年减少30.30亿元所致，占公司营业收入的比例为25.06%；除去土地一级开发业务收入，公司其他业务收入主要包含商业运营、物业管理及公建配套代建业务收入等。

从毛利率看，2017—2019年，公司综合毛利率波动增长。2019年公司综合毛利率为32.78%，较2018年下降4.96个百分点，系地产结转项目毛利率下滑所致。分类别来看，2019年，公司房地产开发业务毛利率较2018年下降6.16个百分点至25.27%，主要系2019年结转的项目毛利率较低所致；2019年，包含土地一级开发业务收入的其他业务毛利率为49.32%。

2020年1—3月，公司实现营业收入64.28亿元，同比增加52.70亿元；公司2020年一季度收入规模相较2019年同期增长较多主要系收入中含土地一级开发业务收入54.37亿元。2020年一

季度，受土地一级开发业务收入规模较大的影响，房地产开发业务收入占比降至9.47%。2020年1—3月，公司综合毛利率为49.40%，综合毛

利率的提升主要系土地一级开发业务以及其他业务毛利率较高所致。

表5 2017—2019年及2020年1—3月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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
房地产开发业务	169.85	93.74	28.25	167.40	61.21	31.43	240.35	74.94	25.27	6.09	9.47	12.24
其他	11.33	6.26	49.22	106.10	38.79	47.69	80.38	25.06	49.32	58.19	90.53	53.29
合 计	181.18	100.00	29.57	273.51	100.00	37.74	320.73	100.00	32.78	64.28	100.00	49.40

注：2018年、2019年及2020年1—3月公司其他业务收入中分别包含80.79亿元、50.49亿元和54.37亿元的土地一级开发业务收入

资料来源：公司提供

2. 房地产开发

项目开发情况

公司根据销售情况加大开工力度，在建项目体量较大；目前在开发项目主要分布在二线、三线及以下城市，存在一定的资金支出压力。

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

从经营数据看，在整体开发项目量增长的带动下，公司房地产开发完成投资持续增长。2019年公司房地产开发完成投资633.99亿元，同比增长48.27%。新开工面积有所波动，2019年新开工面积小幅下滑11.76%；竣工规模持续提升，竣工面积同比增长85.10%至265.01万平方米；期末在建面积同比增长29.55%至1127.92万平方米。

表6 公司房地产板块主要指标（单位：亿元、万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
房地产开发完成投资	420.28	427.59	633.99	188.88
当期房屋新开工面积	353.11	592.25	522.08	118.22
期末在建面积	421.56	870.64	1127.92	1244.18
当期竣工面积	142.44	143.17	265.01	--

注：表中数据均为总口径数据；表中数据不满足上期期末在建+当期开工-当期竣工=当期期末在建面积主要系项目竣工备案面积与施工证面积有微差导致

资料来源：公司提供

从在建项目来看，截至2020年3月底，公司在建房地产开发项目89个，投资总额1988.98亿元，截至2020年3月底已完成投资1474.18亿元，尚需投资514.80亿元。公司在建项目主要分布在二线和三线及以下城市，二线占比相

对较高。在建项目总可售面积1249.45万平方米，分区域来看，一线城市可售面积占6.10%、二线城市可售面积占52.96%、三线及以下城市可售面积占40.95%。

表 7 截至 2020 年 3 月底公司在建房产项目区域分布统计 (单位: 个、亿元、%、万平方米)

区域	项目数量	总投资金额	总投资金额占 比	截至 2020 年 3 月 底已投资	尚余投资额	总可售面积	总可售面积占 比
一线城市							
广州	1	63.93	3.21	53.33	10.60	18.40	1.47
上海	3	212.47	10.68	181.33	31.14	51.82	4.15
深圳	2	23.51	1.18	18.36	5.15	6.03	0.48
二线城市							
成都	3	47.58	2.39	25.21	22.37	62.43	5.00
福州	6	178.44	8.97	146.26	32.18	94.93	7.60
杭州	5	212.28	10.67	179.12	33.16	50.21	4.02
合肥	1	28.04	1.41	22.63	5.41	11.53	0.92
南京	4	57.76	2.90	41.12	16.64	43.84	3.51
南宁	2	36.73	1.85	17.06	19.67	42.97	3.44
泉州	1	5.43	0.27	3.88	1.55	10.56	0.85
厦门	4	176.31	8.86	148.10	28.21	51.44	4.12
苏州	4	66.8	3.36	45.76	21.04	41.96	3.36
无锡	5	126.45	6.36	82.92	43.53	75.94	6.08
武汉	2	43.98	2.21	29.38	14.6	38.33	3.07
长沙	6	126.59	6.36	84.76	41.83	114.69	9.18
珠海	3	54.08	2.72	39.76	14.32	22.59	1.81
三线及以下城市							
常熟	1	17.00	0.85	10.56	6.44	10.18	0.81
建瓯	3	43.31	2.18	24.98	18.33	69.46	5.56
建阳	2	26.69	1.34	20.22	6.47	31.80	2.55
连江	5	28.14	1.41	15.72	12.42	37.20	2.98
龙岩	2	25.99	1.31	20.88	5.11	31.01	2.48
宁德	2	33.45	1.68	19.47	13.98	35.65	2.85
莆田	4	77.29	3.89	51.09	26.20	70.15	5.61
三明	2	9.40	0.47	6.97	2.43	15.28	1.22
太仓	4	80.28	4.04	60.76	19.52	48.72	3.90
武夷山	1	9.19	0.46	4.13	5.06	9.39	0.75
仙游	1	10.83	0.54	5.35	5.48	13.59	1.09
张家港	4	75.61	3.80	48.89	26.72	55.78	4.46
漳州	6	91.43	4.60	66.19	25.24	83.58	6.69
合计	89	1988.98	100.00	1474.18	514.80	1249.45	100.00

注: 尾差系四舍五入导致; 表中数据含公司合营及联营项目

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

项目销售情况

近年来公司签约销售面积和金额持续增长, 签约销售均价随二线城市项目占比增加而逐年上升; 目前在售项目二、三线城市均有分

布。

公司项目销售采取“自主策划、委托代理”的销售模式。2017—2019 年, 随着公司项

目量的增长，公司签约销售面积和签约销售金额快速增长。2019年，在前期开工力度大的带动下，公司进入预售的项目体量大幅增长，签约销售面积和签约销售金额均大幅提升。2019年公司房屋签约销售面积404.75万平方米，同比增长57.94%；商品房销售均价1.78万元/平方米，同比增长17.88%，主要系2019年销售中二线城市占比提升所致；在销售面积和销售均价均提升的影响下，2019年公司签约销售金额同比增长86.70%至721.97亿元。以权益口径计，2019年公司权益口径销售金额为510.60亿元，权益销售比例为70.72%。

2020年1-3月，受新冠肺炎疫情冲击影响，公司签约销售金额106.76亿元，同比下降4.41%，签约销售均价提升至2.22万元/平方米，主要系销售区域中二线城市占比提升。

表8 公司房地产销售情况

(单位：万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
签约销售面积	143.05	256.27	404.75	48.00
签约销售均价	1.39	1.51	1.78	2.22
签约销售额	199.26	386.71	721.97	106.76

注：表中数据均含合营及联营公司数据

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司项目（含在建、拟建及储备项目等）总可售面积2677.03万平方米，累计签约销售面积1486.89万平方米，去化率55.54%，其中，无锡、太仓、杭州以及珠海等地因项目未全部开盘，销售比例较低。截至2020年3月底，公司项目剩余待售面积1190.15万平方米，按照2019年销售情况看，公司目前总剩余待售面积可满足2年左右的销售，公司未来存在一定补库存需求。

表9 截至2020年3月底公司总可售项目去化情况（单位：万平方米、%）

地区	总可售面积	累计签约销售面积	待售面积	去化率
厦门	263.25	195.42	67.82	74.23
漳州	255.65	168.03	87.62	65.73
福州	168.48	87.58	80.90	51.98
宁德	35.65	12.56	23.09	35.23
建阳	87.25	71.98	15.27	82.50
建瓯	91.80	52.16	39.64	56.82
武夷山	9.39	5.30	4.10	56.44
连江	85.81	26.14	59.68	30.46
龙岩	129.47	104.85	24.62	80.98
三明	74.32	69.14	5.18	93.03
泉州	66.23	62.36	3.87	94.16
莆田	70.15	31.16	38.99	44.42
仙游	13.59	--	13.59	--
长沙	266.21	124.54	141.67	46.78
成都	192.26	143.72	48.55	74.75
武汉	38.33	9.30	29.03	24.26
上海	113.82	48.16	65.66	42.31
苏州	115.44	81.81	33.62	70.87
常熟	10.18	--	10.18	--
太仓	48.72	8.90	39.82	18.27

张家港	123.75	74.05	49.70	59.84
无锡	111.73	29.57	82.16	26.47
杭州	50.21	21.48	28.73	42.78
南京	52.22	8.21	44.01	15.72
合肥	20.56	9.72	10.85	47.28
珠海	22.58	2.33	20.26	10.32
南宁	124.92	34.47	90.44	27.59
深圳	6.03	2.93	3.10	48.59
广州	18.40	1.02	17.37	5.54
北京	9.86	--	9.86	--
澳洲	0.77	--	0.77	--
合计	2677.03	1486.89	1190.15	55.54

注：尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

土地获取及土地储备

近年来公司新获土地储备波动增加，扩张明显，但公司开工力度加大，土地储备略有不足；土地储备在二线和三线城市分布均衡，珠海等热门城市的部分地块楼面价偏高，未来利润率可能受到一定影响。

公司土地获取以招拍挂为主、收并购为辅。公司建立了本部和地区子公司两级的项目筛选机制，总部拥有专业团队对全国各主要城市的土地供应信息进行监测，同时本部及下属子公司在各自负责区域内收集土地供应信息，并关注合作开发与项目收购机会。

2018 年，公司共计拿地 25 块，购地支出合计 216.57 亿元；新增土地储备建筑面积 257.71 万平方米，同比下降 20.60%；对应的楼面价为 0.84 万元/平方米，同比下降 25.66%。2019 年，公司共计拿地 40 块，购地支出合计 545.31 亿，同比大幅增长 151.79%；新增土地储备建筑面积 585.35 万平方米，同比大幅增长 127.14%；对应的楼面价为 0.93 万元/平方米，

拿地均价略有增长；2020 年 1—3 月，公司拿地 3 块，购地支出合计 56.94 亿元，新增土地储备建筑面积 26.88 万平方米，对应的楼面价为 2.12 万元/平方米，受 2020 年一季度获取的北京地块楼面价较高影响，公司拿地均价大幅提升。

截至 2020 年 3 月底，公司尚未开发的土地储备规划计容建筑面积 300.34 万平方米，从公司新开工情况看，土储规模略有不足，存在补库存需求。其中，一线城市占 6.45%、二线城市占 59.43%、三线及以下城市占 34.13%。总土地储备价款 341.02 亿元，已付土地出让金 238.54 亿元，剩余未付 102.48 亿元（权益待支付土地出让金 91.60 亿元）。公司土地储备一、二线和三线及以下城市均有分布，二线城市占比相对较高，尚余一定规模的土地出让金待支付。公司位于珠海等热门城市的部分地块楼面价偏高，未来利润空间可能收窄。

表 10 截至 2020 年 3 月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

序号	位置	项目名称	占地面积	规划计容建筑面积	取得时间	兴建项目类别	拿地金额	已付金额	土地取得方式	股权比例
1	南京	南京	2.34	7.47	2017 年 1 月	住宅、商业	20.30	20.30	收购	49%

		NO.2016G46								
2	成都	麓岭汇项目四期	3.96	7.7	2017年6月	住宅	3.28	3.28	收购	100%
3	澳洲	悉尼项目	0.77	0.77	2017年8月	住宅、商业	0.50	0.50	收购	60%
4	福州	永泰世外梧桐三期	3.86	2.12	2018年1月	商服	0.23	0.23	收购	65%
5	福州	永泰世外梧桐四期	4.65	1.69	2018年1月	商服	0.11	0.11	收购	65%
6	福州	永泰世外梧桐五期	3.34	1.56	2018年1月	商服	0.07	0.07	收购	65%
7	福州	建发汇成国际	1.39	12.35	2018年4月	商业	8.61	8.61	招拍挂	48%
8	连江	连江[2018]02号	7	10.5	2018年5月	住宅	2.30	2.30	收购	56%
9	厦门	嘉富酒店公寓	1.29	6.46	2018年8月	公寓式酒店	1.59	1.59	收购	100%
10	漳州	漳浦玺院二期	5.71	15.42	2019年5月	商服、住宅	2.70	2.70	招拍挂	70%
11	南宁	南宁央玺	10.17	27.66	2019年6月	住宅、商业	27.45	27.45	招拍挂	100%
12	张家港	张地 2018-B32-A地块	4.83	10.62	2019年7月	商住	3.62	2.17	招拍挂	100%
13	张家港	张地 2018-B32-B地块	6.84	15.06	2019年7月	住宅	5.13	3.08	招拍挂	100%
14	厦门	厦门海沧 H2019P03地块	2.59	7.25	2019年8月	住宅	14.50	14.50	招拍挂	51%
15	长沙	长沙江山悦	18.53	41.6	2019年9月	住宅用地	22.88	22.88	招拍挂	49%
16	漳州	长泰马洋溪新亭 D-02 地块	6.79	9.51	2019年9月	住宅、商服	1.19	1.19	招拍挂	94%
17	漳州	漳州 2019P12	2.99	7.78	2019年11月	住宅用地	6.61	4.63	招拍挂	70%
18	厦门	海沧 2019HP02	1.75	4.89	2019年12月	住宅、商服	9.98	4.99	招拍挂	100%
19	厦门	海沧 2019HP03	1.86	5.21	2019年12月	住宅、商服	11.41	5.71	招拍挂	100%

20	南宁	南宁 GC2019-130	8.63	17.27	2019年12月	住宅、商服	23.49	2.33	招拍挂	100%
21	龙岩	龙岩 2019 拍 -17	2.09	7.02	2019年12月	住宅	3.54	0.60	招拍挂	55%
22	龙岩	龙岩 2019 拍 -19	3.24	9.08	2019年12月	住宅、商服	5.60	0.90	招拍挂	70%
23	北京	1612-757	2.33	6.52	2020年1月	住宅、商服	33.30	33.30	收并购	51%
24	漳州	2020P01	0.84	2.53	2020年2月	住宅、商服	2.15	0.21	招拍挂	100%
25	无锡	XDG-2019-60 号	8.92	17.83	2020年3月	住宅、商服	21.49	3.57	招拍挂	100%
26	上海	松江区泗泾镇 SJSB0003 单元 17-01 号地块	8.57	12.86	2019年12月	住宅、商服	27.00	27.00	收并购	49%
27	连江	连地拍卖 [2019]22 号地 块	6.45	14.2	2019年12月	住宅、商服	6.74	6.74	收并购	40%
28	厦门	湖里 2019P05	5.04	17.45	2019年12月	住宅、商服	75.25	37.63	收并购	80%
--	合计	--	136.78	300.34	--	--	341.02	238.54	--	--

注：合计数与分项数之和的尾差系四舍五入导致；以上项目包含公司不并表的参股及合营项目，相关数据均为总口径的数据，而非权益口径；上述土地储备为截至 2020 年 3 月底未取得施工证的项目；南京 NO.2016G46 因航空限高问题无法解决无法开工，麓岭汇尚未取得施工证（政府限价），悉尼项目拟退出

资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 土地一级开发业务

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。

公司土地一级开发业务由禾山公司负责。土地一级开发业务经营模式是公司代垫资金进行土地拆迁改造，给予村民货币和实物补偿，土地改造完成后交予政府进行招拍挂，实现土地出让后与财政局进行结算，确认土地一级开发业务收入，公司目前有后埔-枋湖旧村改造和钟宅畬族旧村改造两个土地一级开发项目。

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

“应收账款”，并冲抵“长期应收款”；政府结算后，冲抵“应收账款”。

公司对后埔-枋湖旧村改造项目预计总投资额为145.47亿元，截至2020年3月底，已投资130.56亿元。枋湖、薛岭和后埔三个片区的总用地面积73.41万平方米，可出让建筑面积159.70万平方米，截至2020年3月底，已出让面积97.05万平方米，出让比例61.00%。截至2020年3月底，公司长期应收款余额为39.06亿元。

公司对钟宅畬族旧村改造项目预计总投资171.57亿元，项目总用地面积61.00万平方米，可出让住宅面积45.00万平方米。截至2020年3月底，该项目已投资15.62亿元，尚无出让地块。

表 11 截至 2020 年 3 月底公司土地一级开发业务土地出让明细 (单位: 平方米、万元)

地块编号	地块用途	成交时间	出让面积		成交价	已结算金额
			土地	建筑		
2009G45	城镇住宅、批发零售用地(商业)	2009	13513.72	58390.00	58000.00	48700.00
2010P14	城镇住宅、批发零售用地(商业)	2010	26315.48	95460.00	93400.00	74378.94
2011P20	城镇住宅、批发零售用地(商业)	2011	10198.19	38800.00	49972.00	41749.80
2011P22	城镇住宅、批发零售用地(商业)	2011	21159.06	83800.00	92970.00	78350.11
2013P10	城镇住宅、批发零售用地(商业)	2013	36132.08	140900.00	310000.00	260865.00
2018P02	城镇住宅、批发零售用地(商业)	2018	61841.68	149600.00	570000.00	484500.00
2018P03	城镇住宅、批发零售用地(商业)	2018	27719.81	97340.00	380500.00	161712.50
2019P01	城镇住宅、批发零售用地(商业)	2019	33651.14	131700.00	594000.00	504900.00
2019P05	城镇住宅、批发零售用地(商业)	2019	50394.03	174500.00	752500.00	543681.25
合计	--	--	280925.19	970490.00	2901342.00	2360550.10

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

4. 代建业务

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

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, 业主单位按照公司代建的工程量一定比例支付代建费, 代建项目资金由公司与业主单位按照项目工程量定期结算。

2017—2019年, 公司代建业务收入快速增长, 分别为2.92亿元、11.80亿元和16.47亿元。2020年1—3月, 公司代建业务收入0.75亿元。

5. 商业运营及物业管理

近年来公司商业运营及物业管理收入持续增长, 对公司营业收入形成稳定的补充。

2017—2019年, 公司商业运营及物业管理收入持续增长, 分别为7.76亿元、10.31亿元和11.67亿元, 系公司物业管理面积扩大及商业运营体量增长所致。2020年1—3月, 公司商业运

营及物业管理收入合计为2.80亿元, 基本保持稳定。

表12 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
2017 年	29705.74	47935.63	77641.37
2018 年	44175.05	58951.29	103126.34
2019 年	56799.41	59876.26	116675.66
2020 年 1—3 月	17694.47	10326.73	28021.20

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

商业运营

公司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。目前商业地产业务主要在福建、上海、成都、南宁, 通过商业招租方式出租商铺, 获取租金收入为主要经营模式。

截至2020年3月底, 公司商业地产可供出租面积合计31.43万平方米, 已出租面积28.00万平方米, 整体出租率89.09%, 出租率维持较高水平。

表13 截至2020年3月底公司商业运营情况（单位：万元、平方米、元/平方米/月）

项目	位置	资产价值	可供出租面积	已出租面积	出租率	平均出租单价
龙海美一城	漳州	20910.00	32619.60	31314.82	96%	37
JFC 品尚中心	厦门	6170.00	20942.00	19057.22	91%	76
厦门湾悦城	厦门	87852.00	47307.20	46834.13	99%	109
悦享中心商业	厦门	17290.00	12659.00	12152.64	96%	53
悦享中心写字楼	厦门	53906.00	44458.27	42235.36	95%	53
南平悦城中心	南平	36020.00	46869.00	44525.55	95%	26
南宁项目	南宁	51812.00	29553.38	24233.77	82%	78
成都鹭洲里	成都	116243.00	62514.59	50636.82	81%	47
上海芳汇广场	上海	54380.00	17415.42	9056.02	52%	130
合计	--	444583.00	314338.46	280046.32	--	--

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。2017—2019年，公司物业管理收入持续增长，分别为2.97亿元、4.42亿元和5.68亿元。2020年1—3月，公司物业管理收入1.77亿元。

6. 经营效率

公司经营效率尚可。

2017—2019年，公司销售债权周转次数分别为184.33次、14.17次和8.94次；同期公司存货周转次数分别为0.33次、0.27次和0.24次。2019年公司应收账款及存货规模大幅增长，致使公司销售债权周转次数和存货周转次数较2018年有所下降。公司总资产周转次数波动下降，三年分别为0.25次、0.27次和0.23次。同行业类似企业对比看，公司经营效率尚可（同行业数据对比见附件4）。

7. 未来发展

公司未来将借助建发集团的支持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。

作为建发集团的下属核心企业，公司经过多年的发展，经营业务立足于厦门，辐射全国。

公司将根据行业特点与发展趋势，不断提高企业管理水平，引进与培养专业性人才，提升品牌价值，加强经营的集团化、规模化水平。

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

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

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

在商业运营方面，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。

八、财务分析

公司提供了2017—2018年度财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年度财务报告经容城会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。公司按照最新财务会计准则编制财务报表。

公司更换审计机构，主要系原负责公司审计的团队离开致同会计师事务所（特殊普通合伙）加入容城会计师事务所（特殊普通合伙），为保持审计工作的连续性，公司聘任容城会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2019年度财务报表审计机构。

从合并范围看，2019年，公司合并范围新增子公司44家，合并范围减少子公司14家，期末纳入合并范围的子公司共计335家。总体来看，合并范围变化对公司有一定的影响，考虑到公司主营业务未发生变化，财务数据仍具备一定可比性。

会计政策变更方面：公司已按照最新的财务会计准则编制财务报表，并于2019年执行新金融工具准则。

截至2019年底，公司（合并）资产总额1680.33亿元，所有者权益合计369.72亿元（含少数股东权益179.54亿元）；2019年，公司实现营业收入320.73亿元，利润总额66.48亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总

额1765.83亿元，所有者权益合计371.23亿元（含少数股东权益157.70亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入64.28亿元，利润总额27.37亿元。

1. 资产质量

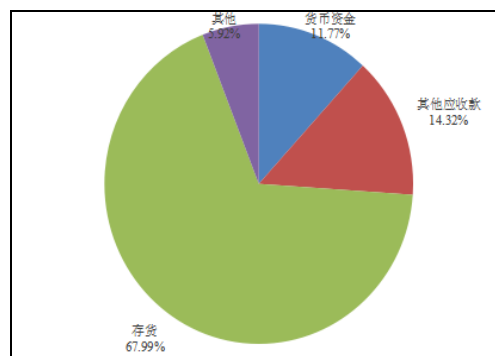
资产

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，以开发成本为主的存货占比高，主要位于重点一、二线城市，部分存货计提了跌价准备；合作项目增多导致其他应收款规模较大，形成一定的资金占用。非流动资产主要为应收代建项目成本、对联营企业投资以及投资性房地产，公司投资性房地产以成本模式进行计量，存在一定的物业升值潜力，资产受限比例一般。整体看，公司资产质量较好。

2017—2019年，公司资产总额快速增长，年均复合增长39.67%。截至2019年底，公司资产总额1680.33亿元，较上年底增长48.86%，主要系货币资金、其他应收款和存货的大幅增长所致。公司资产以流动资产（占90.95%）为主，符合房地产开发企业特征。

2017—2019年，公司流动资产快速增长，年均复合增长46.05%。截至2019年底，公司流动资产合计1528.30亿元，较上年底增长52.72%，主要由存货（占67.99%）、货币资金（占11.77%）和其他应收款（占14.32%）等构成。

图3 2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 95.40%。截至 2019 年底，公司货币资金 179.91 亿元，较上年底增长 114.66%，主要系 2019 年签约销售增长带动经营性现金流净流入规模较大所致。公司货币资金以银行存款为主（占 98.83%），其余为少量库存现金和其他货币资金。截至 2019 年底，公司受限货币资金规模为 15.04 亿元（占比 8.36%），主要为工程监管户存款及保函保证金。

公司其他应收款主要为与合营企业和联营企业的非经营性资金往来及拆借，形成一定的资金占用。2017—2019 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 57.48%。截至 2019 年底，公司其他应收款 218.83 亿元，较上年底增长 220.95%。公司对其他应收款计提坏账准备 3.22 亿元，计提比例 1.47%。从账龄看，公司其他应收款账龄在 1 年以内的账面余额为 187.30 亿元（占 84.35%）、账龄在 1~2 年的账面余额为 14.39 亿元（占 6.48%）、账龄在 2~3 年的账面余额为 17.41 亿元（占 7.84%），其他应收款账龄主要为 1 年以内，账龄较短。从款项性质来看，公司其他应收款主要为合并范围外关联方及合作方经营往来款项（占 94.78%）。从集中度来看，截至 2019 年底，公司其他应收款前五名单位合计余额 116.73 元，占比 52.57%，集中度较高，主要为联营企业而非关联方往来款，账龄主要集中在 1 年以内，回收风险较低，但存在一定的资金占用。

表 14 截至 2019 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
北京融创建投房地产集团有限公司	41.06	1 年以内	18.49	单位往来款
厦门恒融晨房地产开发有限公司	29.00	1 年以内	13.06	单位往来款
无锡嘉合置业有限公司	18.61	1 年以内	8.38	单位往来款
上海众承房地产开发有限公司	14.83	2~3 年	6.68	单位往来款

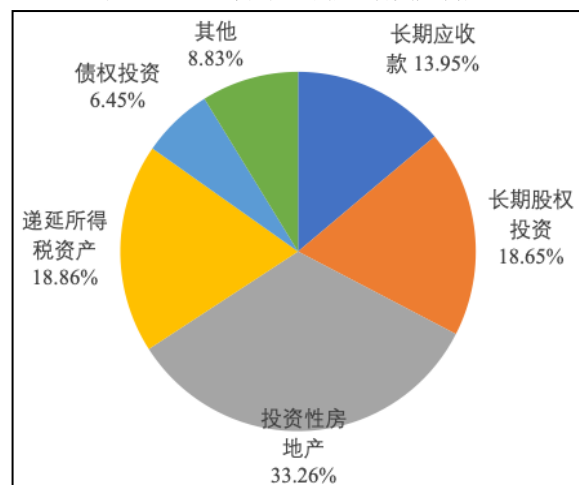
上海铨鹏置业发展有限公司	13.23	1 年以内	5.96	单位往来款
合计	116.73	--	52.57	--

资料来源：公司提供、联合资信整理

2017—2019 年，公司存货快速增长，年均复合增长 51.51%。截至 2019 年底，公司存货账面价值 1039.04 亿元，较上年底增长 30.93%，系拿地投入及项目开发投入增加所致。从存货账面价值构成上看，主要为开发成本 973.74 亿元（占 93.72%）和开发产品 65.26 亿元（占 6.28%）。公司 2019 年对存货计提跌价准备 5.21 亿元，计提比例 0.50%，主要为对漳州建发玺院、上海西郊金茂府、杭州三墩北、福州建发央玺以及永泰世外梧桐等项目依据谨慎性原则计提了一定的跌价准备。2019 年底，存货余额中含资本化利息金额为 40.53 亿元。公司存货主要位于一、二线城市。总体看，公司存货规模较大，或仍将面临一定的减值风险。

2017—2019 年，公司非流动资产有所波动，年均复合增长 2.47%。截至 2019 年底，公司非流动资产合计 152.03 亿元，较上年底增长 18.72%，主要系新增债权投资和长期股权投资增长所致；公司非流动资产主要由长期应收款（占 13.95%）、长期股权投资（占 18.65%）、投资性房地产（占 33.26%）和递延所得税资产（占 18.86%）等构成。

图 4 2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司长期应收款快速下降，年均复合下降41.18%。截至2019年底，公司长期应收款21.21亿元，较上年底下降18.74%，主要系“后埔-枋湖旧村改造”项目支出结转成本所致。

2017—2019年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长79.18%。截至2019年底，公司长期股权投资28.36亿元，较上年底增长157.05%，均为对联营企业的投资。其中，2019年新增对长沙天海易企业管理有限公司的投资6.37亿元、新增对长沙美茂置业有限公司的投资4.41亿元以及新增对长沙楚茂企业管理有限公司的投资2.45亿元；期末余额中占比较大的主要为长沙天海易企业管理有限公司（占22.46%）、上海众承房地产开发有限公司（占15.51%）以及长沙美茂置业有限公司（占15.44%），对上海众承房地产开发有限公司的投资确认投资损益-2.01亿元。2019年，权益法下确认的投资损益合计为-0.71亿元。

2017—2019年，公司投资性房地产有所波动，年均复合增长1.40%。截至2019年底，公司投资性房地产50.56亿元，较上年底下降5.48%，主要系公司投资性房地产全部按成本计量，计提折旧所致。公司投资性房地产累计折旧5.29亿元。公司投资性房地产主要位于厦门、上海、合肥、成都以及南宁等一、二线城市。截至2019年底，公司投资性房地产中未办妥产权证书的账面价值0.13亿元，产权证书正在办理中。

2017—2019年，公司递延所得税资产快速增长，年均复合增长45.73%。截至2019年底，公司递延所得税资产28.67亿元，较上年底增长32.42%，主要系预提成本费用以及预收售房款增加导致的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至2020年3月底，公司资产总额1765.83亿元，较2019年底增长5.09%。资产构成方面，流动资产占91.55%，占比较2019年底小幅提升0.60个百分点，资产构成仍以流动资产为主。截至2020年3月底，公司流动资产1616.53亿元，较2019年底增长5.77%，主要由货币资金（占

11.85%）、其他应收款（占13.77%）和存货（占67.25%）构成；截至2020年3月底，公司货币资金191.56亿元，较2019年底增长6.47%，主要系本期融资规模增长所致；截至2020年3月底，公司应收账款51.20亿元，较2019年底增长47.09%，主要系禾山公司的应收土地出让款；截至2020年3月底，公司其他应收款222.64亿元，较2019年底增长1.74%，主要为合作开发项目往来款；截至2020年3月底，公司存货1087.15亿元，较2019年底增长4.63%，主要系公司拿地及项目开发投入所致，其中，开发成本占94.46%、开发产品占5.54%；从区域分布看，一、二线城市存货账面余额占比超过70%，其中，一线城市（北京、上海、广州以及深圳）存货约占16.97%、二线城市（厦门、福州、苏州、合肥、长沙、无锡等）存货余额约占54.07%。截至2020年3月底，公司非流动资产149.31亿元，较2019年底下降1.79%，变动不大。

截至2020年3月底，公司受限资产总额为305.42亿元，受限比例为17.30%，主要为借款的抵质押。其中，主要为货币资金12.09亿元、存货259.12亿元、投资性房地产24.00亿元和长期股权投资10.11亿元等。总体看，公司资产受限比例一般。

表 15 截至 2020 年 3 月底公司受限资产情况

（单位：亿元）

科目	受限金额	受限原因
货币资金	12.09	保证金、监管资金
存货	259.12	借款抵押
投资性房地产	24.00	借款质押
固定资产	0.10	借款抵押
长期股权投资	10.11	借款抵押
合计	305.42	--

资料来源：公司提供

2. 负债及所有者权益

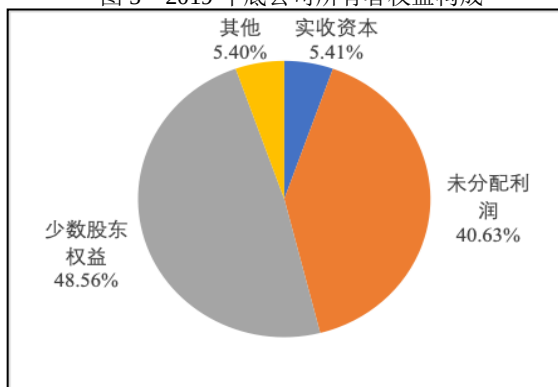
所有者权益

随着并表合作开发项目的增多，公司少数股东权益快速增长，带动公司所有者权益稳步增长；所有者权益中未分配利润及少数股东权

益占比较高，权益稳定性较弱。

2017—2019年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长31.75%，主要系未分配利润和少数股东权益的增长。截至2019年底，公司所有者权益合计369.72亿元，较上年底增长32.87%，主要系未分配利润及少数股东权益的增长所致。公司所有者权益构成以实收资本（占5.41%）、未分配利润（占40.63%）和少数股东权益（占48.56%）为主。归属于母公司的所有者权益以实收资本（占10.52%）以及未分配利润（占78.99%）为主。

图5 2019年底公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报告

截至2020年3月底，公司所有者权益合计371.23亿元，较2019年底小幅增长0.41%。权益构成方面，归属于母公司所有者权益占57.52%，少数股东权益占42.48%，归属于母公司所有者权益占比较2019年底有所提升，归属于母公司所有者权益构成变化不大。

负债

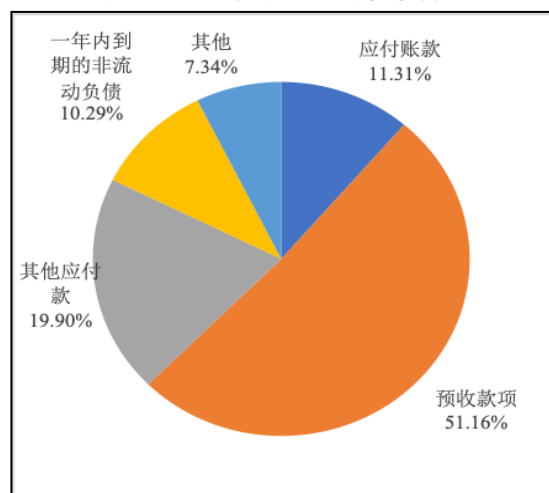
公司债务结构以长期债务为主，符合公司项目建设周期长的特点，债务结构较好。公司债务规模持续增长，整体债务负担尚可，但目前公司存续债券规模较大，存在一定的刚性兑付压力。

2017—2019年，公司负债总额快速增长，年均复合增长42.18%。截至2019年底，公司负债总额1310.61亿元，较上年底增长54.10%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债以及长期借款的增长。其中，流动负债和非流动负债分别占68.58%和31.42%，受预收款项大幅增

长的影响，公司流动负债占比较2018年提升13.27个百分点。

2017—2019年，公司流动负债快速增长，年均复合增长73.72%。截至2019年底，公司流动负债为898.83亿元，较上年底增长91.08%；公司流动负债以应付账款（占11.31%）、预收款项（占51.16%）、其他应付款（占19.90%）、一年内到期的非流动负债（占10.29%）为主。

图6 2019年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司应付账款快速增长，年均复合增长68.32%。截至2019年底，公司应付账款101.66亿元，较上年底增长43.19%，主要系公司新开工项目较多，应付开发成本款增长所致。期末余额中应付开发成本款99.31亿元（占97.69%）。

公司预收款项主要为预收售房款。2017—2019年，公司预收款项快速增长，年均复合增长128.34%，主要系公司签约销售快速增长所致。截至2019年底，公司预收款项459.86亿元，较上年底增长146.84%，其中预收售房款占99.20%。

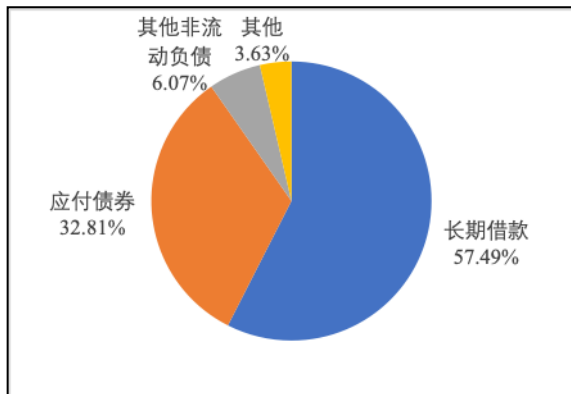
2017—2019年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长30.30%，主要系往来款的增长所致。截至2019年底，公司其他应付款178.83亿元，较上年底增长17.81%，主要系单位往来款的增长所致。公司其他应付款构成主要为单位往来款127.28亿元（占71.17%）以及预提税金

及费用（占23.64%）。2017—2019年底，公司其他应付款中分别含从建发股份拆入的资金8.36亿元、13.71亿元和29.25亿元。

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 112.58%。截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债为92.51亿元，较上年底增长 345.69%，主要由一年内到期的长期借款（占 34.86%）、一年内到期的应付债券（占 36.96%）以及一年内到期的长期应付款项（占 28.13%）构成。

2017—2019年，公司非流动负债有所增长，年均复合增长8.39%。截至2019年底，公司非流动负债合计411.78亿元，较上年底增长8.33%，主要系应付债券的增长；公司非流动负债以长期借款（占57.49%）、应付债券（占32.81%）和其他非流动负债（6.07%）为主。

图7 2019年底公司非流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2017—2019年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 112.58%。截至2019年底，公司长期借款合计 236.72亿元，较上年底增长 28.41%，主要由抵、质押借款和保证借款构成。公司长期借款中，抵押借款的利率区间为 4.35%~6.65%，保证借款的利率区间为 4.41%~6.60%。

2017—2019年，公司非流动负债有所增长，年均复合增长 8.39%。截至2019年底，公司应付债券 135.12亿元，较上年底增长 3.45%。公司2020年3月底存续的应付债券明细见下表（表中含一年内到期的债券及子公司发行的资产证券化产品等），截至本报告出具日，不考虑行权、回售等，公司将于2020年到期的债券合计 38.00亿元，将于2021年到期的债券合计 37.95亿元，将于2022年到期的债券合计 63.00亿元；如假设含权债均行权、回售，公司将于2020年到期的债券金额合计 48.00亿元，将于2021年到期的债券合计 37.95亿元，将于2022年到期的债券合计 84.00亿元（计入“15建发房产债/15建发债”），公司面临一定的到期及行权压力。

表16 截至2020年3月底公司及子公司已发行尚未到期的债券明细（单位：年、亿元）

债券简称	起息日	期限	到期日	行权/回售日	发行金额	余额	票面利率(%)	类型
19 建发地产 PPN001	2019-04-17	3	2022-04-17	--	11.50	11.50	4.75	定向工具
19 建发地产 PPN003	2019-09-25	3+2	2024-09-25	2022-09-25	8.00	8.00	4.28	定向工具
19 建发地产 PPN002	2019-09-16	3+2	2024-09-16	2022-09-16	5.00	5.00	4.15	定向工具
19 建房 05	2019-09-02	5+2	2026-09-02	2024-09-02	10.00	10.00	4.18	公司债
19 建房 06	2019-09-02	3+3	2025-09-02	2022-09-02	3.00	3.00	3.70	公司债
19 建房 03	2019-08-08	5+2	2026-08-08	2024-08-08	5.00	5.00	4.09	公司债
19 建房 04	2019-08-08	3+3	2025-08-08	2022-08-08	5.00	5.00	3.71	公司债
19 建发地产 CP001	2019-08-02	366D	2020-08-02	--	8.00	8.00	3.38	短期融资券
19 建房 02	2019-07-09	3+3	2025-07-09	2022-07-09	10.00	10.00	3.80	公司债

19 建房 01	2019-07-09	5+2	2026-07-09	2024-07-09	10.00	10.00	4.20	公司债
19 建发地产 MTN001	2019-01-04	3	2022-01-04	--	10.00	10.00	4.30	中期票据
18 建发地产 MTN001	2018-10-12	3	2021-10-12	--	5.00	5.00	5.00	中期票据
18 建发地产 PPN005	2018-06-19	2	2020-06-19	--	5.00	5.00	6.30	定向工具
18 建发地产 PPN003	2018-05-04	3	2021-05-04	--	5.00	5.00	6.50	定向工具
18 建发地产 PPN002	2018-04-13	3	2021-04-13		5.00	5.00	6.05	定向工具
18 建发地产 PPN001	2018-03-19	3	2021-03-19	--	4.50	4.50	6.50	定向工具
17 建发地产 MTN002	2017-10-31	5+N	2022-10-31	2022-10-31	10.00	10.00	6.00	中期票据
19 建发地产 PPN001	2019-04-17	3	2022-04-17	--	11.50	11.50	4.75	定向工具
17 建发地产 PPN003	2017-10-26	3	2020-10-26	--	7.00	7.00	5.67	定向工具
17 建发地产 PPN002	2017-09-15	3	2020-09-15	--	7.00	7.00	5.53	定向工具
17 建房 01	2017-06-23	3+2	2022-06-23	2020-06-23	10.00	10.00	5.70	私募债
17 建发地产 PPN001	2017-06-09	3	2020-06-09	--	5.00	5.00	5.88	定向工具
17 建发地产 MTN001	2017-05-26	3	2020-05-26	--	5.00	5.00	5.69	中期票据
16 建房 01	2016-07-19	3+2	2021-07-19	--	15.00	6.95	3.85	私募债
16 建发地产 MTN001	2016-03-08	5	2021-03-08	--	11.50	11.50	3.80	中期票据
15 建发房产债	2015-05-27	5+2	2022-05-27	2020-05-27	10.00	10.00	4.28	企业债
13 建发房产债	2013-04-03	5.0033	2020-04-03	--	5.00	1.00	6.15	企业债
建房次级	2017-12-01	8.6548	2026-07-26	--	0.50	0.50	--	证监会主管 ABS
建房优 3	2017-12-01	8.6548	2026-07-26	--	4.80	4.80	5.98	证监会主管 ABS
建房优 2	2017-12-01	5.6521	2023-07-26	--	3.90	3.90	5.80	证监会主管 ABS
20 建发地产 PPN001	2020-03-11	3+2	2025-03-11	2023-03-11	7.00	7.00	3.66	定向工具
合计	--	--	--	--	223.20	211.15	--	--

注：“15 建发房产债/15 建发债”已于 2020 年 5 月 27 日回售 1000 元，剩余额度将于 2022 年 5 月 27 日到期；假设“17 建发地产 MTN002”于 2022 年到期赎回

资料来源：wind，联合资信整理

从有息债务看，考虑计入其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息部分，2017—2019 年，公司全部债务快速增长，年均复合增长 15.59%。截至 2019 年底，公司全部债务 529.59 亿元，较上年底增长 28.85%；其中短期债务占 23.32%，长期债务占 76.68%，短期债务占比较 2018 年底提升 14.65 个百分点，债务构成仍以长期债务为主。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率三年加权均值分别为 76.66%、60.34% 和 55.77%，2019

年底分别为 78.00%、58.89% 和 52.34%。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 588.30 亿元，较 2019 年底增长 11.09%；其中，短期债务占 21.89%，长期债务占 78.11%，短期债务占比略有下滑，公司债务构成仍以长期债务为主，债务结构良好。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.98%、61.31% 和 55.31%，债务负担有所增长。截至本报告出具日，公司存续债券规模较大（见表 16），存在一定的刚性兑付

压力；债务期限分布方面（见表17），公司有息债务到期期限分布较为均匀。

17 截至2020年3月底公司债务到期期限分布
(单位：亿元)

期限	金额	占比
2020年4~12月	126.58	21.55%
2021年	124.37	21.17%
2022年	193.58	32.95%
2023年及以后	142.95	24.33%
合计	587.48	100.00%

注：表中有息债务不含应付票据，故与2020年3月底全部债务数据有所出入

资料来源：公司提供

3. 盈利能力

房地产开发销售为公司收入和利润的主要来源，受土地一级开发业务确认收入较大影响，公司2018年以来营业收入大幅提升。随着公司经营规模不断扩大，利润规模保持快速增长，整体盈利能力维持较好水平。

2017—2019年，公司营业收入快速增长，年均复合增长33.05%。2019年，公司实现营业收入320.73亿元，同比增长17.27%，同期，公司营业成本同比增长29.98%至215.59亿元。受公司前期开工项目竣工交房量上升的影响，公司房地产结转收入持续增长。公司营业利润率有所波动，三年加权均值为28.71%，2019年为29.45%。

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规模的增长，公司期间费用持续增长。2019年公司期间费用为27.63亿元，同比增长6.80%，期间费用构成中，销售费用占56.31%、财务费用占21.55%。公司期间费用率持续下降，2019年降至8.61%。总体看，公司期间费用控制能力较好。

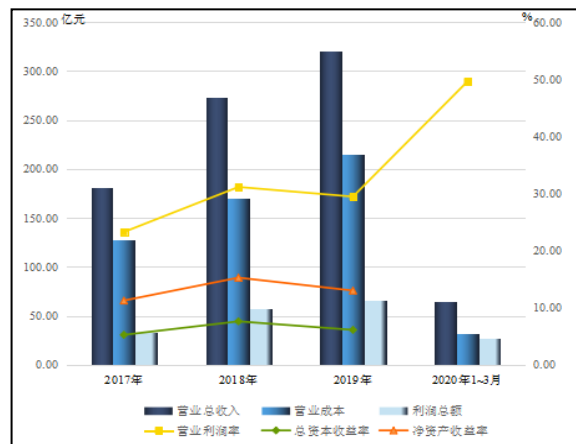
非经营性损益方面，2017—2019年，公司资产减值损失波动增长，年均复合增长58.03%，2019年，公司资产减值损失为3.16亿元，全部为存货跌价损失。2017—2019年，公司投资收

益波动下降，年均复合下降45.69%，2019年为3.24亿元，同比增长7.81%，主要为收取的联营单位及其股东的资金拆借利息。2019年，公司信用减值损失1.08亿元，主要为其他应收款坏账损失。公司非经营性损益规模不大，对营业利润影响不大。

2017—2019年，公司营业利润和利润总额均快速增长，年均复合增长率分别为40.74%和41.07%。2019年公司营业利润及利润总额分别为65.97亿元和66.48亿元，同比分别增长13.93%和14.73%。

从盈利指标看，2017—2019年，公司总资产收益率和净资产收益率均波动增长，三年加权平均值分别为6.38%和13.32%。2019年公司总资产收益率和净资产收益率分别为6.10%和12.99%，分别较2018年下降1.50个百分点和2.26个百分点。

图8 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020年1—3月，公司实现营业收入64.28亿元，同比大幅增加52.70亿元，为2019年全年的20.04%。同期公司利润总额27.37亿元，同比大幅增加26.67亿元。2020年1—3月，公司营业利润率49.62%，较2019年提升较多，系城市旧村改造业务毛利率较高且收入占比大幅提升所致。

4. 现金流分析

2019年受销售回款大幅增长的影响，公司

经营活动净现金流规模大幅增长；受公司支付关联单位往来款增长的影响，公司投资活动现金流转为净流出状态；筹资模式以银行借款为主，随着到期债务规模的增长以及开发项目的资金投入，公司仍存在一定的融资需求。

表 18 公司现金流情况 (单位: 亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	272.35	468.47	1038.08	184.86
经营活动现金流出量	431.25	462.63	912.44	202.10
经营活动现金流量净额	-158.90	5.84	125.64	-17.24
投资活动现金流入量	87.01	339.67	82.88	40.03
投资活动现金流出量	130.43	301.21	176.97	69.55
投资活动现金流量净额	-43.42	38.47	-94.09	-29.52
筹资活动现金流入量	420.44	319.23	474.51	125.86
筹资活动现金流出量	205.68	332.12	415.70	67.96
筹资活动现金流量净额	214.76	-12.89	58.82	57.90
筹资活动前现金流	-202.32	44.30	31.55	-46.76

资料来源：根据公司财务报告和财务报表整理

从经营活动来看，公司销售商品、提供劳务收到的现金快速增长，主要系签约销售增长所致。2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长82.88%；同期，公司收到其他与经营活动有关的现金快速增长，2019年为389.83亿元，同比增长240.74%，主要系收到退还的拍地保证金及收到其他经营活动的往来款增长所致（占74.59%）。经营活动现金流出方面，随着公司项目开发投资规模不断增加，公司购买商品、接受劳务支付的现金快速增长；2019年，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长36.52%，主要系2019年公司获取土地增加所致。同期，公司支付其他与经营活动有关的现金同比增长293.23%，主要系支付的押金及保

证金增长所致（占71.79%）。2019年，公司经营性净现金流状况大幅好转，净流入规模增长至125.64亿元。

从投资活动来看，公司投资活动现金流入量波动幅度较大，2018年公司投资活动现金流入量较2017年增加252.66亿元，主要系收回投资收到的现金292.05亿元和收到其他与投资活动有关的现金44.62亿元。其中收回投资收到的现金主要系会计师事务所将结构性存款认定为理财并在现金流量表中以总额体现，而非收支相抵，导致2018年有288.10亿元的收回结构性存款。2019年，公司投资活动现金流入82.88亿元，投资活动现金流出176.97亿元；投资活动现金流净额转为净流出。

筹资活动前现金流方面，2019年，公司筹资活动前现金流量净额为31.55亿元，公司现金流状况好转，2018年以来经营活动净现金流可以覆盖投资需求。

从筹资活动情况来看，2019年筹资活动现金流入量同比增长48.64%，主要为取得借款及收到其他与筹资活动有关的现金，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和购房尾款ABS置换款项。2019年，公司筹资活动现金流出量大幅增长，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，2019年分别为177.11亿元、40.71亿元和197.88亿元，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65.39亿元、偿还非关联单位资金拆入款59.82亿元以及购房尾款ABS置换50.43亿元。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为58.82亿元。

2020年1—3月，公司经营活动现金净流出17.24亿元；投资活动现金流量净额为-29.52亿元；筹资活动现金流量净额为57.90亿元。2020年1—3月，公司筹资活动前现金流净额为-46.76亿元。

5. 偿债能力

公司短期偿债能力强，EBITDA对全部债务和利息保障能力处于尚可水平，考虑到公司的股东背景及股东支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率和速动比率加权均值分别为196.96%和58.15%；截至2019年底，公司流动比率和速动比率分别为170.03%和54.43%，流动比率较2018年底有所下滑。2020年3月底，公司流动比率和速动比率分别为173.95%和56.97%，均较2019年底有所增长。2019年公司经营现金流流动负债比为13.98%。截至2020年3月底，公司现金类资产191.56亿元，扣除使用受限的货币资金为179.47亿元，对短期债务的覆盖倍数为1.39倍。另外考虑到公司流动负债中以预收售房款为主的预收款项占比大，综合考虑，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，公司EBITDA持续增长，构成主要以利润总额为主。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA加权均值分别为2.57倍和7.08倍，2019年分别为2.55倍和6.98倍，公司EBITDA对全部债务和利息保障能力处于尚可水平，公司长期偿债能力尚可。

截至2020年3月底，公司及下属子公司为商品房购房人购房抵押贷款提供的阶段性担保金额为人民币308.12亿元，该阶段性担保风险较小。除为客户按揭贷款提供保证担保以外，截至2020年3月底，公司对外担保19.43亿元，被担保对象主要为公司参股的项目公司。总体看，公司或有负债风险较小。

截至2020年3月底，公司在多家银行获得授信总额度为555.20亿元，已使用额度为345.60亿元，尚未使用额度为209.60亿元，上述额度包括银行债券投资额度，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（统一社会信用代码：91350200260129927P），截至2020年5月12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笔主要是由于银行信贷系统与人行系统数据传输中产生滞后等情况导致，非公司恶意拖欠。总体看，公司过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

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

2017—2019年，母公司资产总额波动增长，年均复合增长12.88%。截至2019年底，母公司资产总额518.12亿元，较上年底增长28.89%，流动资产480.10亿元（占92.66%），非流动资产38.02亿元（占7.34%），母公司资产构成以流动资产为主。截至2019年底，母公司流动资产主要为其他应收款468.05亿元（占97.49%），较上年底增长34.09%；非流动资产主要为长期股权投资34.39亿元（占90.45%），较上年底增长3.21%。截至2020年3月底，母公司资产总额580.18亿元，较2019年底增长11.8%，主要系其他应收款的增长；截至2020年3月底，母公司其他应收款523.53亿元，较2019年底增长11.85%。

2017—2019年，母公司负债总额波动增长，年均复合增长12.78%。截至2019年底，母公司负债合计414.62亿元，较上年底增长36.00%，其中流动负债239.85亿元（占57.85%），非流动负债174.77亿元（占42.15%）；流动负债中其他应付款186.59亿元（占77.79%），较上年底下降44.85%；非流动负债主要为应付债券135.12亿元（占77.31%），较上年底增长3.45%。截至2020年3月底，母公司负债合计476.03亿元，较2019年底增长14.81%，主要系以其他应付款为主的流动负债的增长；截至2020年3月底，母公司其他应付款244.15亿元，较2019年底增长30.85%。

2017—2019年，母公司所有者权益不断增长，年均复合增长13.26%。截至2019年底，母公司所有者权益为103.50亿元，较上年底增长6.56%，主要系未分配利润的增长。截至2020年3月底，母公司所有者权益为104.15亿元，较2019年底小幅增长0.63%。

2017—2019年，母公司全部债务快速增长，年均复合增长21.21%。截至2019年底，母公司全部债务214.48亿元（长期债务172.12亿元，占比80.25%），资产负债率为80.02%，全部债务资本化比率为67.45%。截至2020年3月底，母公司全部债务221.28亿元，较2019年底增长3.17%，短期债务占26.56%，长期债务占73.44%，债务构成仍以长期债务为主；截至2020年3月底，母公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为82.05%和68.00%。

盈利能力方面，2017—2019年，母公司营业收入快速增长，年均复合增长213.07%。2019年，母公司实现营业收入16.72亿元，营业成本14.10亿元。2019年，母公司实现营业利润17.29亿元，利润总额17.46亿元，利润主要来自投资收益（2019年为22.32亿元）。2020年1—3月，母公司实现营业收入0.78亿元，利润总额0.87亿元，利润主要来自投资收益（2020年1—3月为2.79亿元）。

现金流方面，母公司经营活动现金净流量有所波动，2019年由净流出转为净流入，为58.22亿元；投资活动现金净流量转为净流出，净流出规模109.09亿元；筹资活动前现金净流量为-50.87亿元；筹资活动净现金流为净流入状态，2019年为46.40亿元。2020年1—3月，母公司经营活动现金净流量为18.95亿元，投资活动现金净流量为-8.95亿元，筹资活动前现金净流量为10.00亿元；同期筹资活动现金净流量为-1.03亿元。

8. 抗风险能力

公司是厦门市大型房地产开发商，股东背景良好，区域性品牌优势明显，近年维持较大投资

开发力度，房产销售收入保持增长趋势。公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务规模影响不大；公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据拟发行额度的保障能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据拟发行额度 5 亿元，占 2020 年 3 月底公司长期债务的 1.09%、全部债务的 0.85%。

截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.98%、61.31%和 55.31%。以 2020 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 79.04%、61.51%和 55.58%，公司债务负担有所加重；如考虑公司已于 2020 年 5 月发行的 2020 年度第一期中期票据 10.00 亿元，公司上述指标将分别上升至 79.10%、61.71%和 55.85%，考虑到本期中期票据募集资金拟用于偿还债务融资工具，公司债务指标或将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据拟募集资金 5 亿元，期限 5 年，按年付息，到期一次还本。2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 272.35 亿元、468.47 亿元和 1038.08 亿元，分别为本期中期票据的 54.47 倍、93.69 倍和 207.62 倍；经营性净现金流分别为-158.90 亿元、5.84 亿元和 125.64 亿元，分别为本期中期票据的-31.78 倍、1.17 倍和 25.13 倍；公司 EBITDA 分别为 43.28 亿元、70.31 亿元和 75.84 亿元，分别为本期中期票据的 8.66 倍、14.06 倍和 15.17 倍。

截至本报告出具日，不考虑行权、回售等，公司将于 2020 年到期的债券合计 38.00 亿元，将于 2021 年到期的债券合计 37.95 亿元，将于 2022 年到期的债券合计 63.00 亿元；如假设含

权债均行权、回售，公司将于 2020 年到期的债券金额合计 48.00 亿元，将于 2021 年到期的债券合计 37.95 亿元，将于 2022 年到期的债券合计 84.00 亿元（计入“15 建发房产债/15 建发债”）。

以公司 2022 年面临的最高偿付金额 84.00 亿元（以下简称“单独年度最高偿付额”）进行测算。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 272.35 亿元、468.47 亿元和 1038.08 亿元，分别为单独年度最高偿付额的 3.24 倍、5.58 倍和 12.36 倍；2017—2019 年，公司经营活动净现金流分别为-158.90 亿元、5.84 亿元和 125.64 亿元，对单独年度最高偿付额保障能力弱；2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 43.28 亿元、70.31 亿元和 75.84 亿元，分别为单独年度最高偿付额的 0.52 倍、0.84 倍和 0.90 倍。公司经营活动现金流入量对单独年度最高偿付额的保障能力较强。总体看，公司存续债券规模较大，存在一定的刚性兑付压力。

十、结论

作为厦门市国有控股的大型房地产开发商，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，其在区域内处于领先地位且能获得股东的大力支持；随着公司战略不断调整，目前可售项目主要位于二线城市，公司近年来签约销售面积和金额持续增长；公司投资性房地产区位优势明显，资产质量较好，债务结构合理。同时，联合资信也关注到房地产行业仍处于调控周期，公司项目利润空间可能收窄，土地一级开发占用资金较多，存货占比高，未来资本支出规模较大以及少数股东权益占比较高不利因素对公司经营发展带来的负面影响。

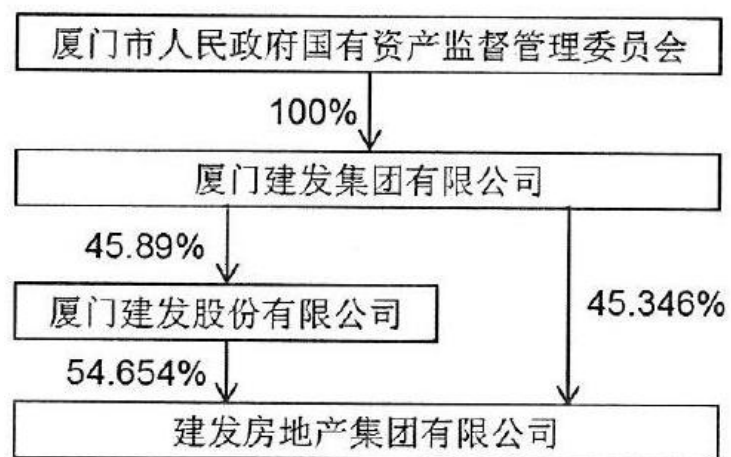
公司经营活动现金流量和 EBITDA 对本期中期票据拟发行额度的保障能力很强。

未来随着公司储备项目的陆续销售，以及土地一级开发、代建等项目的持续推进，公司

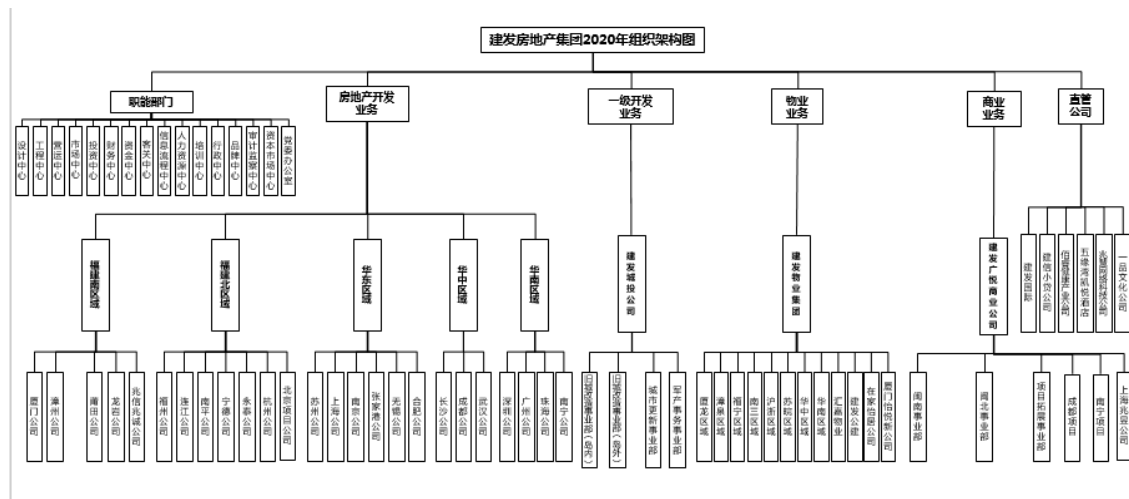
有望保持良好的经营状况。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况和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极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2019 年底公司主要子公司情况

序号	子公司名称	注册地	业务性质	持股比例 (%)	
				直接	间接
1	建发国际投资集团有限公司	香港	投资管理	--	64.87
2	厦门益悦置业有限公司	厦门	房地产业、投资	--	100.00
3	厦门市禾山建设发展有限公司	厦门	房地产业	15.71	84.29

注：截至 2019 年底，公司纳入合并范围子公司数量合计 335 家，数量较多且多为项目公司，表中所列为部分重要子公司

附件 1-4 公司 2018 年以来拿地明细
 （单位：万平方米、万元/平方米、亿元、%）

项目名称	获取时间	土地位置	土地购置面积	对应建筑面积(计容)	楼面单价	土地价款	权益比例	拿地方式
2017一拍 J20 号	2018 年 1 月	南平	5.27	14.77	0.24	3.53	70.00	招拍挂
江南区 GC2017-122 号地块	2018 年 1 月	南宁	2.23	7.80	0.30	2.31	51.00	招拍挂
武汉 P（2017）168 号地块	2018 年 1 月	武汉	6.83	9.56	1.03	9.85	49.00	收购
永泰世外梧桐	2018 年 1 月	福州	46.21	21.10	0.11	2.26	65.00	收购
苏地 2017-WG-79 号地块	2018 年 2 月	苏州	2.23	4.44	1.03	4.58	55.00	招拍挂
连地拍卖（2018）01 号	2018 年 2 月	连江	6.96	13.93	0.22	3.10	46.15	招拍挂
连地拍卖（2018）03 号	2018 年 2 月	连江	1.15	2.07	0.17	0.35	46.15	招拍挂
连地拍卖（2018）04 号	2018 年 2 月	连江	0.97	0.77	0.38	0.30	46.15	招拍挂
斗门区 2017-73 地块	2018 年 3 月	珠海	4.74	9.55	1.30	12.46	100.00	招拍挂
张地 2012-A23-A-2 号地块	2018 年 3 月	张家港	6.99	12.57	1.09	13.65	100.00	招拍挂
JY2018001 号	2018 年 3 月	南平	7.00	12.60	0.57	7.20	70.00	招拍挂
集美新区 2018JP01 地块	2018 年 4 月	厦门	3.05	8.55	2.80	23.92	51.00	招拍挂
富山御苑项目	2018 年 4 月	连江	4.01	8.82	0.14	1.20	70.00	收购
2018-06 地块	2018 年 4 月	福州	1.39	12.35	0.70	8.61	47.60	招拍挂
白藤湖湖心路东侧地块(土地编号: 1003329-3)	2018 年 5 月	珠海	2.67	4.49	0.90	4.03	51.00	收购
连江（2018）02 号	2018 年 5 月	连江	7.00	10.50	0.22	2.30	55.58	收购
2017-H2 地块（宗地 2017-15 号）	2018 年 5 月	福州	5.55	13.87	1.27	17.67	51.60	收购
P（2018）066 号	2018 年 8 月	武汉	7.16	17.90	0.60	10.74	51.00	招拍挂
名巨南庄	2018 年 9 月	深圳	0.84	3.51	1.85	6.50	51.00	收购
2018P02 地块	2018 年 9 月	厦门	6.18	14.96	3.81	57.00	95.00	招拍挂
武夷新区童子山大桥西北侧地块	2018 年 9 月	建阳	5.17	14.98	0.35	5.22	45.00	收购
嘉富酒店公寓	2018 年 8 月	厦门	1.29	6.46	0.25	1.59	100.00	收购
PS 拍-2018-19 号荔浦地块	2018 年 10 月	莆田	5.50	14.29	0.53	7.56	100.00	招拍挂
2018P08 地块	2018 年 11 月	漳州	3.71	8.91	1.08	9.65	70.00	招拍挂
武夷山山外山	2018 年 12 月	南平	16.00	8.96	0.11	0.99	50.00	收购
玉湖地块（PS 拍 2018-33）	2019 年 1 月	莆田	4.69	12.19	0.70	8.58	100.00	招拍挂
宁德 2018P02 地块	2019 年 1 月	宁德	4.92	10.82	0.41	4.43	50.00	收购
地铁上盖（2017-25 号）	2019 年 2 月	福州	11.14	33.43	1.51	50.40	16.50	收购
PS-2012-20 地块	2019 年 3 月	仙游	3.26	10.76	0.37	3.98	55.00	收购
香洲区 2019-05 地块	2019 年 3 月	珠海	1.97	5.91	2.47	14.60	100.00	招拍挂
2019-09 连潘地块	2019 年 3 月	福州	2.33	6.51	1.19	7.75	100.00	招拍挂
2019-WG-1 号地块	2019 年 4 月	太仓	8.40	15.28	0.85	14.34	100.00	招拍挂
2019-J-01 号地块	2019 年 4 月	建瓯	13.53	33.82	0.27	9.02	75.00	招拍挂
2019P06 地块	2019 年 5 月	漳州	3.28	9.83	0.90	8.86	100.00	招拍挂

漳浦 201812 (05 地块)	2019 年 5 月	漳州	6.62	17.86	0.18	3.26	70.00	招拍挂
漳浦 201811 (04 地块)	2019 年 5 月	漳州	5.71	15.42	0.18	2.70	70.00	招拍挂
南宁五象湖 GC2019-055 地块	2019 年 6 月	南宁	10.17	27.66	0.99	27.45	100.00	招拍挂
PS 拍-2019-16 号地块(荔城区磐龙山庄片区地块一)	2019 年 6 月	莆田	18.22	34.50	0.53	18.28	100.00	招拍挂
2019P02 地块	2019 年 6 月	宁德	8.59	21.47	0.49	10.61	55.00	招拍挂
北大客运中心旧地改造	2019 年 7 月	南宁	5.84	30.38	0.34	10.24	60.00	招拍挂
锡国土(经) 2019-8-XDG-201908 号地块	2019 年 5 月	无锡	14.39	22.30	1.67	37.25	49.00	收并购
张地 2018-B32-A 地块	2019 年 7 月	张家港	4.83	10.62	0.34	3.62	100.00	招拍挂
张地 2018-B32-B 地块	2019 年 7 月	张家港	6.85	15.06	0.34	5.13	100.00	招拍挂
张地 2018-B32-C 地块	2019 年 7 月	张家港	4.93	10.85	0.34	3.70	100.00	招拍挂
常熟 2019A-017 地块	2019 年 8 月	常熟	3.26	8.14	1.18	9.57	100.00	招拍挂
WJ-J-2019-017 号地块(体育路北 1)	2019 年 8 月	苏州	3.78	4.92	1.58	7.75	100.00	招拍挂
WJ-J-2019-018 号地块(体育路北 2)	2019 年 8 月	苏州	5.00	6.50	1.58	10.28	100.00	招拍挂
厦门海沧 H2019P03 地块	2019 年 12 月	厦门	2.72	7.25	2.19	14.50	100.00	招拍挂
长沙县 011 号地块	2019 年 8 月	长沙	13.02	23.44	0.64	14.97	49.00	收并购
莆田市 PS 拍-2019-24 号地块	2019 年 8 月	莆田	3.19	8.29	2.01	7.06	100.00	招拍挂
海沧 2019HP01	2019 年 8 月	厦门	4.20	8.52	2.71	23.28	51.00	收并购
无锡 XDG-2016-30 号地块	2019 年 9 月	无锡	5.60	12.32	0.90	9.76	42.00	收并购
连江 2019-17 号清塘片区地块	2019 年 9 月	连江	3.51	7.73	0.52	4.04	100.00	招拍挂
大王山片区北部的[2019]长沙市 079 号双限地块	2019 年 9 月	长沙	18.53	41.60	0.55	22.88	49.00	招拍挂
苏州 2019-WG-28 号地块	2019 年 9 月	苏州	2.79	6.70	0.93	6.21	100.00	招拍挂
长泰县马洋溪新亭 D-02 地块	2019 年 9 月	漳州	6.79	9.51	0.13	1.19	60.00	招拍挂
漳州 2019P12	2019 年 11 月	漳州	2.99	7.78	0.85	6.61	70.00	招拍挂
海沧 2019HP02	2019 年 12 月	厦门	1.75	4.89	2.04	9.98	100.00	招拍挂
海沧 2019HP03	2019 年 12 月	厦门	1.86	5.21	2.19	11.41	100.00	招拍挂
南宁 GC2019-130	2019 年 12 月	南宁	8.63	17.27	1.36	23.49	100.00	招拍挂
龙岩 2019 拍-17	2019 年 12 月	龙岩	2.09	7.02	0.50	3.54	55.00	招拍挂
龙岩 2019 拍-19	2019 年 12 月	龙岩	3.24	9.08	0.62	5.60	70.00	招拍挂
1612-757	2020 年 1 月	北京	2.33	6.52	5.11	33.30	51.00	收并购
2020P01	2020 年 2 月	漳州	0.84	2.53	0.85	2.15	100.00	招拍挂
XDG-2019-60 号	2020 年 3 月	无锡	8.92	17.83	1.21	21.49	100.00	招拍挂
松江区泗泾镇 SJSB0003 单元 17-01 号地块	2019 年 12 月	上海	8.57	12.86	2.10	27.00	49.00	收并购
连地拍卖[2019]22 号地块	2019 年 12 月	连江	6.45	14.20	0.47	6.74	40.00	收并购
湖里 2019P05	2019 年 12 月	厦门	5.04	17.45	4.31	75.25	80.00	收并购
合计	--	--	372.16	747.30	--	592.26	--	--

注：表中含合营、联营项目
 资料来源：公司提供

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	47.12	83.81	182.16	191.56
资产总额(亿元)	861.33	1128.78	1680.33	1765.83
所有者权益合计(亿元)	212.99	278.26	369.72	371.23
短期债务(亿元)	51.21	35.64	123.50	128.78
长期债务(亿元)	345.16	375.41	406.09	459.52
全部债务(亿元)	396.37	411.05	529.59	588.30
营业收入(亿元)	181.18	273.51	320.73	64.28
利润总额(亿元)	33.41	57.95	66.48	27.37
EBITDA(亿元)	43.28	70.31	75.84	--
经营性净现金流(亿元)	-158.90	5.84	125.64	-17.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	184.33	14.17	8.94	--
存货周转次数(次)	0.33	0.27	0.24	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.27	0.23	--
现金收入比(%)	88.32	129.45	201.89	206.88
营业利润率(%)	23.25	31.14	29.45	49.62
总资本收益率(%)	5.24	7.60	6.10	--
净资产收益率(%)	11.25	15.25	12.99	--
长期债务资本化比率(%)	61.84	57.43	52.34	55.31
全部债务资本化比率(%)	65.05	59.63	58.89	61.31
资产负债率(%)	75.27	75.35	78.00	78.98
流动比率(%)	240.59	212.74	170.03	173.95
速动比率(%)	88.60	44.04	54.43	56.97
经营现金流负债比(%)	-53.36	1.24	13.98	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.16	5.85	2.55	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.71	2.50	6.98	--

注：1. 2017 年度数据采用 2018 年财务报告期初数，2020 年一季度财务数据未经审计；2. 将其他流动负债中的有息部分计入短期债务核算、将长期应付款中及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务核算；3. 公司 2017—2019 年度及 2020 年 3 月底所有者权益中分别包含 10.00 亿元的永续中期票据

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.87	9.57	5.10	14.07
资产总额(亿元)	406.64	401.99	518.12	580.18
所有者权益(亿元)	80.68	97.13	103.50	104.15
短期债务(亿元)	21.20	3.80	42.36	58.78
长期债务(亿元)	147.26	157.92	172.12	162.50
全部债务(亿元)	168.45	161.72	181.37	221.28
营业收入(亿元)	1.71	11.93	16.72	0.78
利润总额(亿元)	13.75	16.21	17.46	0.87
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-163.18	-25.26	58.22	18.95
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	4.58	2.78	--
存货周转次数(次)	48.47	840.28	2186.03	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.03	0.04	--
现金收入比(%)	210.37	59.55	97.62	434.29
营业利润率(%)	45.22	5.66	15.28	4.77
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	14.41	17.55	16.41	--
长期债务资本化比率(%)	64.60	61.92	62.45	60.94
全部债务资本化比率(%)	67.62	62.48	67.45	68.00
资产负债率(%)	80.16	75.84	80.02	82.05
流动比率(%)	210.05	251.91	200.17	174.46
速动比率(%)	210.05	251.91	200.17	173.07
经营现金流动负债比(%)	-92.62	-17.46	24.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年一季度财务报表未经审计；母公司 2017—2019 年底及 2020 年 3 月底所有者权益中分别包含 10.00 亿元的永续中期票据

附件 4 同行业企业对比数据

发行人	北京城建投资发展股份有限公司	珠海华发实业股份有限公司	广州珠江实业集团有限公司	建发地产
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
营业利润率 (%)	16.20	20.12	21.39	29.45
净资产收益率 (%)	7.94	7.66	3.15	12.99
存货周转次数 (次)	0.16	0.16	0.29	0.24
总资产周转次数 (次)	0.14	0.16	0.20	0.23
财务数据时点	2019 年			
资产总额 (亿元)	1225.19	2341.11	1007.38	1680.33
所有者权益 (亿元)	279.76	432.95	295.06	369.72
营业收入 (亿元)	164.32	331.49	183.38	320.73
利润总额 (亿元)	27.23	43.96	14.30	66.48
经营活动现金流净额 (亿元)	-7.59	280.35	28.12	125.64
资产负债率 (%)	77.17	81.51	70.71	78.00

资料来源：联合资信根据公开市场资料整理

附件 5 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

附件 6-1 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 6-2 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。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 建发房地产集团有限公司 2020 年度第二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，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，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。