

跟踪评级公告

联合[2016]742号

联发集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

联发集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”
联发集团有限公司发行的“15 联发 01”和“15 联发 02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一六年六月二十八日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

联发集团有限公司



公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+

上次评级结果：AA+

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 联发 01	10 亿元	3 年	AAA	AAA	2015/06/29
15 联发 02	10 亿元	5 年	AAA	AAA	2015/06/29

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保证担保

跟踪评级时间：2016 年 6 月 28 日

主要财务数据
发行人

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	243.49	253.64	266.00
所有者权益 (亿元)	60.67	61.13	61.21
长期债务 (亿元)	70.74	73.40	90.55
全部债务 (亿元)	93.85	112.57	111.09
营业收入 (亿元)	70.11	90.94	10.88
净利润 (亿元)	8.71	8.65	1.37
EBITDA (亿元)	13.14	13.20	--
经营性净现金流 (亿元)	12.73	6.08	--
营业利润率 (%)	15.29	15.52	23.52
净资产收益率 (%)	15.62	14.20	2.25
资产负债率 (%)	75.08	75.90	76.99
全部债务资本化比率 (%)	59.78	62.61	64.47
流动比率 (倍)	1.93	1.86	2.02
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.13	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	22.55	18.24	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.66	0.66	--

担保方

项 目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,110.33	1,208.98	1,411.42
所有者权益 (亿元)	251.63	394.02	398.77
营业收入 (亿元)	1,239.36	1,305.69	234.05
净利润 (亿元)	29.98	31.02	5.50
资产负债率 (%)	77.34	67.41	71.75

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异；2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3、公司未提供 2016 年一季度现金流量表，2016 年一季度财务报表未经审计。

评级观点

跟踪期内，联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）作为具备较强综合实力的房地产开发公司，在土地成本及规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面仍然具备一定优势。2015 年，公司房地产销售规模有所增长，开发力度有所加大，营业利润率维持稳定。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及公司部分项目分布在桂林、鄂州、莆田等二三线城市等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2015 年，公司加大开工力度，在建规模有所上升，未来随着项目的陆续销售，公司有望持续保持良好的经营状况。

厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）为“15 联发 01”和“15 联发 02”债项提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。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，资产规模较大，业务发展稳定，其担保对于保障公司债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望“稳定”；同时维持“15 联发 01”和“15 联发 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司作为厦门市大型国有房地产开发商，行业经验丰富，区域优势明显。

2. 跟踪期内，公司在建项目规模较大，预收款规模较大，未来可售、可结转面积较大，对收入形成一定支撑。

3. 跟踪期内，公司仍保持较大规模的持有型物业，公司持有型物业地理位置较好，

出租率较高，是公司的优质资产。同时，自贸区政策的落地将极大拉动公司持有型物业的增值。

4. 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，跟踪期内，整体运营状况良好，其担保对公司债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

关注

1. 房地产业具有发展不平稳、易受经济波动影响、开发周期长、资金投入量大、高杠杆化等特点，上述因素可能会对公司经营发展形成不利影响。

2. 公司部分房地产项目主要分布在桂林、鄂州、莆田等二三线城市，易受所在区域房地产市场波动影响，去化节奏可能受到影响。

3. 截至 2015 年底，公司债务负担偏重，在建及拟建项目未来资本支出规模较大，公司存在一定的对外融资需求。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

高永亮

电话：010-85172818

邮箱：gaoyl@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：



联合信用评级有限公司

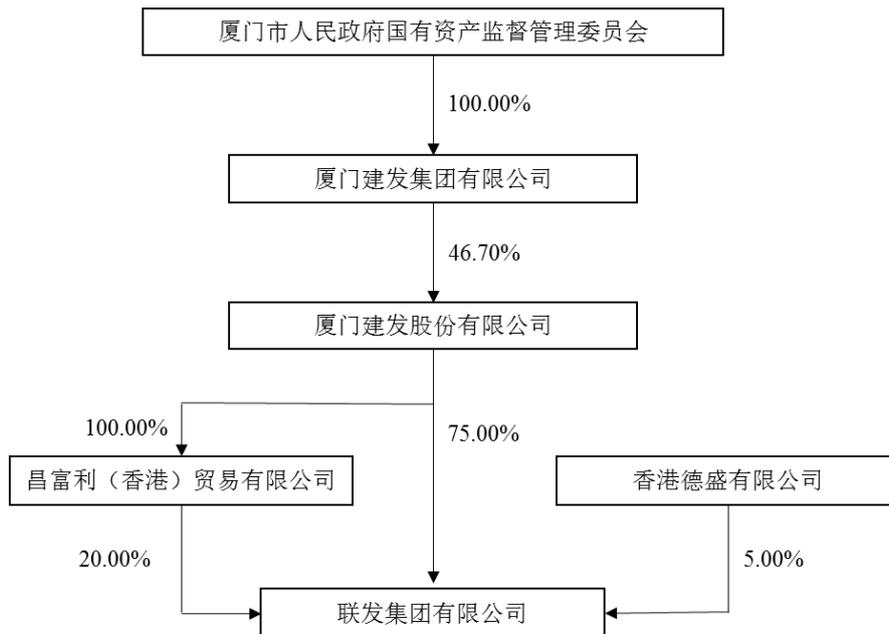
一、主体概况

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）于1983年10月18日在厦门市工商行政管理局注册成立，是由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）、昌富利（香港）贸易有限公司（以下简称“昌富利”）和香港德盛有限公司（以下简称“香港德盛”）共同出资组建的有限责任公司（台港澳与境内合资）。

2013年8月6日，根据“厦投促审[2013]0436号”《厦门市投资促进局关于同意联发集团有限公司增资的批复》，公司注册资本由人民币18亿元增至人民币21亿元，所增资人民币3亿元由原股东按原出资比例以其2012年度分得的税后利润转投入。增资后，投资各方出资比例不变，出资额变更为：建发股份出资人民币15.75亿元；昌富利（香港）贸易有限公司出资人民币4.2亿元；香港德盛有限公司出资等值于人民币1.05亿元的外汇。该次注册资本变更于2014年9月29日完成工商登记手续。

截至2015年末，公司注册资本210,000万元，控股股东建发股份持股比例95%（直接持股75%，通过昌富利间接持股20%），公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（见下图）。

图1 截至2015年底公司股权结构和实际控制关系图



资料来源：公司提供

2015年公司经营范围未发生变化。截至2015年底，公司设有产品开发中心、前期开发部、成本管理部、投资发展部、品牌与客户关系部、总经理办公室、人力资源部、财务部、资金部、审计部、信息化应用部等职能部门（附件1），拥有子公司49家，其中项目公司32家。

截至2015年底，公司合并资产总额253.64亿元，负债总额192.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.13亿元，其中归属于母公司所有者权益合计57.53亿元。2015年，公司实现合并营业收入90.94亿元，净利润（含少数股东损益）8.65亿元，其中归属于母公司所有者的净利润8.77亿元；经营活动产生的现金流量净额6.08亿元，现金及现金等价物净增加额2.85亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额266.00亿元，负债总额204.78亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.21亿元，其中归属于母公司所有者权益合计58.44亿元。2016年1~3月，公司实现

合并营业收入10.88亿元，净利润（含少数股东损益）1.37亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.40亿元。

公司地址：厦门市湖里区湖里大道31号；法定代表人：陈龙。

二、债券发行及募集资金使用情况

2015年8月27日，经中国证监会“证监许可【2015】2009号”核准，公司获准发行“联发集团有限公司2015年公司债券”，采用分期发行的方式，其中，第一期债券于2015年9月15日发行，金额10亿元，债券期限为3年，发行利率为3.89%，于2015年12月8日上市，债券简称为“15联发01”，债券代码为“122453.SH”，“15联发01”为固定利率债券，按年支付利息，其所募集资金已按照募集说明书要求，用于偿还银行贷款及补充流动资金，其所募集资金已经全部使用完毕。

第二期债券于2015年9月24日发行，金额10亿元，债券期限为5年，发行利率为4.20%，于2015年12月8日上市，债券简称“15联发02”，债券代码为“122473.SH”，“15联发02”为固定利率债券，按年支付利息，其所募集资金已按照募集说明书要求，用于偿还银行贷款及补充流动资金，其所募集资金已经全部使用完毕。

跟踪期内，“15联发01”和“15联发02”尚未到第一个付息日。

“15联发01”和“15联发02”由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”或“集团”）提供不可撤销的连带责任保证担保。

三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售，属房地产行业。公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，与区域经济规划、地方财政实力紧密相关。

1. 行业概况

2015年，我国房地产行业增速明显放缓。受经济持续下行影响，2015年全国房地产开发投资95,979亿元，比上年名义增长1%（扣除价格因素实际增长2.8%），比上年增速大幅下滑9.5个百分点。2015年全年房地产开发企业房屋施工面积735,693万平方米，比上年增长1.3%，增幅同比下降7.9个百分点；新开工面积154,454万平方米，比上年下降14%，继续维持下降趋势。

土地价格方面，2015年在去库存压力下，房企拿地速度明显放缓，土地供求量出现较大下滑；但另一方面，受“二孩政策”、“公积金异地贷款全面推行”等宏观政策利好影响，房企对于重点城市优质地块的争夺较为激烈，使得一、二线城市土地溢价率及楼面均价均有所上升。2015年，全国300个城市土地平均溢价率16%，较去年同期上升6个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率21%，较去年同期上升9个百分点。具体来看，一线城市呈现上升态势，比2014年同期上升2个百分点至27%；二线城市较去年同期上升10个百分点至17%；三四线城市较去年同期上升2个百分点至8%。楼面均价方面，一线城市同比大幅上涨19%至9,180元/平方米；二线城市同比上涨18%至1,565元/平方米；三四线城市同比上涨1%至751元/平方米。

开发资金来源方面，2015年，受益于政府需求端多手段“促需求”举措，房地产开发企业资金来源紧张局面得以缓解。根据国家统计局数据，2015年房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%，增速较上年上升2.7个百分点。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%，增速较上年降低12.8个百分点；利用外资297亿元，下降53.6%，增速较上年大幅下滑73.3个百

分点；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%，增速较上年回落 9.0 个百分点；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%，增速较上年大幅上涨 20.8 个百分点。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年来受宏观政策和市场供需影响，土地价格有所波动，整体增速呈下降态势。2015 年，在政策利好影响下，房企对于重点城市优质地块的争夺较为激烈，使得一、二线城市土地溢价率及楼面均价均有所上升；2015 年以来，受益于政府在需求端多手段“促需求”举措，房企通过“定金及预收款”和“个人按揭贷款”进行融资的规模有所上升。

2. 行业供需

土地供应方面，2015 年，“去库存”是房地产政策主基调，中央及各级政府在供应端实施“有供有限”，2015 年全年房地产开发企业的土地购置面积增速均处于负增长态势。根据国家统计局数据，2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，比上年下降 31.7%；土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%，降幅收窄 2.1 个百分点。

从商品房市场供求情况看，得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费，2015 年商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄，好于去年同期表现。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%；其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。商品房销售额 87,281 亿元，增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点；其中，住宅销售额增长 16.6%，办公楼销售额增长 26.9%，商业营业用房销售额下降 0.7%。从供给看，2015 年土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房货币化安置，改善市场环境，全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%；其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

从销售价格看，2015 年受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交价格小幅回升，市场呈现回暖迹象。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。

总体看，在宏观经济持续下行压力下，“去库存”成为 2015 年楼市的基调，随着需求端利好政策的逐步落地实施，房价走势有所回暖，但依然面临较大的库存压力。

3. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。2015 年以来，与房地产行业相关的调控政策频出，对房地产市场的发展有较大的影响。2015 年以来的房地产调控政策如下表所示。

表 1 2015 年以来房地产行业调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设工作的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划。

2015年8月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015年9月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个
2015年9月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015年10月	公积金异地贷款业务全面推行
2015年10月	全面二孩政策
2016年2月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。
2016年2月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》

资料来源：联合评级收集整理

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2015年中央及地方相继出台多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

4. 行业关注

(1) 商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

(2) 发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

根据Wind资讯统计数据，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

(3) 房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

(4) 中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

5. 行业发展

(1) 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，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，深度合作为房地产行业轻资产、多元化转型创造了条件。近年来，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，地产金融属性加速释放。

(2) 转变盈利模式，挖掘全产业链服务价值

伴随中国房地产正从新房开发交易为主步向以存量房交易为主转变，行业增长也由外向增长

逐渐演变为内生驱动。房企积极转型服务商，围绕现有客户资源，升级物业服务体系、拓展客户延伸服务，打造全产业链增值服务模式。

(3) 兼并重组，房企高效盘活存量、优化资源配置，开启行业整合新时代

房企以互联网、资本为重要切入点，开启收、并购与整合之路进行资源整合，以较低成本盘活存量，为房企规模化扩张、进一步做大做强提供契机。一是推进内部重组，集中优势资源壮大核心业务。二是借道存量市场兼并收购以扩大业务版图。房企兼并完成后，对资源、财务和管理的高效整合也能够实现双方资源互补，最大化企业价值。

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，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势。

四、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队未发生变化，核心管理人员及核心技术人员稳定；为满足相关监管要求以及进一步完善公司治理结构，公司更新及制订了资金管理制度、信息披露管理制度等，公司管理制度进一步完善。

五、经营分析

1. 经营概况

公司确定了房地产开发与销售、物业租赁两条业务发展主线，主营业务主要为房地产开发与销售，主要产品包括工业园区、写字楼、商业广场、酒店、住宅等。2015年，公司营业收入同比增长29.72%至90.94亿元，增长速度较快，主要来自房地产开发业务收入的增长；公司净利润8.65亿元，同比减少0.67%，主要系公司期间费用增加及投资收益大幅减少所致。

表2 2014~2015年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

项目	2014年			2015年			2015年收入 同比增长
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
房地产开发业务	59.78	85.00	25.43	79.69	88.00	24.16	33.29
供应链运营业务	7.29	10.40	1.45	7.65	8.42	2.11	4.96
物业及租赁管理业务	2.77	3.95	42.82	3.22	3.54	60.56	16.48
其他业务	0.26	0.38	95.18	0.38	0.41	87.56	42.82
合计	70.11	100.00	23.88	90.94	100.00	23.86	29.72

资料来源：公司审计报告

从收入构成看，2015年公司房地产开发业务进一步扩张，实现收入79.69亿元，较2014年增长33.29%，增长速度较快，占2015年营业收入的比重为88.00%，房地产开发业务仍为公司主要收入来源。2015年，供应链运营业务实现收入7.65亿元，同比小幅上升4.96%。2015年，公司物业及租赁管理业务和其他收入（包括投资和担保业务等）均有所增长，但整体收入规模较小，对营业收入影响较小。

从毛利率方面看，2015年公司整体毛利率水平以及各板块业务毛利率水平均变化不大，较为稳定。2015年，随着市场环境的好转、公司物业及租赁管理模式的不断成熟和管理效率的提高，公司物业及租赁管理业务毛利率大幅提升至60.56%，较2014年上升17.74个百分点。

总体看，2015年得益于房地产开发业务收入的快速增长，公司主营业务收入同比有所增长，主营业务毛利率水平较为稳定。

2. 房地产业务

(1) 土地储备

2015年公司仍主要通过“招、拍、挂”的方式获取土地，土地获取延续稳健策略。

2015年，公司共购入土地3块，面积合计71.58万平方米，其中一块位于莆田，建筑面积47.08万平方米，为住宅、商业、办公综合用地，楼面价为1,423.11元/平方米；两块位于重庆，为欣悦一、二期项目土地，建筑面积合计24.50万平方米，为住宅、商业用地，楼面价分别为2,341.18元/平方米和2,237.50元/平方米。截至2016年3月底，公司土地储备建筑面积约359.62万平方米，如下表所示。

表3 截至2016年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	区位	获取时间	取得方式	建筑面积	楼面均价	项目类别
1	南山别墅	重庆	2008.1	招拍挂	9.50	3,284.21	住宅、商业
2	瞰青	重庆	2009.9	招拍挂	9.50	9,052.63	住宅、商业
1	软件学院	厦门	2009.12	招拍挂	37.21	177.37	教育
13	滨海琴苑	天津	2010.3	招拍挂	21.01	3,008.09	住宅、商业
14	君悦华府	扬州	2011.1	招拍挂	12.25	6,204.08	住宅、商业
4	君澜	南宁	2012.12	招拍挂	35.16	2,957.91	住宅、商业
5	乾景	桂林	2012.7	招拍挂	8.07	6,617.10	住宅、商业、办公
12	红莲湖项目	鄂州	2013.1	招拍挂	122.06	670.16	住宅、商业、服务业
2	欣悦华庭	漳州	2014.1	收购股权	4.20	7,714.29	住宅、商业
6	江与城	桂林	2014.9	招拍挂	9.98	3,917.84	住宅、商业
7	乾景欣悦	桂林	2014.12	招拍挂	19.10	2,020.94	住宅、商业
3	电商未来城	莆田	2015.4	招拍挂	47.08	1,423.11	住宅、商业、办公
10	欣悦一期	重庆	2015.5	收购股权	8.50	2,341.18	住宅、商业
11	欣悦二期	重庆	2015.6	招拍挂	16.00	2,237.50	住宅、商业
合计	--	--	--	--	359.62	2,043.55	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：表中建筑面积为剩余发面积，按权益口径统计。

总体看，2015年公司购入三块土地，公司目前土地储备较为充裕，可满足公司未来3~5年的开发需求。

(2) 项目开发情况

从项目开发看，2015年公司依据市场状况调整项目开发进度，公司新开工面积117.87万平方米，较上年下降15.68%；竣工面积131.46万平方米，较上年上升69.04%，主要系前两年开工面积大幅增长当年度完工所致。截至2015年底，公司在建面积339.07万平方米，较上年小幅增长1.49%。

表4 2014~2015年公司房地产开发数据（单位：万平方米）

项目	2014年	2015年
新开工面积	139.80	117.87
竣工面积	77.77	131.46
在建面积	334.09	339.07

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目规模较大，在建项目 22 个，其中有 13 个项目进度超过 50%，权益建筑面积 643.43 万平方米，未来三年可售面积较多，按照目前市场价格估计，房产存量价值较大。公司在建项目面积较大，已投资额 253.30 亿元，尚需投资额 98.96 亿元，资金需求较大。

表 5 截至 2016 年 3 月底公司在建项目情况 (单位: 万平方米, %)

项目名称	项目用途	区位	建设期	计划投资总额	权益建筑面积	工程进度	已投资额
瞰青	住宅、商业	重庆	2013~2017 年	34.00	48.56	60	28.18
南山别墅	住宅、商业	重庆	2011~2018 年	6.00	14.00	1	3.85
欣悦	住宅、商业	重庆	2016~2018 年	14.90	19.60	20	5.97
红莲湖项目	住宅、商业、服务业	鄂州	--	待定	160.00	1	6.42
江与城	住宅、商业	桂林	2015~2018 年	10.67	11.54	60	6.61
君澜天地	住宅、商业	桂林	2014~2016 年	5.00	9.39	70	4.39
乾景	住宅、商业、办公	桂林	2013~2016 年	13.94	36.50	75	12.33
乾景欣悦	住宅、商业	桂林	2015~2018 年	15.00	26.29	20	4.77
悠山郡	住宅、商业	桂林	2014~2018 年	12.53	12.18	70	8.49
君领朝阳	住宅、商业	南昌	2013~2016 年	16.06	28.58	80	14.69
君悦华庭	住宅、商业	南昌	2015~2018 年	14.76	20.05	40	8.70
君澜	住宅、商业、办公	南宁	2015~2019 年	25.00	28.75	30	12.27
尚筑	住宅、商业	南宁	2013~2016 年	16.00	28.17	80	14.46
电商未来城	住宅、商业、办公	莆田	2015~2021 年	20.00	37.66	20	7.57
滨海琴苑	住宅、商业	天津	2016~2019 年	18.70	22.31	20	8.05
第五街	住宅、商业	天津	2013~2017 年	20.27	22.86	80	18.53
九都国际	住宅、商业、办公	武汉	2012~2016 年	22.82	20.39	75	21.24
滨海写字楼	办公	厦门	2014~2018 年	11.04	8.16	20	3.74
欣悦湾	住宅、商业	厦门	2012~2017 年	20.00	30.91	80	19.16
欣悦学府	住宅、商业	厦门	2014~2018 年	12.00	9.25	60	8.72
君悦华府	住宅、商业	扬州	2012~2018 年	32.57	36.22	70	27.94
欣悦华庭	住宅、商业	厦门	2014~2018 年	11.00	12.07	50	7.22
合计	--		--	352.26	643.43	--	253.30

资料来源: 公司提供

总体看, 2015 年, 公司新开工面积有所下降, 但整体在建工程规模仍然较大, 能够保证公司未来销售的需要, 但对开发资金的需求规模较大。

(3) 房地产销售情况

从销售数据看, 2015 年公司协议销售面积为 94.86 万平方米, 较上年大幅增长 26.76%, 主要系随着房地产市场回暖, 公司销售增长所致; 2015 年, 公司房地产协议销售均价为 0.85 万元/平方米, 较上年有所下降, 主要系 2015 年公司销售的物业主要是价格相对较低的郊区地产项目所致; 2015 年, 公司房地产协议销售金额为 80.38 亿元, 较上年增长 14.38%。截至 2016 年 3 月底, 公司预收款项余额 56.53 亿元, 对公司后期收入结转形成有力支撑。

表 6 2014~2015 年公司房地产销售数据

项目	2014 年	2015 年
协议销售面积 (万平方米)	74.83	94.86
协议销售金额 (亿元)	70.27	80.38
协议销售均价 (万元/平方米)	0.94	0.85

结转收入面积（万平方米）	73.70	90.81
结转收入（亿元）	59.78	79.69

资料来源：公司提供

从结转情况看，2015年，公司结转收入面积90.81万平方米，较上年增长23.21%，主要系前期预售的项目达到收入结转标准所致；2015年，公司结转收入为79.69亿元，较上年增长33.29%。

总体看，2015年，随着房地产市场的回暖，公司房地产销售面积和销售收入同比均有所增长；从结转情况看，2015年结转面积和结转收入均出现一定程度增长。

3. 自持物业

目前公司持有的物业主要为工业地产、商用房产（包括商业和写字楼）和教育地产，较2014年无变化，共计持有面积近80万平方米，分布在厦门、南昌和桂林等地，其中70万平方米物业在厦门，厦门的自持物业中，37万平方米的物业临近厦门自贸区，未来有一定升值空间。公司物业出租情况总体良好，租赁业务年收入在3亿元左右，该部分业务收入比较稳定。

截至2016年3月底，公司自持物业（不含自用面积）建筑面积76.40万平方米，账面价值16.87亿元。

表7 截至2016年3月底公司持有物业情况（单位：万平方米，%，亿元）

序号	项目名称	区位	建筑面积	物业概况	出租率	账面价值	2015年平均租金
1	湖里工业园	厦门	18.14	厂房	95	1.51	289
2	杏林工业园	厦门	5.56	厂房	84	0.41	202
3	黄金工业园	厦门	17.90	厂房	88	2.57	154
4	软件学院	厦门	6.68	教育地产	100	2.20	178
5	湖里写字楼	厦门	7.59	写字楼	77	0.63	537
6	湖里颐豪酒店等	厦门	3.37	酒店	100	0.36	336
7	华美文创园	厦门	4.07	文创园	77	1.18	548
8	联发电子商城	厦门	3.09	商场	50	2.11	667
9	联达商业广场	桂林	5.74	商场	100	2.17	354
10	联发广场	南昌	4.26	写字楼	95	3.72	1176
--	合计		76.40	--	--	16.87	--

资料来源：公司提供

注：上表中未包含自用面积；账面金额为账面价值，即原值扣除折旧或减值准备后的价值。

4. 供应链运营业务

供应链运营、投资和担保业务方面，随着公司战略规划和发展策略的调整，房地产业务迅速扩张，2015年公司供应链运营、投资和担保业务在整体业务中占比继续下降，且盈利能力较低，对公司盈利的直接贡献水平不高。该业务主要是围绕公司房地产业务进行，目的是降低公司的营运成本，拓宽融资渠道，为公司房地产业务发展提供有力的支撑，以保障公司的整体盈利水平。

总体看，公司供应链运营业务毛利水平较低，主要是围绕房地产主业开展，该部分业务在公司收入中占比有所减少。

5. 经营效率

2015年公司营业收入稳定增长，公司流动资产周转次数由上年的5.39次上升至5.80次；同期，随着公司项目开发规模增加，公司存货持续增长，公司存货周转率0.38次，较2014年略有上升；公司总资产周转次数为0.37次，同比小幅上升。

总体看，2015年，公司存货周转率、流动资产周转率和总资产周转率均较上年有一定幅度上升，公司经营效率有所提升，经营效率较好。

6. 经营关注

(1) 房地产行业高速发展时代已经过去，目前国内经济下行压力加大。房地产业务作为公司主营业务，其未来发展面临较大的政策不确定性。

(2) 公司项目主要分布在二、三线城市，易受所在区域房地产市场政策波动影响，可能影响公司去化进程，公司盈利规模可能出现波动。

(3) 2015年底，公司债务负担仍偏重，在建及拟建项目未来资本支出规模较大，公司存在一定的对外融资需求。

7. 未来发展

公司立足厦门，推进全国区域性布局，实现持续健康发展。通过房地产、物业租赁经营和增值服务，增强企业核心竞争力，实现联发品牌影响力的持续提升。

区域拓展方面，公司目前的主要业务集中在厦门、南昌、桂林、南宁、武汉、重庆、天津、扬州等地，公司凭借以往的经验、对当地的了解以及优良的市场声誉，计划通过在现有及未来住宅项目设计和开发中运用标准化运营程序，深耕已有城市，增强在多个城市的领先地位，提高市场份额。公司将继续提升各地开发项目的品质、开发新的项目主体及设计、创新及完善各新项目开发的配套设施以及完善物业管理服务。

土地储备方面，公司将通过多种形式获取土地储备，探索养生养老、旅游、文化创意、产业用地等新业态。公司将紧密关注社会变化、产业政策背景及走向、研究产业化可操作空间、成本效益对比、运作方式。同时，公司将继续以具竞争力的成本增加具有高增长潜力地区的土地储备。在收购土地之前，公司将综合考虑诸多因素，如未来的城市比较、土地供应、土地成本、城市规划及开发、政府的优惠政策、周边基础设施以及增长潜力及地区投资价值等。

标准化运作方面，为了进一步改善项目管理以及维持稳定健康的成长及运营扩张，公司计划继续优化及改善运营体系。公司计划将部分项目主题标准化及复制到计划扩张的城市今后的物业开发项目中。凭借标准化运作程序，公司将能够继续提高项目规划质量、设计效率及保持并推广物业开发项目的形象及品质。

总体看，公司未来发展战略明晰，依托自身优势，在深挖现有业务地区资源的基础上战略性外拓；规划了较为清晰的土地储备计划，对资源的筛选提出了较高的标准。公司通过扩展业务布局、补充优质资源、提升管理效率等方式来提升公司未来的可持续发展能力。

六、财务分析

公司2015年财务报表已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结论，公司经审计的财务报表按照财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》编制。公司2016年一季度报表未经审计。公司2015年合并子公司3家、新设子公司5家，由于新纳入合并范围公司规模较小，故财务数据的可比性较强。

截至2015年底，公司合并资产总额253.64亿元，负债合计192.50亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计61.13亿元，其中归属于母公司的所有者权益57.53亿元。2015年，公司实现合并营业收入90.94亿元，净利润（含少数股东损益）8.65亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为8.77

亿元；经营活动产生的现金流量净额6.08亿元，现金及现金等价物净增加额为2.85亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额266.00亿元，负债总额204.78亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.21亿元，其中归属于母公司所有者权益合计58.44亿元。2016年1~3月，公司实现合并营业收入10.88亿元，净利润（含少数股东损益）1.37亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.40亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至2015年底，公司资产总额253.64亿元，较年初小幅增长4.17%。截至2015年底，公司资产构成中，流动资产占比87.07%，非流动资产占比12.93%，公司资产构成以流动资产为主。

截至2015年底，公司流动资产220.84亿元，较年初小幅增长3.51%，主要由货币资金（占比10.48%）、其他应收款（占比2.88%）和存货（占比82.28%）构成。

截至2015年底，随着营业规模的扩张，公司货币资金较年初增长19.31%，为23.15亿元，主要以银行存款和其他货币资金为主，其中银行存款19.41亿元，占比83.84%，其他货币资金3.74亿元，占比16.16%；截至2015年底，公司受限货币资金为3.74亿元，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金及用于质押的定期存款等。

随着房地产项目开发的增加，公司存货账面价值逐年增加。截至2015年底，公司存货账面余额182.10亿元，存货账面价值181.71亿元，较年初增长1.38%，主要为尚未结转的开发成本和在建开发产品，其中尚未结转的开发成本占比79.13%，在建开发产品占比20.36%；公司计提跌价准备0.39亿元，计提金额较小。截至2015年底，公司存货中用于借款抵押的规模为56.66亿元，受限规模占比不高。公司房地产项目主要位于厦门、天津、南昌、南宁等二线城市，存货跌价风险不大。

截至2015年底，公司其他应收款账面余额7.19亿元，计提坏账准备0.83亿元，计提比例11.54%，其他应收款账面价值6.36亿元，较年初增长27.76%，主要由应收关联方的款项构成。

截至2015年底，公司非流动资产32.80亿元，较年初增加8.84%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占比19.41%）、投资性房地产（占比10.70%）和递延所得税资产（占比8.60%）构成。

截至2015年底，公司长期股权投资6.37亿元，较年初增长7.28%，主要为宏发科技股份有限公司（宏发科技，600885）的股权，占比80.06%。2015年公司新增对厦门鼓浪屿投资发展有限公司的投资0.20亿元。

截至2015年底，公司可供出售金融资产2.82亿元，较年初增长3,881.43%，主要系公司投资可供出售债务工具2.08亿元所致，其余为可供出售权益工具0.74亿元；可供出售债务工具主要为债券；权益类主要为对江苏华泰瑞联并购基金（0.50亿元，持股16.61%）、厦门海沧区华登小额贷款股份有限公司（0.20亿元，持股10.00%）等的投资。

截至2015年底，公司投资性房地产18.02亿元，较年初上升0.64%，公司投资性房地产主要系已出租的土地使用权、持有并准备增值后转让的土地使用权、已出租的建筑物。公司持有的物业以历史成本计价，报表体现价值较低，公司物业均位于厦门、桂林等地核心区域，地理位置优越，具有一定的升值空间。截至2015年底，公司投资房地产中用于借款抵押的10.44亿元，受限规模较大。

公司递延所得税资产主要由可抵扣亏损和预收售房款未结转造成的应纳税暂时性差异所致。截至2015年底，公司递延所得税资产3.51亿元，较年初下降20.92%，主要系公司预收售房款未结转造成的应纳税暂时性差异所致。

截止2016年3月底，公司资产总额为266.00亿元，同比增长4.87%，其中流动资产占比86.39%，

非流动资产占比13.61%，资产结构变动不大。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征，非流动资产中投资性房地产占比较大；公司资产中受限规模不大，整体资产质量较好。

负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债合计192.50亿元，较年初增长5.30%；其中，流动负债占比61.53%，非流动负债占比38.47%，公司负债以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债118.45亿元，较年初增长6.97%。公司流动负债主要由短期借款（占比9.31%）、应付账款（占比10.44%）、预收款项（占比47.73%）、其他应付款（占比11.44%）和一年内到期的非流动负债（占比14.40%）构成。

截至2015年底，公司短期借款11.03亿元，较年初小幅增长1.66%，主要由抵押借款、保证借款、贸易融资借款和信用借款构成，分别占比36.26%、27.20%、24.39%和12.15%。

截至2015年底，公司应付账款12.37亿元，较年初上升7.16%，主要由应付货款和工程款构成。从账龄来看，以一年以内到期应付账款为主。

截至2015年底，公司预收款项56.53亿元，较年初下降13.27%，主要包括预收售房款和货款，其中预收售房款占比97.50%。

截至2015年底，公司其他应付款13.55亿元，较年初上升87.48%，主要由关联方往来借款、工程押金及保证金、代收代付款等构成，其中关联方往来借款占比75.40%；工程押金及保证金占比11.06%；代收代付款占比7.69%。

截至2015年底，公司应交税费4.99亿元，较年初减少10.53%，主要系应交企业所得税减少所致。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债17.05亿元，较年初上升123.65%，主要是长期借款转入导致，包括一年内到期的长期借款16.85亿元和一年内到期的长期应付款0.20亿元（系厦门市湖里区财政局委托本公司控股子公司厦门金原融资担保有限公司运作管理的担保金）。一年内到期的长期借款主要为抵押借款和保证借款，分别占比68.67%和31.33%。

截至2015年底，公司非流动负债合计74.05亿元，较年初上升2.73%，其中长期借款53.53万元（占比72.29%），应付债券19.86亿元（占比26.82%）。截止2015年底，公司长期借款53.53亿元，较年初减少24.32%，主要系一年内到期的借款转出所致；公司的长期借款主要为抵押借款、保证借款和信用借款，分别占比55.67%、30.14%和14.19%。2015年，公司新增应付债券19.86亿元，主要系公司2015年9月发行了“联发集团有限公司2015年公司债券(第一期)”和“联发集团有限公司2015年公司债券(第二期)”所致，该两期债券发行金额均为10亿元。

截至2015年底，公司全部债务112.57元，较上年增长19.95%，主要系短期债务增长所致，其中短期债务39.18亿元，长期债务73.40亿元；公司长期债务主要为长期借款和应付债券，还款期主要在2017~2019年，相对公司资产规模来看，集中偿付压力不大。截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为75.90%、64.81%和54.56%，与上年相比略有上升，公司债务负担可控，且以长期债务为主。

截至2015年底，公司所有者权益合计61.13亿元，较年初增长0.76%，其中归属于母公司的所有者权益为57.53亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本21.00亿元，占比36.50%；资本公积0.21亿元，占比0.36%；盈余公积5.48亿元，占比9.53%；未分配利润30.59亿元，占比53.18%。公司所有者权益中，各项权益结构占比变化不大。公司所有者权益结构稳定性一般。

截至2016年3月底，公司负债总额204.78亿元，同比增长6.38%，其中流动负债占比61.53%，非流动负债占38.47%，负债结构变动不大。截至2016年3月底，公司所有者权益61.21亿元，较年初增长0.14%，所有者权益结构较年初变动不大。

总体看，跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主，债务负担处于可控水平；公司所有者权益小幅增长，权益结构稳定性一般。

2. 盈利能力

2015年，公司营业收入90.94亿元，较上年增长29.72%，主要系结转面积增加所致；公司营业成本69.25亿元，较上年增长29.76%，与收入增长率相匹配。2015年，公司营业利润和净利润分别为11.79亿元和8.65亿元，分别同比上升4.10%和下降0.70%，公司营业利润增长幅度小于营业收入增长幅度以及净利润同比出现下降主要系投资收益下降、资产减值损失增加和营业外支出上升等综合因素影响所致。

从期间费用来看，2015年公司费用总额4.30亿元，较上年增长22.01%。从费用构成来看，销售费用占比较高，2015年销售费用占费用总额的79.53%、管理费用占8.21%，财务费用占12.26%，公司管理费用控制较好。2015年，公司费用收入比由上年的5.03%下降至4.73%，公司费用控制能力进一步提升。

2015年，公司确认投资收益2.46亿元，同比减少41.53%，2014年公司出售宏发科技的部分股权造成当期投资收益较高，2015年公司投资收益主要来自公司持有的宏发科技股份有限公司等股权投资收益；2015年公司投资收益占当期利润总额的20.84%，贡献度较高。2015年公司确认资产减值损失0.48亿元，同比增加562.45%，主要系公司当年计提存货跌价损失0.39亿元所致，规模不大，对营业利润影响较小。2015年公司确认营业外收入0.07亿元，同比减少87.26%，主要系赔偿金、违约金收入及政府补助减少所致；营业外支出0.23亿元，同比增加174.02%，主要系当期固定资产处置损失增加所致。

从各项盈利指标来看，由于公司营业外支出上升，公司营业利润率小幅增加。2015年，公司总资本收益率和净资产收益率均较上年有一定幅度下降，分别为5.62%和4.91%，净资产收益率为14.20%，较上年亦略有下降。

总体看，跟踪期内，公司营业收入上升较快，总资本收益率、净资产收益率和净资产收益率均较上年有一定幅度下降，营业利润率小幅上升；公司整体盈利能力尚可。

3. 现金流

公司同时开发多个房地产项目，投入项目开发的现金支出较多；此外，公司为保持可持续发展，须择机进行土地购置；从行业特点来看，房地产项目开发从取得土地到最终实现交付所需时间较长，导致公司经营活动现金流量净额随着项目的开发和销售呈现一定的波动性。

从经营活动情况来看，2015年，公司经营活动现金流入105.46亿元，同比增长19.40%，主要系收到的往来款、代收代付款及保证金或押金增加所致；经营活动现金流出99.38亿元，同比下降31.46%，主要系支付保证金或押金及往来款、代收代付款增加所致；2015年经营活动产生的现金流量净额6.08亿元，有所减少。近两年，公司现金收入比分别为122.58%和92.20%，2015年收入实现质量有一定幅度下降。

从投资活动情况来看，2015年，公司投资活动产生的现金流量净额为-3.29亿元；其中投资活动现金流入4.09万元同比减少13.90%，主要系当年投资收益现金回流减少所致；投资活动现金流出7.39亿元，同比增长638.35%，主要系公司投资支出增加所致。现金流入主要为公司购买理财

产品和取得的投资收益；现金流出主要系公司投资、购买可供出售金融资产、支付非关联方占用资金本金的现金以及并购所支付的现金。

从筹资活动情况来看，2015年，公司筹资活动产生的现金流量净额为0.05亿元；其中筹资活动现金流入76.12亿元，同比增加18.12%，主要系公司发行债券取得资金所致；筹资活动现金流出76.07亿元，同比增加1.50%，变动不大。现金流入主要系发行债券所收到的现金以及从各种渠道取得的借款；现金流出主要系偿还借款、偿付利息所支付的现金。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量规模增大，收入实现质量有待提升；经营活动和筹资活动产生的现金呈净流入状态，公司投资活动现金流量呈净流出状态。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，近两年，公司流动比率和速动比率呈上升态势；截至2015年底，公司流动比率和速动比率分别为1.86倍和0.33倍，公司存货占比较大，速动比率较低。截至2015年底，公司现金短期债务比为0.84倍，较上年略有增长。综合来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2015年，公司EBITDA为20.62亿元，较上年增加8.94%，主要系折旧和摊销增加所致；公司EBITDA中利润总额占56.36%，折旧和摊销占40.82%，计入财务费用的利息支出占2.83%。截至2015年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为75.90%、64.81%和54.56%，同比变动幅度较小；EBITDA利息保障倍数和EBITDA全部债务比分别为1.37倍和0.18倍，EBITDA对利息保障程度较高，对全部债务的保障程度尚可。

截至2015年底，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至2015年底，公司对外担保0.27亿元，系对厦门软件职业技术学院一笔总额1.80亿元的长期贷款按股权比例提供的担保，公司间接持有15%的股权。

截至2015年底，公司已经取得的银行授信总额为133.24亿元，其中已用授信额度82.26亿元，尚可使用授信额度50.98亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告号NO.B201606270143016482），截至2016年6月27日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可；同时考虑到公司在综合实力、品牌知名度、经营模式以及土地储备等方面具有一定的竞争优势，公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（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）达23.39亿元，约为“15联发01”和“15联发02”债券本金合计（20亿元）的1.17倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产达61.13亿元，约为债券本金合计的3.06倍，公司现金类资产和净资产能够对“15联发01”和“15联发02”债券的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为13.20亿元，约为债券本金合计的0.66倍，公司EBITDA对债券本金的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入105.46亿元，约为债券本金合计的5.27倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司作为区域房地产开发企业，在品牌、开发能力、资产和权益规

模等方面具有优势，公司对“15联发01”和“15联发02”债券的偿还能力很强。

八、担保方分析

1. 担保条款

为确保本次公司债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本次债券提供担保。根据2015年12月10日建发集团向债券持有人出具的担保函，建发集团为公司发行的“15联发01”和“15联发02”的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

2. 担保人信用分析

(1) 建发集团概况

建发集团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2016年3月底，建发集团注册资本为45亿元，实际控制人为厦门市国资委。

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2016年3月底，建发集团设有投资管理部、战略管理部、资产管理部等合计17个部门（见附件3）；控股建发股份、厦门建发旅游集团股份有限公司（以下简称“建发旅游”）及厦门国际会展控股有限公司等11家二级子公司，并参股厦门航空有限公司、厦门国际银行有限公司、厦门国际信托有限公司等多家公司。

截至2015年底，建发集团合并资产总额为1,208.98亿元，负债总额为814.97亿元，所有者权益为（含少数股东权益）394.02亿元，归属于母公司所有者权益为250.79亿元。2015年，建发集团实现合并营业收入1,305.69亿元，净利润（含少数股东权益）31.02亿元，归属于母公司所有者净利润为15.23亿元；经营活动产生的现金流量净额43.94亿元，现金及现金等价物净增加额36.87亿元。

截至2016年3月底，建发集团合并资产总额为1,411.42亿元，负债总额为1,012.65亿元，所有者权益为（含少数股东权益）398.77亿元，归属于母公司所有者权益为252.36亿元。2016年1~3月，建发集团实现合并营业收入234.05亿元，净利润（含少数股东权益）5.50亿元，归属于母公司所有者净利润为3.55亿元；经营活动产生的现金流量净额3.53亿元，现金及现金等价物净增加额28.48亿元。

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

2015年，集团经营业务未发生变化，主要包括供应链运营、房地产开发、旅游饮食服务等，其他业务收入包括物业管理收入和会展业务等收入。

2015年建发集团继续推进向供应链运营的战略转型，营业收入规模继续扩大。2015年，建发集团实现营业收入1,305.69亿元，其中供应链运营业务1,048.56亿元，占80.31%；房地产业务实现收入229.44亿元，同比增长24.52%，收入占比升至17.57%；其他业务收入占比较小。

2016年1~3月，建发集团实现营业收入234.05亿元，其中供应链运营收入209.79亿元，占89.63%；房地产业务实现收入18.78亿元，占8.02%；其他业务实现收入5.48亿元，占比较小。

表 8 2014~2015 年建发集团营业收入情况 (单位: 亿元, %)

版块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营	1,020.96	82.38	3.78	1,048.56	80.31	3.68
房地产业	184.26	14.87	32.81	229.44	17.57	35.98
旅游饮食业	26.83	2.16	33.92	10.01	0.77	6.09
会展业务	2.98	0.24	38.61	3.95	0.30	54.69
其他业务	4.32	0.35	61.11	13.73	1.05	70.32
合计	1,239.36	100.00	9.03	1,305.69	100.00	10.23

资料来源: 建发集团提供

从毛利率情况来看, 2014~2015 年, 建发集团综合毛利率分别为 9.03%和 10.23%, 2015 年毛利率上升主要系毛利率较高的房地产业占比上升所致。从各板块的盈利能力上看, 在错综复杂的国内外经济与贸易环境下, 2015 年建发集团供应链运营板块毛利率小幅下滑, 为 3.68%, 但处于行业正常水平。2015 年建发集团房地产开发业务毛利率为 35.98%, 较 2014 年上升了个 3.17 个百分点, 主要系当期结转收入中毛利率水平较高的厦门的中央湾区项目及上海的新江湾项目占比较大所致。2015 年, 旅游饮食业务毛利率由 2014 年的 33.92%大幅降至 6.09%, 主要系建发集团减持盈利水平较高的厦门建发国际旅行社有限公司 (以下简称“建发国旅”) 20%股权后, 建发国旅收入不再纳入合并范围所致。

总体看, 2015 年建发集团业务涉及仍较广, 整体收入规模较大且有所增长, 综合毛利率水平提高。

供应链运营业务

供应链运营业务为建发集团第一大主业, 2015 年供应链运营业务平稳增长, 实现收入 1,048.56 亿元, 同比增长 2.70%; 但由于国内外需求不足导致各类大宗商品价格波动强烈, 同时人工成本上升, 建发集团供应链运营业务毛利率为 3.68%, 较 2014 年略有下降。

建发集团贸易品类以浆纸、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业务板块为主。2015 年建发集团供应链运营板块的核心企业未发生变化。

表 9 建发集团主要子公司供应链运营业务收入情况 (单位: 亿元)

项目	2014 年	2015 年
上海建发	278.06	248.93
建发金属	50.26	41.49
建发物资	53.84	49.69
建发纸业	128.91	131.68
建发汽车	66.15	64.36
建发物流	77.7	62.63
合计	654.92	598.79

资料来源: 建发集团提供

从供应链运营业务的结算模式看, 2015 年公司不同贸易品种的上下游结算模式未发生变化。

总体看, 建发集团供应链运营业务收入规模稳步增长, 公司贸易产业链上下游及物流服务不断延伸。

房地产业务

集团的房地产业务主要由建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房产”）和联发集团 2 家子公司经营，两家房地产公司所负责区域不同以规避竞争。2015 年，建发集团房地产业务多个项目（上海、漳州、厦门、成都）竣工并确认收入，房地产业务实现收入 229.44 亿元，同比增长 24.52%；毛利率为 35.98%，较 2014 年上升了 3.17 个百分点。2016 年一季度，建发集团房地产业务实现营业收入 18.78 亿元。

建发集团房地产业务在厦门当地发展较早，具有较强的市场竞争力。目前建发集团项目储备主要分布在厦门、上海、成都、福州、龙岩、建阳、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州等地。近年来，建发集团加大对厦门和异地城市的投资力度，2015 年新增土地储备对应的建筑面积为 197.93 万平方米。截至 2016 年 3 月末，建发集团未开发建筑面积合计 577.76 万平方米，土地储备量较为充裕。

总体看，2015 年建发集团房地产项目依旧依托建发房产和联发集团运营，收入规模增长，盈利水平提升。

旅游饮食服务业

2015 年，建发集团旅游饮食服务业板块主要涉及旅游和酒店业务，主要由其控股的建发旅游经营。得益于厦门市得天独厚的旅游资源优势，为其旅游服务业务的发展提供了良好的外部环境。2015 年，建发集团旅游板块实现营业收入为 10.01 亿元，同比大幅下降 62.69%，主要系建发集团转让建发国旅 20% 股权后，持股比例由 60% 降至 40%，建发国旅收入不再纳入合并范围所致。

建发集团酒店板块业务依旧定位高端路线，拥有“悦华”高星级酒店管理品牌、“颐豪”商务酒店品牌。目前，建发集团共拥有 14 家酒店，其中 3 家为五星级酒店，酒店整体档次较高，所处区位较好。“悦华”系列酒店位于厦门、泉州和武夷山，在当地拥有较高的知名度；厦门海悦山庄酒店是厦门市接待国宾政要的主要酒店；厦门国际会展酒店与厦门国际会展中心相连，是全海景休闲、会议型酒店；此外，建发旅游还受托管理福建西宾酒店。建发集团旗下酒店经营以租赁物业为主，物业出租方多为地方政府或国有企业，租约通常为 20 年，租期较长，为其酒店业务的稳定经营提供了保障。

总体看，2015 年建发集团转让建发国旅 20% 股权后建发国旅不再纳入合并范围，旅游饮食服务板块收入下降较大。

（3）财务分析

建发集团提供的 2015 年度财务报告已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙），出具了标准无保留审计意见。2016 年一季度财务报表未经审计。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。

2015 年建发集团新设成立子公司 48 家，非同一控制下企业合并 4 家，不再纳入合并范围的子公司 6 家，合并范围变化较大，但由于新增的公司主要为项目公司，对建发集团的财务数据影响较小，故财务数据可比性尚可。

截至 2015 年底，建发集团合并资产总额为 1,208.98 亿元，负债总额为 814.97 亿元，所有者权益为（含少数股东权益）394.02 亿元，归属于母公司所有者权益为 250.79 亿元。2015 年，建发集团实现合并营业收入 1,305.69 亿元，净利润（含少数股东权益）31.02 亿元，归属于母公司所有者净利润为 15.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 43.94 亿元，现金及现金等价物净增加额 36.87 亿元。

截至 2016 年 3 月底，建发集团合并资产总额为 1,411.42 亿元，负债总额为 1,012.65 亿元，所有者权益为（含少数股东权益）398.77 亿元，归属于母公司所有者权益为 252.36 亿元。2016 年 1~3 月，建发集团实现合并营业收入 234.05 亿元，净利润（含少数股东权益）5.50 亿元，归属于母公司所有者净利润为 3.55 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.53 亿元，现金及现金等价物净增加额 28.48 亿元。

资产

截至 2015 年底，建发集团资产总额达 1,208.98 亿元，较年初增长 8.89%。从资产构成来看，以流动资产为主，截至 2015 年底，流动资产占资产总额的 74.50%，非流动资产占资产总额的 25.50%。

截至 2015 年底，流动资产总额 900.74 亿元，较年初增长 5.90%，主要系货币资金和存货增加所致，以货币资金（占比 13.07%）、预付款项（占比 9.24%）和存货（占比 65.76%）为主。截至 2015 年底，建发集团货币资金 117.69 亿元，较年初大幅增加 45.93%，主要系 2015 年建发集团发行债券资金到位所致；其中其他货币资金年末余额 10.03 亿元，主要系通知存款、银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等，其他货币资金中受限现金 9.24 亿元，占货币资金的 7.85%，占比不高。截至 2015 年底，建发集团预付款项 83.21 亿元，较年初下降 21.30%，主要系建发集团加大资金管理力度，缩减预付款项规模所致。从账龄上看，1 年以内的占 89.11%，1~2 年占 8.93%，2~3 年占 1.56%，3 年以上占 0.40%。其中账龄超过 1 年的大额预付款前五大合计 44.44 亿元，主要为预付造船款。截至 2015 年底，建发集团存货账面价值合计 592.31 亿元，较年初增长 4.36%，主要由开发成本（占比 72.42%）、产成品（占比为 11.37%）和开发产品（占比为 16.10%）构成，开发成本占比较大。截至 2015 年底，建发集团共计提存货跌价准备 3.04 亿元。所有权使用受限的存货账面价值合计 182.41 亿元，占全部存货的 30.80%，受限规模大。

截至 2015 年底，非流动资产总额 308.25 亿元，较年初增长 18.68%，主要系长期应收款、长期股权投资、投资性房地产和可供出售金融资产增加所致，以可供出售金融资产（占比 8.55%）、长期应收款（占比 12.28%）、长期股权投资（占比 26.31%）、投资性房地产（占比 13.90%）、固定资产（占比 21.09%）、无形资产（占比 5.25%）和长期待摊费用（占比 5.43%）为主。截至 2015 年底，建发集团可供出售金融资产合计 26.36 亿元，较年初增加 110.87%，主要系可供出售权益工具增加所致，可供出售权益工具（主要系股权类投资）合计 22.28 亿元，其中按公允价值计量的合计 10.42 亿元，按成本计量的合计 11.72 亿元，按成本计量的可供出售权益工具前五大合计 6.53 亿元，占当期可供出售金融资产的 24.77%；2014~2015 年，建发集团可供出售金融资产实现投资收益分别为 0.56 亿元和 1.47 亿元。截至 2015 年底，建发集团长期应收款 37.85 亿元，较年初增长 37.29%，主要系分期收款提供劳务大幅增加所致，分期收款提供劳务主要为子公司厦门禾山建设发展有限公司“后埔-枋湖旧村改造”项目。截至 2015 年底，建发集团长期股权投资 81.09 亿元，较年初增长 12.97%，主要系对联营企业增加投资所致。截至 2015 年底，建发集团固定资产账面价值 65.00 亿元，较年初减少 2.09%，主要系计提折旧所致；截至 2015 年底，建发集团固定资产账面原值 85.42 亿元，主要由房屋及建筑物（占 81.42%）构成；累计计提折旧 20.40 亿元，固定资产成新率较高，为 76.12%。截至 2015 年底，建发集团无形资产合计 16.19 亿元，较年初下降 4.40%，主要系摊销所致；其中，土地使用权占比为 98.14%和软件占比 1.86%。截至 2015 年底，建发集团长期待摊费用合计 16.75 亿元，较年初增加 58.14%，主要系装修费、福州西湖宾馆后区项目增加所致。

截至 2015 年底，建发集团受限资产合计 270.62 亿元，占总资产的 22.38%，占比不大。

截至 2016 年 3 月底，建发集团资产总额为 1,411.42 亿元，较年初增加 16.74%，主要系存货和其他流动资产增加所致；资产构成仍以流动资产（占 77.28%）为主。

总体看，2015 年建发集团资产规模增长，资产构成以流动资产为主，货币资金较为充足。整体看，建发集团资产质量较好。

负债

截至 2015 年底，建发集团负债合计 814.97 亿元，较年初下降 5.09%，主要系偿还借款所致。从负债构成看，流动负债占 70.72%，非流动负债占 29.28%，负债以流动负债为主。

截至 2015 年底，流动负债 576.38 亿元，较年初下降 3.88%，主要系建发集团调整负债结构，减少短期借款所致，以应付票据（占 8.48%）、应付账款（占 13.12%）、预收款项（占 42.51%）、其他应付款（占 10.61%）、一年内到期的非流动负债（占 7.99%）和其他流动负债（占 7.09%）为主。截至 2015 年底，应付票据 48.90 亿元，较年初下降 6.41%，主要系银行承兑汇票减少所致。截至 2015 年底，应付账款 75.61 亿元，较年初下降 18.27%，主要系应付工程款结算增加所致，应付账款主要由货款（占 64.81%）和工程款（占 34.26%）构成。截至 2015 年底，预收款项 245.05 亿元，主要由货款（占 23.22%）和售房款（占 75.79%）构成，预收款项较年初增长 10.18%，主要系预收房款增加所致。截至 2015 年底，其他应付款合计 61.17 亿元，较年初增加 39.34%，主要系预提税费及费用、往来款增加所致；主要由预提税费及费用占 56.78%、往来款占 23.21%、押金及保证金占 7.29%和代收代付款占 5.80%等构成。截至 2015 年底，建发集团一年内到期的非流动负债为 46.08 亿元，较年初下降 33.55%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券下降所致。公司其他流动负债主要为短期融资券、担保赔偿准备金、未到期责任准备金等；截至 2015 年底，建发集团其他流动负债为 40.89 亿元，较年初大幅增长 611.13%，主要系 2015 年建发集团新增多期短期融资券所致，2015 年建发集团新增短期融资券“15 建发集 CP001”（规模 20 亿元，利率 5.18%，期限 1 年）、“15 建发 SCP001”（规模 10 亿元，利率 3.25%，期限 270 天）和“15 建发 SCP002”（规模 10 亿元，利率 3.34%，期限 270 天）。

截至 2015 年底，建发集团非流动负债 238.58 亿元，较年初下降 7.90%，主要系建发集团偿还借款所致。非流动负债构成以长期借款（占 63.08%）和应付债券（占 30.92%）为主。截至 2015 年底，建发集团长期借款余额为 150.50 亿元，较年初下降 18.90%，由质押借款（占 6.41%）、抵押借款（占 48.19%）、保证借款（占 42.09%）和信用借款（占 3.31%）构成。从期限分布上看，1~2 年的占 29.14%，2~3 年的占 29.45%，3~4 年的占 24.22%，4 年以上占 17.20%，建发集团不存在集中偿付压力。截至 2015 年底，建发集团应付债券合计 73.77 亿元，详见下表。

表 10 截至 2015 年底建发集团尚未兑付债券概况（单位：亿元、年）

证券名称	发行期限	发行日期	发行规模	兑付兑息情况
11 建发债	8 (5+3)	2011-10-28	16.00	按时足额付息
16 建发集 SCP001	0.4973	2016-02-24	30.00	未到付息期
16 建发集 SCP002	0.7377	2016-03-21	20.00	未到付息期
12 建发集 MTN1	5	2012-08-31	9.00	按时足额付息
14 建发集 MTN001	5	2014-04-03	15.00	按时足额付息
15 建发集 MTN001	5 (5+N)	2015-07-14	20.00	未到付息期
15 建发集 MTN002	5 (5+N)	2015-09-10	30.00	未到付息期
15 建发集 MTN003	5 (5+N)	2015-12-07	30.00	未到付息期
16 建发 01	7 (5+2)	2016-01-19	15.00	未到付息期
16 建发 02	7 (5+2)	2016-03-16	15.00	未到付息期

资料来源：建发集团审计报告

截至 2015 年底，建发集团全部债务为 394.90 亿元，其中短期债务占 40.80%、长期债务占 59.20%，债务结构以长期债务为主。从债务指标方面，2015 年，建发集团资产负债率下降，由 2014 年的 77.34% 降至 67.41%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，全部债务资本化比率由 64.41% 降至 50.06%；长期债务资本化比率由 49.23% 降至 37.24%。但考虑到建发集团负债中预收房款占比大，未来不需要实际偿付，整体看，建发集团债务负担尚属正常水平。

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。建发集团于 2015 年分三期发行 80.00 亿元永续中期票据和向兴业银行融入永续期债权借款本金 20.00 亿元。考虑到永续债券和永续期债权借款的性质及特点，分别将其从资产负债表中剔除和将其认定为长期债务（因其存在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除公司永续债券、永续期债权借款对所有者权益的影响，2015 年底公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均高于每时点剔除前上述指标值；若将永续债券认定为普通债券、将永续期债权借款认定为普通借款，每时点上述指标值均高于剔除前及剔除后的测算值，具体如下表所示。联合评级关注到，将上述债券及债权调整至债务后，建发集团债务负担明显加重，但尚属可控。

表 11 永续债、永续期债权借款调整测算表（单位：%）

项目	调整前	剔除后	调整至债务
资产负债率	67.41	73.49	75.68
全部债务资本化比率	50.06	57.32	62.73
长期债务资本化比率	37.24	44.29	53.17

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

截至 2016 年 3 月底，建发集团负债合计 1,012.65 亿元，较年初增加 24.26%，主要系短期借款、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债和应付债券所致。其中，流动负债占 71.10%，非流动负债占 28.90%，负债结构以流动负债为主。

截至 2016 年 3 月底，建发集团负债总额 545.15 亿元，较年初增加 38.05%，主要系短期债务增加所致，其中短债债务占 47.06%，长期债务占 52.94%，短期债务占比上升。

总体看，跟踪期内，随着建发集团业务不断扩大，债务规模波动增长；建发集团债务结构以流动负债为主，债务负担尚可。

所有者权益

截至 2015 年底，建发集团所有者权益合计 394.02 亿元，较年初增加 56.59%，主要系发行其他权益工具、少数股东权益及未分配利润增加所致。截至 2015 年底，建发集团归属于母公司的所有者权益合计 250.79 亿元，其中，实收资本占 17.94%、资本公积占 6.28%、其他权益工具占 39.87%、盈余公积占 4.66%、未分配利润占 29.93%，建发集团所有者权益稳定性一般。

其他权益工具指建发集团向第三方发行的永续债券，此类永续债无到期日，本金偿还及收入分配可由建发集团选择递延支付，计入公司所有者权益。截至 2015 年底，建发集团权益工具合计 100.00 亿元，分别为“15 建发集 MTN001 永续中期票据”（发行规模 20 亿元）、“15 建发集 MTN002 永续中期票据”（发行规模 30 亿元）、“15 建发集 MTN003 永续中期票据”（发行规模 30 亿元）、“兴业银行兴业-建发-永续期债权借款本金”（借款本金 20 亿元）。

截至 2016 年 3 月底，建发集团所有者权益合计 398.77 亿元，较年初增加 1.21%，其中归属于母公司所有者权益合计 252.36 亿元，权益结构较年初变化不大。

总体看，建发集团所有者权益稳定性一般。

盈利能力

随着供应链业务规模的扩大和房地产业务销售收入的增长,建发集团营业收入有所增长。2015年,建发集团营业收入为1,305.69亿元,同比增加5.35%;营业成本也相应增加,2015年为1,172.08亿元,同比增长3.96%;建发集团净利润为31.02亿元,同比增加3.46%;同期归属于母公司所有者的净利润15.23亿元,同比增长3.63%。

从期间费用来看,近两年建发集团费用总额分别为55.08亿元和62.79亿元。从费用构成来看,2015年,销售费用、管理费用和财务费用占比分别为63.29%、16.52%和20.19%,销售费用占比较大。2014~2015年,建发集团费用收入比分别为4.44%和4.81%,有所增加,集团费用控制能力仍处于较强水平。

2015年建发集团实现投资收益16.91亿元,同比增长29.01%,主要系权益法核算的长期股权投资收益所致。2015年建发集团营业外收入合计1.90亿元,同比下降0.14%,主要为政府补助0.92亿元和赔偿金、违约金及滞纳金收入0.57亿元;营业外收入占利润总额的4.15%,建发集团营业外收入对利润总额产生一定影响。

从盈利指标来看,随着营业收入规模增长,2015年,建发集团营业利润率由2014年的7.00%上升到7.58%,营业利润率水平不高;2015年建发集团总资本收益率5.63%,有所下降;2015净资产收益率有所下降,为9.61%,主要系建发集团发行永续债登权益资本工具使得净资产大幅增加所致,盈利指标虽下降但仍属较好水平。

2016年1~3月,建发集团实现营业收入234.05亿元,实现营业利润6.72亿元,净利润5.50亿元,归属于母公司所有者的净利润为3.55亿元。

总体看,2015年建发集团收入规模扩大,期间费用控制能力较强,主营业务盈利能力尚可,且业务发展比较稳健。

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,2015年,建发集团经营活动现金流入增加,同期建发集团经营活动现金流出亦增加;2015年建发集团经营活动产生的现金流量净额为43.94亿元,由负转正,增长幅度较大,主要系2015年房地产板块去化加快所致。从收入实现质量指标上看,2015年,建发集团现金收入为101.58%,指标虽小幅下降,但建发集团收入实现质量仍属尚可。

从投资活动看,近年来随着经营规模的扩大及多元化发展,建发集团投资规模呈增长态势,2014~2015年,投资活动产生的现金流量净额分别为-12.22亿元和-15.68亿元,呈持续净流出态势。

从筹资活动看,为满足日常经营和投资的需要,建发集团通过吸收投资和借款筹措资金,2014~2015年,建发集团筹资活动净现金流分别为-0.72亿元和8.47亿元,筹资活动净现金流转正。

2016年1~3月,建发集团经营活动产生的现金流量净额3.53亿元;投资活动产生的现金流量净额-114.43亿元;筹资活动产生的现金流量净额139.33亿元;现金及现金等价物增加额28.48亿元。

总体看,2015年建发集团经营活动净现金流由净流出转为净流入状态,但因投资需求仍较大,需通过融资活动满足投资的需要,对外融资的需求较大。

偿债能力

从短期偿债能力指标看,2015年,建发集团流动资产和流动负债均有所上升,但流动资产的增长幅度超过流动负债,建发集团流动比率上升,为1.56倍。因存货规模较大,建发集团速动比率与流动比率相差较大,为0.54倍,小幅增长。2015年,建发集团现金短期债务比为0.82倍,

现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。整体看，考虑到建发集团流动负债中预收款项占比较大，主要为售房款，不需要未来进行现金偿付，建发集团短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015年，建发集团EBITDA为65.24亿元，同比增长5.81%，其中折旧占7.70%、摊销占5.20%、计入财务费用的利息支出占16.98%和利润总额占70.12%；EBITDA利息倍数为2.55倍，EBITDA对利息的覆盖能力较强；EBITDA全部债务为0.17倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般。考虑到建发集团的存货具有较强变现能力，总体看，建发集团整体偿债能力保持较好水平。

截至2015年底，建发集团有三起涉诉事项。分别为（1）自然人李道之和上海班提酒业有限公司因与下属子公司上海建发及卡斯特兄弟简化股份有限公司发生商标侵权纠纷，向浙江省温州市中级人民法院提起诉讼。浙江省温州市中级人民法院一审判决上海建发赔偿原告3,999.64万元。截至目前，二审正在进行中，上海建发已根据一审判决结果计提预计负债3,999.64万元。（2）公司下属子公司建发股份因委托贷款事项起诉连云港商实业有限公司（以下简称“商公司”），标的额合计6,000万元，厦门市中级人民法院一审判决建发集团胜诉后，商公司已就一审判决结果提起上诉，目前案件已由福建省高级人民法院受理，商公司向建发集团提供土地使用权作为抵押物，并办理了抵押登记，抵押物的评估价值高于借款本金。（3）上海中纺物产发展有限公司因与建发集团及下属子公司上海建发、建发物流发生原木产品货权纠纷，向上海市第一中级人民法院提起诉讼。该案件已在上海市一中院开庭，法院拟追加上海中涵为第三人，并开展场上原木清点工作。建发集团将争取法院判决确认享有存放于天津临港仓库、杭立堆场的9.2万立方米原木所有权；若败诉，建发集团将根据仓储合同向中国外运天津有限公司塘沽分公司追索丢失部分货物的损失。整体看，因涉诉金额较小，建发集团或有风险较低。

截至2015年底，建发集团对外担保余额0.27亿元，全部为联发集团对厦门软件职业技术学院的担保。此外，建发集团房地产业务按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保类型为阶段性担保。阶段性担保的担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的房屋产权证及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止。截至2015年底，建发集团承担上述阶段性担保金额为人民币156.65亿元，其中联发集团为54.59亿元，建发房产为102.06亿元。综上，建发集团对外担保或有风险较低。

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2016年5月4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/违约类贷款1笔、关注类贷款2笔、关注类保函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。建发集团信贷过往债务履约情况良好。

截至2015年底，建发集团在多家银行获得授信总额为1,016.69亿元，已使用额度为368.55亿元，尚未使用额度为648.14亿元，间接融资渠道畅通。

总体看，建发集团短期偿债能力尚可，EBITDA对全部债务的保障程度一般，但未来随着业务规模的不断扩展，盈利能力将进一步增强，对长期偿债能力形成一定保障。

3. 对本次债券的担保能力

以2016年3月底财务数据测算，联发集团公司债券“15联发01”和“15联发02”合计20.00亿元的发行规模占建发集团所有者权益总额的5.02%，占建发集团净资产的比重较低。建发集团的担保对公司发行公司债券的保护程度较高。

从盈利情况来看，2015年，建发集团EBITDA为63.33亿元，约为债券本金合计的3.17倍，集团EBITDA对债券本金的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，建发集团 2015 年经营活动产生的现金流入 1,310.17 亿元，约为债券本金合计的 65.51 倍，集团经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较好。

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。本次债券发行规模占其净资产比重较低，其担保对于本次公司债券的到期还本付息具有明显的积极作用。

九、综合评价

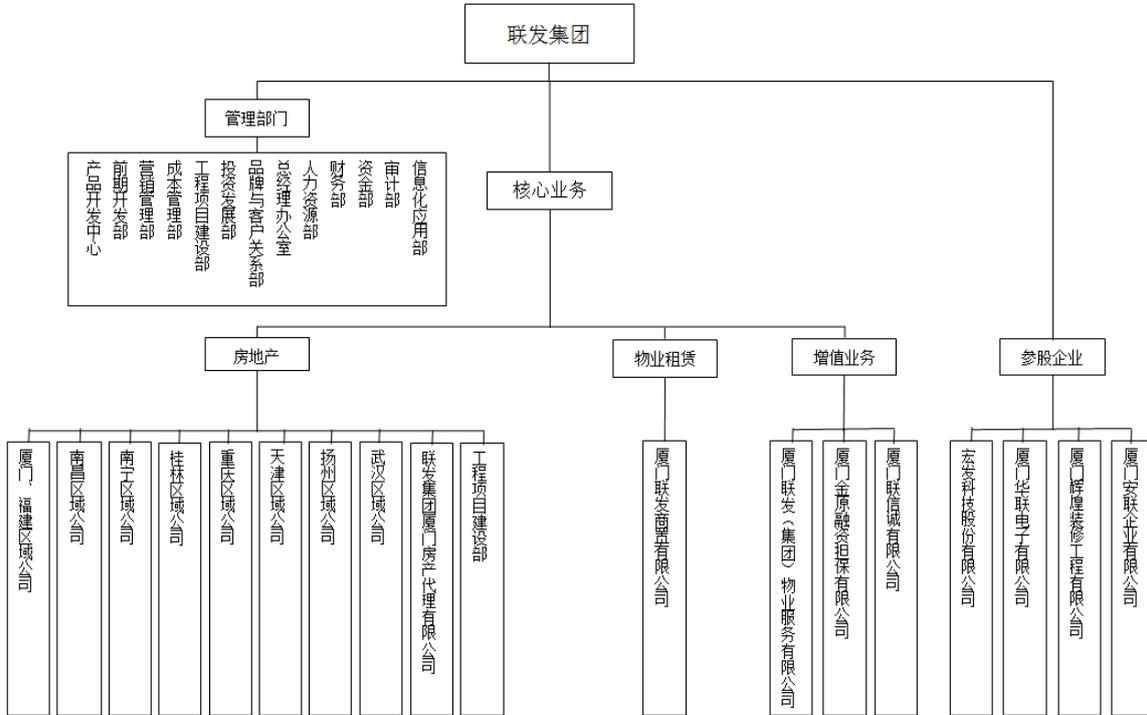
公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司，在土地成本及规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面仍然具备一定优势。2015 年，公司房地产销售规模有所增长，开发力度有所加大，营业利润率维持稳定。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及公司部分项目分布在桂林、鄂州、莆田等二三线城市等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2015 年，公司加大开工力度，在建规模有所上升，未来随着项目的陆续销售，公司有望持续保持良好的经营状况。

建发集团为“15 联发 01”和“15 联发 02”债项提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。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，资产规模较大，业务发展稳定，其担保对于保障公司债券的到期还本付息具有积极作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA+”，评级展望“稳定”；同时维持“15联发01”和“15联发02”的债项信用等级为“AAA”。

附件1 联发集团有限公司 组织结构图



附件2 联发集团有限公司 主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	243.49	253.64	266.00
所有者权益(亿元)	60.67	61.13	61.21
短期债务(亿元)	23.12	39.18	20.54
长期债务(亿元)	70.74	73.4	90.55
全部债务(亿元)	93.85	112.57	111.09
营业收入(亿元)	70.11	90.94	10.88
净利润(亿元)	8.71	8.65	1.37
EBITDA(亿元)	18.93	20.62	--
经营性净现金流(亿元)	12.73	6.08	--
应收账款周转次数(次)	20.78	26.77	--
存货周转次数(次)	0.31	0.38	--
总资产周转次数(次)	0.30	0.37	--
现金收入比率(%)	122.58	92.20	--
总资本收益率(%)	6.71	5.87	--
总资产报酬率(%)	5.11	4.91	--
净资产收益率(%)	15.62	14.20	--
营业利润率(%)	15.29	15.52	23.52
费用收入比(%)	5.03	4.73	6.92
资产负债率(%)	75.08	75.90	76.99
全部债务资本化比率(%)	60.74	64.81	64.47
长期债务资本化比率(%)	53.83	54.56	59.67
EBITDA利息倍数(倍)	1.63	1.37	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.20	0.18	--
流动比率(倍)	1.93	1.86	--
速动比率(倍)	0.31	0.33	--
现金短期债务比(倍)	0.76	0.84	1.53
经营现金流流动负债比率(%)	11.50	5.14	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.66	0.66	--

注：1、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。2、公司提供的2016年一季度财务数据未包含现金流量表，未对现金流数据进行分析。

附件3 厦门建发集团有限公司 主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	1,110.33	1,208.98	1,411.42
所有者权益(亿元)	251.63	394.02	398.77
短期债务(亿元)	211.39	161.13	256.54
长期债务(亿元)	244.03	233.77	288.61
全部债务(亿元)	455.41	394.90	545.15
营业收入(亿元)	1,239.36	1,305.69	234.05
净利润(亿元)	29.98	31.02	5.50
EBITDA(亿元)	61.66	65.24	7.00
经营性净现金流(亿元)	-2.03	43.94	3.53
应收账款周转次数(次)	29.01	40.75	--
存货周转次数(次)	2.20	2.01	--
总资产周转次数(次)	1.19	1.13	0.19
现金收入比率(%)	105.93	101.58	140.79
总资本收益率(%)	6.19	5.63	--
总资产报酬率(%)	5.26	4.90	--
净资产收益率(%)	13.16	9.61	--
营业利润率(%)	7.00	7.58	6.93
费用收入比(%)	4.44	4.81	4.99
资产负债率(%)	77.34	67.41	71.75
全部债务资本化比率(%)	64.41	50.06	57.75
长期债务资本化比率(%)	49.23	37.24	41.99
EBITDA利息倍数(倍)	2.74	2.55	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.14	0.17	--
流动比率(倍)	1.42	1.56	1.52
速动比率(倍)	0.47	0.54	0.64
现金短期债务比(倍)	0.46	0.82	0.60
经营现金流流动负债比率(%)	-0.34	7.62	0.49
EBITDA/代偿本金合计(倍)	3.08	3.26	--

附件 4 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	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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+拆入资金

 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 5 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。