

# 跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1103 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公开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”**  
**联发集团有限公司公开发行的“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

评级总监：

二零一七年六月二十七日

---

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 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+

评级展望：稳定

上次评级结果：AA+

评级展望：稳定

债项信用等级

评级观点

2016年，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，土地储备区域布局良好，在建面积规模大，签约销售金额大幅增长，自持物业所处区域位置较好，为日后公司盈利提供良好保障；公司营业收入及利润有所增长，短期偿债能力较好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到我国房地产政策再度趋严、公司部分项目土地储备成本较高、未来资本支出压力较大、受限资产规模较大、债务规模大幅增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2016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+”，评级展望为“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. 公司土地储备区域分布合理，在建项目规模较大，未来可售、可结转面积较大，对公司收入形成一定支撑。

2. 公司保持较大规模的持有型物业，同时自持物业地理位置较好，出租率较高，是公司的优质资产，公司物业经营状况总体良好。

3. 2016年，公司营业收入及利润均有

| 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    | 2016/06/28 |
| 15 联发 02 | 10 亿元 | 5 年  | AAA    | AAA    | 2016/06/28 |

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：2017 年 6 月 27 日

主要财务数据

发行人

| 项 目              | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 253.64 | 325.17 | 371.41     |
| 所有者权益（亿元）        | 61.13  | 78.64  | 85.47      |
| 长期债务（亿元）         | 73.40  | 114.66 | 134.04     |
| 全部债务（亿元）         | 101.68 | 128.69 | 156.25     |
| 营业收入（亿元）         | 90.94  | 111.73 | 14.99      |
| 净利润（亿元）          | 8.65   | 10.06  | 1.38       |
| EBITDA（亿元）       | 12.83  | 14.83  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 6.08   | -3.43  | -27.77     |
| 营业利润率（%）         | 15.52  | 14.54  | 17.72      |
| 净资产收益率（%）        | 14.20  | 14.39  | 1.88       |
| 资产负债率（%）         | 75.90  | 75.82  | 76.99      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 62.45  | 62.07  | 64.64      |
| 流动比率（倍）          | 1.86   | 2.17   | 2.19       |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.13   | 0.12   | --         |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.40   | 2.25   | --         |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.64   | 0.74   | --         |

担保方

| 项 目       | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年 3 月 |
|-----------|----------|----------|------------|
| 资产总额（亿元）  | 1,208.98 | 1,510.04 | 1,767.27   |
| 所有者权益（亿元） | 394.02   | 460.64   | 471.03     |
| 营业收入（亿元）  | 1,305.69 | 1,471.17 | 393.85     |
| 净利润（亿元）   | 31.02    | 36.24    | 6.54       |
| 资产负债率（%）  | 67.41    | 69.49    | 73.35      |

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、2017 年一季度财务报表未经审计；4、担保方其他流动负债中短期应付债券计入短期债务。

所增长，整体盈利能力尚可，短期偿债能力较强。

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，2016 年，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. 2016 年 9 月以来，房地产行业政策变化较大，各个地区启动新一轮限购或限贷政策。公司作为跨区域发展的房地产开发企业，受房地产政策的影响需持续关注。

2. 公司部分项目土地储备成本较高，可能对公司未来盈利产生一定影响；公司在建拟建项目较多，未来资本支出规模较大，存在一定的资金压力。

3. 2016 年，公司各业务板块毛利率水平均有所下降；同时公司资产中受限规模较大，债务规模大幅增长，权益结构稳定性一般。

#### 分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

李 镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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

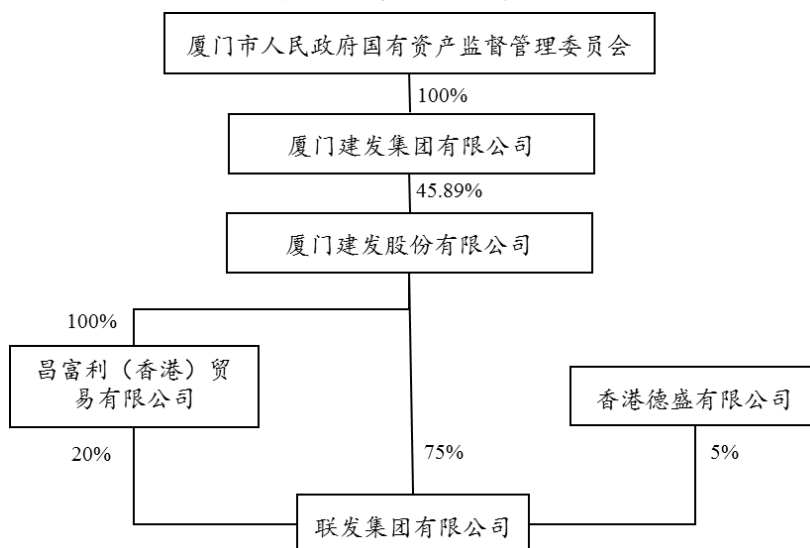
## 一、主体概况

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18.00亿元增至人民币21.00亿元，所增资人民币3.00亿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。

截至2017年3月底，公司注册资本为21.00亿元，控股股东建发股份持股比例为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2017年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016年公司经营范围与组织结构（附件1）未发生变化。截至2017年3月底，公司拥有直接或间接控股子公司67家，共有员工2,827人。

截至2016年底，公司合并资产总额325.17亿元，负债合计246.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计78.64亿元，其中归属于母公司的所有者权益62.93亿元。2016年，公司实现合并营业收入111.73亿元，净利润（含少数股东损益）10.06亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为9.42亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.43亿元，现金及现金等价物净增加额为20.88亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额371.41亿元，负债总额285.94亿元，所有者权益（含少数股东权益）85.47亿元，其中归属于母公司所有者权益合计64.38亿元。2017年1~3月，公司实现合并营业收入14.99亿元，净利润（含少数股东损益）1.38亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.45亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.77亿元，现金及现金等价物净增加额为13.43亿元。

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，公司获准公开发行不超过20亿元的公司债券。公司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，发行金额为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”，截至2017年3月底，“15联发01”债券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，发行金额为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”，截至2017年3月底，“15联发02”债券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。

“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。

付息情况：公司于2016年9月19日已支付“15联发01”债券自2015年9月15日至2016年9月14日期间的利息；于2016年9月26日已支付“15联发02”债券自2015年9月24日至2016年9月23日期间的利息。

## 三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售，属于房地产行业。

### 1. 行业概况

2016年，受信贷政策刺激以及去库存政策的影响，房地产市场有所回暖，全国房地产开发投资102,581亿元，比上年名义增长6.9%（扣除价格因素实际增长7.5%）。其中，住宅投资68,704亿元，较上年增长6.4%，增速提高0.4个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%。作为房地产市场景气度的前导指标，2016年房地产开发投资增速的再度上扬预示房地产开发商对未来房地产市场保持乐观态度及未来可售房源的增长。

2016年，全国房屋新开工面积166,928万平方米，较上年增长8.1%，增速提高0.5个百分点；其中，住宅新开工面积115,911万平方米，较上年增长8.7%。房屋竣工面积106,128万平方米，增长6.1%，增速回落0.3个百分点；其中，住宅竣工面积77,185万平方米，较上年增长4.6%。房地产开发企业房屋施工面积758,975万平方米，比上年增长3.2%。其中，住宅施工面积521,310万平方米，增长1.9%。

需要注意的是，2016年开始，一二三线城市投资增速开始趋同，一线城市投资增速放缓，二线城市自年初开始投资增幅增长，三线城市投资受去库存及市场预期影响增长有所滞后。受一线城市土地供应限制及限购政策从严等因素限制，未来可能再度出现一线走低、三线走高的背离局面。

总体看，2016年房地产行业整体有所回暖，投资和开发面积等重要指标同比均有所提升，但市场有所分化。

### 2. 行业供需

土地供应方面，2016年房地产开发企业土地购置面积为22,025万平方米，比上年下降3.4%；土地成交价款9,129亿元，增长19.8%，增速回落1.6个百分点。土地成交宗数共为64,502宗，同



比下降 10.71%；土地成交面积为 188,102.22 万平方米，同比下降 6.08%；土地成交价款共 34,637.32 亿元，同比增长 22.45%。2016 年，随着房地产市场不断升温，房价不断升高，同时部分城市土地供应收缩，导致“地王”频现。2016 年 9 月，100 大中城市成交土地溢价率为 80.10%，达到峰值；此后受房地产政策方向调整影响，成交土地溢价率有所下降。截至 2016 年底，成交土地溢价率为 27.38%。

销售方面，随着信贷刺激政策以及各种政府政策的出台，2016 年商品房销售面积为 157,349 万平方米，较上年增长 22.5%。其中，住宅销售面积较上年增长 22.4%，办公楼销售面积较上年增长 31.4%，商业营业用房销售面积较上年增长 16.8%。2016 年，商品房销售额 117,627 亿元，增长 34.8%，增速回落 2.7 个百分点。其中，住宅销售额增长 36.1%，办公楼销售额增长 45.8%，商业营业用房销售额增长 19.5%。全国房地产市场价格持续增长，2016 年 12 月，百城住宅价格指数同比增长 18.71%。我国房价自 2002 年至今一直处于波动上升的态势，截至 2016 年底，百城住宅平均价格 13,035 元/平方米，已达到历史高点。

截至 2016 年底，全国商品房待售面积为 69,539 万平方米，比上年末下降 3.2%，但较 11 月底增加 444 万平方米，连续 9 个月库存下降的态势被打破。截至 2015 年底，我国商品住宅待售面积 4.52 亿平方米，2016 年底降至 4.03 亿平方米，下降了 11%。而待售面积仅仅是指已经竣工的建筑面积，还有大量已经开工尚未竣工的面积，我国房地产去化压力有所缓解，但仍面临一定的压力。

总体看，受“去库存”政策影响，2016 年房地产开发企业购置面积和土地成交面积较上年有所下降，2016 年上半年成交土地溢价率总体快速上涨，下半年有所回落；商品房销售面积较 2015 年有所回升，住宅销售均价已达到历史高点；待售面积同比略有下降，去化压力有所缓解。

### 3. 行业政策

2016 年 2 月，政府出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%；同时调整契税税率，降低购房成本等。6 月，国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》，明确指出要支持住房租赁消费，允许将商业用房等按规定改建为租赁住房。这项政策不仅可以增强土地政策的适用性和灵活性，还可实现对商业存量用房的再利用，助力商业地产去库存。

2016 年下半年，随着房地产市场持续升温，新一轮限购政策出台，限制投资投机性购房，意图明显，随后年末中央经济工作会议上，政府明确提出“房子是用来住的，不是用来炒的”，进一步对未来房地产市场发展方向提出明确定位。在此背景下，2016 年 9~10 月初，各地政府密集出台多项房地产调控政策，包括北上广深等一线城市，也包括南京、合肥等热点城市以及无锡、佛山等三线城市。房地产市场呈现明显分化特征，因此本轮调控也因城施政，目前政策的出台均系抑制热点城市的房地产投资投机性增长，具体到不同城市，则显现出明显的思路分化：一线城市调控最为严厉，重点在于抑制投机、去杠杆、同时保证刚需住宅的供应；厦门、南京、武汉等热点二线城市二套房首付比例大幅提升，以上城市大幅提高二套房首付比例，对本地逐渐升温的房地产投资情绪起到重要的抑制作用，同时有效降低杠杆，预防由此导致的金融风险；其它城市根据各地房地产特殊情况作出针对性调整，并预防未来投资投机性购房增长。

此外，2016 年 9 月，政府出台严控房地产企业发债的审批政策，收缩融资渠道，控制投资节奏和开发商借款比率。10 月 12 日央行召集多家银行召开商业银行住房信贷的会议，要求各商业银行理性对待楼市的同时，加强信贷结构调整，在强化住房信贷管理的同时控制好相关贷款风险；随后上海市银监局也对管辖内银行发出房贷的风险警示，可视为信贷政策的定向收紧。10 月 21

日，银监会召开三季度经济金融形势分析会，提出要严控房地产金融业务风险，包括严禁违规发放或挪用信贷资金进入房地产领域；严禁银行理财资金违规进入房地产领域等。这些政策都旨在防范房地产高杠杆蔓延为整体市场金融风险，可视为本轮调控中定向的供给侧配套政策。

2016 年 12 月中央经济工作会议进一步强调，要促进房地产市场平稳健康发展，坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，既要抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落，对未来房地产市场发展方向提出了明确的要求。

2017 年 3 月，房地产热点城市调控升级，限购限贷城市不断增加，共涉及 24 个城市，且限购限贷力度有所加强。本轮调控以限购、限贷为主要手段，热点城市在抑制投资需求的基础上突出“补库存”；强三四线城市限购政策以预防性动机为主；其余三四线城市受益于差异化信贷政策倾斜继续坚持去库存。

总体看，目前我国房地产行业因城施策，分类调控。2016 年 9 月份开始的限贷限购政策重在减缓一二线城市房价上涨幅度，打压投资投机性行为，是对全面去库存政策的局部纠偏。自 2017 年 3 月开始，新一轮限购、限贷政策出台且力度有所加强。

#### 4. 行业关注

##### 发债规模激增，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来政府对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企；2016 年，房地产行业总体发债规模为 9,663.05 亿元，较 2015 年增长 46.38%，房企融资环境明显改善，房企公司债发行量持续提升，此轮发债规模的激增导致整体房地产行业资产负债率处于较高水平，需关注并防范后续风险。

##### 房地产调控政策再度趋严

进入 2016 年，我国房地产调控政策再度趋严，全国 20 余个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。2017 年 3 月后续政策继续出台，房地产行业再度面临进入行业紧缩期的可能。

##### 市场格局持续分化

近年来随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，除去少量地理位置特殊的三四线城市（环京、环沪、环深）外，部分三四线城市库存去化非常不乐观，去库存已成为目前房地产市场调控的重要任务之一。

##### 房企利润率普遍下滑

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，地价占比逐渐攀升；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。

#### 5. 未来发展

##### 调控政策去行政化

对于房地产政策来说，去行政化是大势所趋，近年来市场的调控正在逐渐放开，并且正在发挥着越来越重要的作用。未来的房地产政策将更加“尊重规律”和“因地制宜”，更多的通过与房地产市场相适应的法律制度来管理市场、稳定秩序，而不是不停地、过多地或者一刀切地用行政



手段干预市场。从以政策为主导的市场变为以供需关系为主的市场，预计是未来房地产政策的大方向。但是，值得注意的是，房地产政策去行政化并不意味着政府放任房地产市场的任意发展。恰恰相反，地方政府将更加关注市场供求关系，尊重市场自身调整和需求，在房地产市场的建设规划方面，更多地提高科学管理水平，因地制宜的出台房地产调控政策。

#### 行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

#### 转变盈利模式，提升经营收益

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

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

### 四、管理分析

2016年8月，因公司第九届董事会临近任期，公司召开第十届一次董事会完成换届工作，公司新任董事与高级管理人员变动不大，公司核心管理人员及核心技术人员稳定；同时公司管理制度无重大变化。

### 五、经营分析

#### 1. 经营概况

公司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。2016年，公司营业收入同比增长22.86%至111.73亿元，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10.06亿元，同比增长16.36%。

表1 2015~2016年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

| 项目          | 2015 年            |               |              | 2016 年              |               |              |
|-------------|-------------------|---------------|--------------|---------------------|---------------|--------------|
|             | 金额                | 占比            | 毛利率          | 金额                  | 占比            | 毛利率          |
| 房地产开发业务     | 796,885.12        | 87.63         | 24.16        | 962,984.05          | 86.19         | 21.59        |
| 供应链运营业务     | 76,545.12         | 8.42          | 2.11         | 111,561.81          | 9.99          | 0.88         |
| 物业及租赁管理业务   | 32,234.58         | 3.54          | 60.56        | 36,800.16           | 3.29          | 55.13        |
| 其他业务        | 3,759.04          | 0.41          | 87.56        | 5,927.60            | 0.53          | 65.49        |
| <b>营业收入</b> | <b>909,423.86</b> | <b>100.00</b> | <b>23.86</b> | <b>1,117,273.62</b> | <b>100.00</b> | <b>20.86</b> |

资料来源：公司年报

从收入构成看，2016年公司房地产开发业务进一步扩张，实现收入96.30亿元，较2015年增长20.84%，增长速度较快，主要系竣工交付面积增长所致；公司房地产开发业务收入占营业收入的比重为86.19%，房地产开发业务仍为公司主要收入来源。2016年，供应链运营业务实现收入11.16亿元，同比增长45.75%，主要系房地产业务扩张带动贸易需求扩大所致；公司供应链运营业务收入占营业收入的比重为9.99%。2016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，2016年公司各板块业务毛利率水平均有所下降。2016年，随着结转项目的土地成本上升以及原材料和人工成本的上涨，公司房地产开发业务毛利率有所下降，2016年下降为21.59%；2016年，公司供应链运营业务毛利率为0.88%，较上年稍有下降，主要系国内大宗商品价格疲软所致；2016年，公司物业及租赁管理业务毛利率为至55.13%，较2015年降低5.43个百分点，仍处于较高水平。综上，2016年，公司综合毛利率为20.86%，较上年有所下降。

总体看，2016年，公司业务收入同比均有所增长，但各业务板块毛利率水平均有所下降。

## 2. 房地产业务

### (1) 土地储备

2016年，公司主要通过“招、拍、挂”和收购股权的方式获取土地。2016年，公司共购入土地19块，新增土地储备210.02万平方米。2017年1~3月，公司共购入土地2块，新增土地储备20.53万平方米。从公司储备土地的区域位置来看，公司土地储备主要位于厦门、南京、南昌、南宁、重庆、天津、扬州、鄂州和漳州等二、三线重要城市以及国外城市悉尼，项目地理位置良好；从公司储备土地的价格来看，部分项目的楼面均价较高，如南宁的君澜项目、天津的红郡项目、厦门的灌口地块等，可能对公司未来盈利能力产生影响，其他地区购地成本相对较低，公司的整体土地储备成本不高。截至2017年3月底，公司土地储备权益建筑面积为321.33万平方米，可支持公司未来2~3年的开发，规模较为充足，如下表所示。

表2 截至2017年3月底公司土地储备情况（单位：万平方米，亿元，元/平方米，%）

| 序号 | 项目名称                    | 位置 | 土地用途          | 成交地<br>价 | 权益计容<br>建筑面积 | 楼面均价      | 土地获<br>取方式 | 权益比<br>例 | 土地取<br>得时间 |
|----|-------------------------|----|---------------|----------|--------------|-----------|------------|----------|------------|
| 1  | 南山别墅                    | 重庆 | 住宅、商业         | 2.50     | 7.71         | 3,242.54  | 招拍挂        | 80.00    | 2008.1     |
| 2  | 金开融府                    | 重庆 | 住宅、商业         | 2.58     | 1.71         | 15,087.72 | 招拍挂        | 30.00    | 2009.9     |
| 3  | 君悦华府                    | 扬州 | 住宅、商业         | 7.60     | 5.30         | 14,339.62 | 招拍挂        | 100.00   | 2011.1     |
| 4  | 君澜                      | 南宁 | 住宅、商业         | 7.28     | 2.38         | 30,588.24 | 招拍挂        | 70.00    | 2012.12    |
| 5  | 红莲湖项目                   | 鄂州 | 住宅、商业、<br>服务业 | 8.18     | 119.1        | 686.82    | 招拍挂        | 100.00   | 2013.1     |
| 6  | 电商未来城                   | 莆田 | 住宅、商业、<br>办公  | 5.36     | 9.35         | 5,732.62  | 招拍挂        | 80.00    | 2015.4     |
| 7  | 桃李春风                    | 长泰 | 住宅、商业         | 1.10     | 1.38         | 7,971.01  | 收购股<br>权   | 40.00    | 2016.3     |
| 8  | 君澜天地                    | 南昌 | 住宅、商业         | 4.32     | 5.03         | 8,588.47  | 招拍挂        | 100.00   | 2016.3     |
| 9  | 红郡                      | 天津 | 住宅、商业         | 7.00     | 1.40         | 50,000.00 | 招拍挂        | 100.00   | 2016.4     |
| 10 | 联发君玺                    | 赣州 | 住宅、商业         | 1.67     | 3.79         | 4,406.33  | 招拍挂        | 100.00   | 2016.7     |
| 11 | 东港广场                    | 南昌 | 住宅、商业、<br>办公  | 3.32     | 9.56         | 3,472.80  | 收购股<br>权   | 80.00    | 2016.7     |
| 12 | 56 Gudgegong<br>Road 地块 | 悉尼 | 住宅、商业         | 0.66     | 1.15         | 5,739.13  | 收购股<br>权   | 40.00    | 2016.7     |
| 13 | 联发滨江                    | 柳州 | 住宅、商业         | 3.72     | 24.11        | 1,542.93  | 招拍挂        | 100.00   | 2016.8     |

|    |                                                            |    |       |        |        |           |      |        |         |
|----|------------------------------------------------------------|----|-------|--------|--------|-----------|------|--------|---------|
| 14 | 灌口 J2016P01 地块                                             | 厦门 | 住宅、商业 | 13.72  | 4.18   | 32,822.97 | 招拍挂  | 49.00  | 2016.8  |
| 15 | 江宁区 2016G61 地块                                             | 南京 | 住宅、商业 | 10.85  | 4.86   | 22,325.10 | 招拍挂  | 100.00 | 2016.9  |
| 16 | 2016P10 地块                                                 | 南安 | 住宅、商业 | 1.50   | 11.58  | 1,295.34  | 收购股权 | 51.00  | 2016.1  |
| 17 | 津蓟（拍）2016-028 号地块                                          | 天津 | 住宅、商业 | 3.59   | 3.48   | 10,316.09 | 招拍挂  | 100.00 | 2016.11 |
| 18 | 重庆巴南区李家沱-鱼洞组团 Q 分区 Q17-2/01、Q18-2/02、Q19-1/01、Q19-4/01 号宗地 | 重庆 | 住宅、商业 | 10.65  | 40.22  | 2,647.94  | 招拍挂  | 100.00 | 2016.11 |
| 19 | GC2016-097 号宗地                                             | 南宁 | 住宅、商业 | 8.99   | 19.64  | 4,577.39  | 招拍挂  | 100.00 | 2016.12 |
| 20 | 西南小镇 Leppington 地块                                         | 悉尼 | 住宅、商业 | 4.30   | 24.88  | 1,728.30  | 收购股权 | 40.00  | 2016.12 |
| 21 | DBA2017001 地块                                              | 赣州 | 住宅、商业 | 7.64   | 16.15  | 4,730.65  | 招拍挂  | 100.00 | 2017.01 |
| 22 | 良渚 47 号地块                                                  | 杭州 | 住宅、商业 | 7.34   | 4.38   | 16,757.99 | 招拍挂  | 100.00 | 2017.01 |
| 合计 |                                                            |    |       | 123.87 | 321.33 | 3,854.92  | --   | --     | --      |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司目前土地储备主要位于二三线城市，部分项目土地成本较高，但整体土地储备成本尚可，规模较为充裕，可满足公司未来2~3年的开发需求。

#### （2）项目开发情况

从项目开发看，2016 年公司加大开发进度，公司新开工面积为 196.97 万平方米，较上年增长 67.11%；竣工面积为 120.00 万平方米，较上年稍有下降。2017 年 1~3 月，公司新开工面积 71.87 万平方米，无竣工面积。截至 2017 年 3 月底，公司在建面积 487.91 万平方米，在建规模较大。

表 3 2015~2017 年 3 月公司房地产开发数据（单位：万平方米）

| 项目    | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 1~3 月 |
|-------|--------|--------|--------------|
| 新开工面积 | 117.87 | 196.97 | 71.87        |
| 竣工面积  | 131.46 | 120.00 | 0.00         |
| 在建面积  | 339.07 | 416.04 | 487.91       |

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司在建/拟建项目规模较大，项目合计 38 个，总规划建筑面积 829.83 万平方米，按照目前市场价格估计，房产存量价值较大。公司在建/拟建项目总投资额 534.24 亿元，已投资额 309.18 亿元，尚需投资额 225.06 亿元，资金需求较大。

表 4 截至 2017 年 3 月底公司在建/拟建项目情况（单位：万元，万平方米，%）

| 序号 | 项目名称  | 用途        | 地理位置 | 建设期         | 规划建筑面积 | 总投资     | 截至 2017 年 3 月已投资 | 项目进度 |
|----|-------|-----------|------|-------------|--------|---------|------------------|------|
| 1  | 联发欣悦  | 住宅、商业     | 重庆   | 2016~2018 年 | 24.24  | 138,300 | 84,717           | 70   |
| 2  | 红莲湖项目 | 住宅、商业、服务业 | 鄂州   | 2016~2022 年 | 122.00 | 400,000 | 75,631           | 10   |
| 3  | 江与城   | 住宅、商业     | 桂林   | 2015~2018 年 | 26.16  | 106,700 | 93,167           | 85   |
| 4  | 乾景    | 住宅、商业、办公  | 桂林   | 2013~2017 年 | 31.93  | 150,000 | 144,957          | 90   |
| 5  | 乾景欣悦  | 住宅、商业     | 桂林   | 2015~2018 年 | 24.36  | 105,300 | 69,686           | 50   |

|    |                                                            |          |    |             |        |           |           |    |
|----|------------------------------------------------------------|----------|----|-------------|--------|-----------|-----------|----|
| 6  | 悠山郡                                                        | 住宅、商业    | 桂林 | 2014~2018 年 | 28.15  | 125,300   | 108,773   | 80 |
| 7  | 君悦华庭                                                       | 住宅、商业    | 南昌 | 2015~2018 年 | 20.19  | 147,600   | 112,173   | 70 |
| 8  | 君澜                                                         | 住宅、商业、办公 | 南宁 | 2015~2019 年 | 40.40  | 281,500   | 165,690   | 65 |
| 9  | 电商未来城                                                      | 住宅、商业、办公 | 莆田 | 2015~2021 年 | 46.96  | 258,800   | 110,468   | 55 |
| 10 | 天津欣悦学府                                                     | 住宅、商业    | 天津 | 2016~2019 年 | 21.49  | 159,300   | 94,229    | 55 |
| 11 | 第五街                                                        | 住宅、商业    | 天津 | 2013~2017 年 | 22.86  | 202,700   | 220,464   | 90 |
| 12 | 南山别墅                                                       | 住宅、商业    | 重庆 | 2011~2018 年 | 14.00  | 60,000    | 40,510    | 20 |
| 13 | 滨海写字楼                                                      | 办公       | 厦门 | 2014~2018 年 | 8.14   | 81,500    | 44,748    | 70 |
| 14 | 欣悦湾                                                        | 住宅、商业    | 厦门 | 2012~2017 年 | 26.03  | 224,600   | 205,481   | 90 |
| 15 | 欣悦学府                                                       | 住宅、商业    | 厦门 | 2014~2018 年 | 9.37   | 117,600   | 120,958   | 90 |
| 16 | 君悦华府                                                       | 住宅、商业    | 扬州 | 2012~2018 年 | 37.9   | 325,700   | 329,357   | 90 |
| 17 | 欣悦华庭                                                       | 住宅、商业    | 漳州 | 2014~2018 年 | 21.95  | 123,100   | 83,696    | 70 |
| 18 | 君悦滨江                                                       | 住宅、商业    | 赣州 | 2015~2018 年 | 2.84   | 12,000    | 12,738    | 80 |
| 19 | 柳州荣君府                                                      | 住宅、商业    | 柳州 | 2016~2020 年 | 9.95   | 50,000    | 30,384    | 55 |
| 20 | 君澜天地                                                       | 住宅、商业    | 南昌 | 2016~2020 年 | 7.14   | 84,100    | 50,025    | 20 |
| 21 | 红郡                                                         | 住宅、商业    | 天津 | 2017~2021 年 | 13.27  | 160,000   | 79,824    | 10 |
| 22 | 东港广场                                                       | 住宅、商业    | 南昌 | 2016~2020 年 | 21.07  | 110,000   | 33,272    | 25 |
| 23 | 联发君玺                                                       | 住宅、商业    | 赣州 | 2016~2020 年 | 5.08   | 30,300    | 19,716    | 30 |
| 24 | 星领地                                                        | 住宅、商业    | 扬州 | 2017~2021 年 | 19.60  | 90,000    | 24,053    | 10 |
| 25 | 柳雍府                                                        | 住宅、商业    | 柳州 | 2017~2019 年 | 5.54   | 20,000    | 9,691     | 10 |
| 26 | 联发滨江                                                       | 住宅、商业    | 柳州 | 2017~2020 年 | 33.58  | 150,000   | 41,655    | 10 |
| 27 | 联发君悦                                                       | 住宅、商业    | 柳州 | 2017~2020 年 | 25.20  | 80,000    | 12,880    | 10 |
| 28 | 君领绶溪                                                       | 住宅、商业    | 莆田 | 2017~2019 年 | 14.37  | 130,000   | 82,999    | 10 |
| 29 | 公园里                                                        | 住宅、商业    | 重庆 | 2017~2020 年 | 5.38   | 50,000    | 8,324     | 10 |
| 30 | 江宁 G61 地块                                                  | 住宅、商业    | 南京 | 2017~2019 年 | 4.86   | 160,000   | 112,160   | 拟建 |
| 31 | 2013G18 号地块                                                | 住宅、商业    | 南安 | 待定          | 15.16  | 90,000    | 0         | 拟建 |
| 32 | 2016P10 地块                                                 | 住宅、商业    | 南安 | 待定          | 22.71  | 100,000   | 7,501     | 拟建 |
| 33 | 津蓟（拍）2016-028 号地块                                          | 住宅、商业    | 天津 | 2017~2019 年 | 4.77   | 80,000    | 38,178    | 拟建 |
| 34 | 重庆巴南区李家沱-鱼洞组团 Q 分区 Q17-2/01、Q18-2/02、Q19-1/01、Q19-4/01 号宗地 | 住宅、商业    | 重庆 | 待定          | 40.22  | 230,000   | 58,877    | 拟建 |
| 35 | GC2016-097 号宗地                                             | 住宅、商业    | 南宁 | 待定          | 19.64  | 170,000   | 47,784    | 拟建 |
| 36 | 津滨生转让（挂）2016-4 号地块                                         | 住宅、商业    | 天津 | 2017~2020 年 | 12.79  | 316,000   | 200,840   | 拟建 |
| 37 | DBA2017001（K23）地块                                          | 住宅、商业    | 赣州 | 待定          | 16.15  | 130,000   | 79,520    | 拟建 |
| 38 | 良渚 47 号地块                                                  | 住宅、商业    | 杭州 | 待定          | 4.38   | 92,000    | 36,713    | 拟建 |
| 合计 | --                                                         | --       | -- | --          | 829.83 | 5,342,400 | 3,091,839 | -- |

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司加大开发力度，新开工面积有所上升，整体在建/拟建项目规模较大，能够保证公司未来开发的需要，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，受益于房地产行业回暖，2016 年公司协议销售面积为 132.74 万平方米，较上年大幅增长 39.93%；协议销售金额 122.71 亿元，较上年大幅增长 52.66%；公司房地产协议销售均价为 0.92 万元/平方米，较上年增长 8.75%。2017 年 1~3 月，公司协议销售金额 36.08 亿元，对应协议销售面积 35.57 万平方米，协议销售均价为 1.01 万元/平方米。

表 5 2015~2017 年 3 月公司房地产销售数据

| 项目             | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 1~3 月 |
|----------------|--------|--------|--------------|
| 协议销售面积（万平方米）   | 94.86  | 132.74 | 35.57        |
| 协议销售金额（亿元）     | 80.38  | 122.71 | 36.08        |
| 协议销售均价（万元/平方米） | 0.85   | 0.92   | 1.01         |

资料来源：公司提供

根据公司的在售项目的销售规划，公司预计 2017~2019 年分别实现销售金额 98.24 亿元、95.97 亿元和 14.46 亿元，此外，公司在建面积较大，为公司后期销售与盈利奠定了有力的基础。

表 6 公司在售项目销售及资金回笼计划（单位：万元）

| 项目      | 在售项目的销售计划   | 截至 2017 年 3 月回笼资金 | 资金回笼计划情况 |        |        |
|---------|-------------|-------------------|----------|--------|--------|
|         |             |                   | 2017 年   | 2018 年 | 2019 年 |
| 欣悦湾     | 2013~2018 年 | 263,217           | 118,700  | 60,400 | --     |
| 杏林湾 1 号 | 2011~2017 年 | 523,277           | 4,600    | --     | --     |
| 嘉园      | 2010~2017 年 | 89,853            | 7,400    | --     | --     |
| 瞰青      | 2011~2018 年 | 106,836           | 22,300   | 5,000  | --     |
| 乾景      | 2013~2018 年 | 118,634           | 36,300   | 41,700 | --     |
| 旭景      | 2011~2017 年 | 158,075           | 4,900    | --     | --     |
| 益景      | 2014~2017 年 | 56,439            | 3,800    | --     | --     |
| 君领朝阳    | 2014~2017 年 | 207,582           | 7,900    | --     | --     |
| 君悦朝阳    | 2012~2018 年 | 104,593           | 10,500   | 1,000  | --     |
| 君悦湖     | 2013~2017 年 | 135,301           | 6,200    | --     | --     |
| 尚筑      | 2013~2018 年 | 128,029           | 36,500   | 7,900  | --     |
| 臻品      | 2011~2017 年 | 154,726           | 8,200    | --     | --     |
| 滨海琴墅    | 2011~2017 年 | 159,528           | 14,200   | --     | --     |
| 第五街     | 2013~2018 年 | 257,495           | 8,200    | 59,200 | --     |
| 联发九都府   | 2011~2017 年 | 134,055           | 11,900   | --     | --     |
| 九都国际    | 2013~2018 年 | 158,160           | 90,600   | 28,800 | --     |
| 君悦华府    | 2012~2018 年 | 194,505           | 87,000   | 56,600 | --     |
| 悠山郡     | 2014~2018 年 | 127,152           | 16,800   | 36,600 | --     |
| 江与城     | 2015~2018 年 | 130,411           | 12,500   | 28,200 | --     |
| 欣悦华庭    | 2015~2018 年 | 120,526           | 65,100   | 39,700 | --     |
| 欣悦学府    | 2015~2018 年 | 106,160           | 50,900   | 5,300  | --     |
| 乾景欣悦    | 2015~2018 年 | 63,584            | 57,000   | 17,400 | --     |
| 君悦华庭    | 2015~2018 年 | 145,301           | 17,400   | 32,800 | --     |
| 君澜      | 2015~2018 年 | 155,953           | 109,600  | 76,100 | --     |



|           |             |                  |                |                |                |
|-----------|-------------|------------------|----------------|----------------|----------------|
| 联发欣悦      | 2016~2018 年 | 35,850           | 61,300         | 71,700         | --             |
| 电商未来城     | 2016~2019 年 | 116,060          | 62,500         | 131,200        | 137,400        |
| 君悦滨江      | 2016~2017 年 | 15,862           | 3,100          | --             | --             |
| 柳州荣君府     | 2016~2017 年 | 48,081           | 27,900         | --             | --             |
| 天津欣悦学府    | 2016~2018 年 | 89,675           | 5,400          | 253,200        | --             |
| 柳雍府       | 2017~2019 年 | 10,002           | 13,700         | 6,900          | 7,200          |
| <b>合计</b> | <b>--</b>   | <b>4,114,922</b> | <b>982,400</b> | <b>959,700</b> | <b>144,600</b> |

资料来源：公司提供

总体看，2016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；公司在售项目的未来三年销售金额较大，同时公司在建面积较大，为公司后期销售与盈利奠定了有力的基础。

### 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2015年变化不大，共计持有面积近108.95万平方米，分布在厦门、南昌和桂林等地，其中大部分物业在厦门，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2017年3月底，公司自持物业（不含自用面积）建筑面积108.95万平方米，账面价值19.14亿元，公司投资性房地产按成本法计量。

表7 截至2017年3月底公司持有物业情况（单位：万平方米，%，万元）

| 序号        | 项目名称         | 建筑面积          | 物业概况      | 出租率       | 账面金额              | 项目所在地     |
|-----------|--------------|---------------|-----------|-----------|-------------------|-----------|
| 1         | 湖里工业园        | 18.14         | 工业厂房      | 85        | 2,858.50          | 厦门        |
| 2         | 杏林工业园        | 5.56          | 工业厂房      | 71        | 3,858.75          | 厦门        |
| 3         | 黄金工业园        | 17.90         | 工业厂房      | 94        | 25,041.73         | 厦门        |
| 4         | 软件学院         | 6.91          | 教育地产      | 100       | 10,689.29         | 厦门        |
| 5         | 湖里写字楼        | 7.59          | 写字楼       | 94        | 6,051.25          | 厦门        |
| 6         | 湖里颐豪酒店等      | 3.37          | 酒店        | 100       | 3,653.46          | 厦门        |
| 7         | 华美文创园        | 4.07          | 文创园       | 96        | 11,157.05         | 厦门        |
| 8         | 文创口岸         | 3.45          | 文创园       | 53        | 14,497.47         | 厦门        |
| 9         | 五缘湾幼儿园       | 0.33          | 幼儿园       | 100       | 1,403.47          | 厦门        |
| 10        | 联发电子商城       | 3.09          | 商业        | 7         | 20,357.65         | 厦门        |
| 11        | 联达商业广场       | 5.74          | 商业        | 96        | 23,580.85         | 桂林        |
| 12        | 联发广场         | 4.26          | 写字楼       | 80        | 36,619.96         | 南昌        |
| 13        | 联发尚筑         | 0.01          | 商业        | 100       | 87.63             | 南宁        |
| 14        | 联发嘉园         | 0.09          | 幼儿园       | 100       | 601.96            | 重庆        |
| 15        | 联发瞰青         | 0.18          | 商业        | 100       | 2,248.98          | 重庆        |
| 16        | 联发九都府商铺      | 0.70          | 商业        | 43        | 4,177.95          | 武汉        |
| 17        | 扬州君悦华府       | 0.38          | 商铺        | 100       | 5,197.10          | 扬州        |
| 18        | 滨海琴墅商铺       | 0.34          | 商铺        | 100       | 8,756.94          | 天津        |
| 19        | 软件学院二三四期土地   | 25.92         | 教育地产      | --        | 7,559.49          | 厦门        |
| 20        | 软件学院二三四期在建工程 | 0.93          | 教育地产      | --        | 3,029.39          | 厦门        |
| <b>合计</b> |              | <b>108.95</b> | <b>--</b> | <b>--</b> | <b>191,428.86</b> | <b>--</b> |

资料来源：公司提供

总体看，公司持有的物业变化不大，大部分物业处于较为发达二线城市，出租情况良好，经营较为稳定。

#### 4. 供应链运营业务

供应链运营业务方面，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。

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，从而2016年公司供应链运营有所增长；2016年，公司供应链运营业务实现收入11.16亿元，同比增长45.75%；但公司供应链业务盈利能力较低，公司2016年供应链运营业务业务毛利率为0.88%，较上年有所下降，主要系国内大宗商品价格疲软所致；公司供应链运营业务对公司利润的直接贡献水平不高。

总体看，公司供应链运营业务收入有所增长，但毛利率水平较低，主要是围绕房地产主业开展。

#### 5. 经营关注

(1) 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，可能影响公司项目去化进程，公司经营状况可能出现波动。

(2) 公司在建及拟建项目规模较大，未来资本支出规模较大，公司存在一定的资金压力。

(3) 公司部分项目的土地成本较高，未来房屋价格能否达到公司预期实现盈利存在一定的不确定性。

#### 6. 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的方式，深耕已有城市房地产市场，巩固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。未来5年，公司计划扩展到长三角具有高增长潜力的城市。

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。同时，公司将继续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和地区投资价值等。

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流程标准化，并复制到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2016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报告，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2017年一季度报表未经审计。公司2016年投资设立子公司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2016年底，公司合并资产总额325.17亿元，负债合计246.54亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计78.64亿元，其中归属于母公司的所有者权益62.93亿元。2016年，公司实现合并营业收入111.73亿元，净利润（含少数股东损益）10.06亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为9.42亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.43亿元，现金及现金等价物净增加额为20.88亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额371.41亿元，负债总额285.94亿元，所有者权益（含少数股东权益）85.47亿元，其中归属于母公司所有者权益合计64.38亿元。2017年1~3月，公司实现合并营业收入14.99亿元，净利润（含少数股东损益）1.38亿元，其中归属于母公司所有者的净利润1.45亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.77亿元，现金及现金等价物净增加额为13.43亿元。

### 1. 资产、负债与所有者权益

#### 资产

截至2016年底，公司资产总额325.17亿元，较年初增长28.20%，流动资产与非流动资产均大幅增长。截至2016年底，公司资产构成中，流动资产占比为87.38%，非流动资产占比为12.62%，较年初变动不大。

截至2016年底，公司流动资产284.15亿元，较年初增长28.67%，主要系货币资金、其他应收款与存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比15.38%）、其他应收款（占比10.56%）和存货（占比68.26%）构成。

截至2016年底，随着营业规模的扩张，公司货币资金43.69亿元，较年初增长88.69%，主要系公司对外融资规模提高所致；公司货币资金主要以银行存款和其他货币资金为主；截至2016年底，公司受限货币资金为3.40亿元，受限比例7.78%，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，货币资金受限比例较低。

截至2016年底，公司其他应收款账面价值30.00亿元，较年初增长371.86%，主要系与参股公司的项目往来款增加所致。公司前五大其他应收款合计22.73亿元，占账面余额的比例为72.95%，占比较大，考虑到款项性质为关联方往来款与保证金，回收风险不大，公司共计提坏账准备1.16亿元，计提比例为3.73%。

截至2016年底，公司存货账面价值193.96亿元，较年初增长6.74%，主要系在建项目不断投入所致；公司存货主要为尚未结转的开发成本（162.65亿元）和开发产品（30.54亿元）；公司计提跌价准备0.69亿元，计提金额较小。公司房地产项目主要位于厦门、天津、南昌、南宁等二线城市以及桂林、南昌等较发达三线城市，存货跌价风险不大。

截至2016年底，公司非流动资产41.03亿元，较年初增加25.09%，主要系长期股权投资与可供出售金融资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比9.75%）、长期股权投资（占比24.46%）、投资性房地产（占比46.85%）和递延所得税资产（占比12.13%）构成。

截至2016年底，公司可供出售金融资产4.00亿元，较年初增长41.78%，主要系公司投资江苏华泰瑞泰并购基金、奇虎360公司私有化投资项目、芒果文创（上海）股权投资基金、厦门市美桐股权投资基金合伙企业等所致。

截至2016年底，公司长期股权投资10.03亿元，较年初增长57.61%，主要系投资重庆融联盛房地产开发有限公司、厦门联宏泰投资有限公司、福建联梁盛房地产开发有限公司等公司所致；公司长期股权投资主要为宏发科技股份有限公司（股票简称：宏发股份；股票代码：600885.SH）的股权，占比61.29%。

截至2016年底，公司投资性房地产19.22亿元，较年初增长6.64%，主要系存货转入投资性房地产所致。公司持有的物业以成本计量，考虑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。

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2016年底，公司递延所得税资产4.98亿元，较年初增长41.81%，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。

公司的所有权受限资产主要系为开具承兑汇票等缴纳的保证金和为借款设定的担保资产，主要包括货币资金（3.40亿元）、存货（66.33亿元）、投资性房地产（12.59亿元）、固定资产（0.14亿元）和长期股权投资（0.80亿元）等。截至2016年底，公司受限资产的账面价值合计83.26亿元，占当期期末资产总额的比重为25.60%，受限比例较大。

截至2017年3月底，公司资产总额为371.41亿元，较年初增长14.22%，主要系货币资金与存货增长所致；其中流动资产占比89.05%，非流动资产占比10.95%，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，以成本计量，有一定升值空间；公司资产中受限规模较大；整体看，公司资产质量尚可。

## 负债

截至2016年底，公司负债合计246.54亿元，较年初增长28.07%；其中，流动负债占比为53.05%，非流动负债占比为46.95%，非流动负债占比有所提升。

截至2016年底，公司流动负债130.79亿元，较年初增长10.41%，主要系预收款项与应付账款增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占比12.25%）、预收款项（占比61.94%）、其他应付款（占比8.01%）和一年内到期的非流动负债（占比8.82%）构成。

截至2016年底，公司应付账款16.02亿元，较年初增长29.56%，主要系应付货款和工程款增加所致。

截至2016年底，公司预收款项81.01亿元，较年初增长43.30%，主要系预收售房款增加所致。

截至2016年底，公司其他应付款10.47亿元，较年初降低22.74%，主要系与其他公司往来款减少所致。

截至2016年底，公司一年内到期的非流动负债11.53亿元，较年初降低32.39%，主要是一年内到期的长期借款减少所致。

截至2016年底，公司非流动负债合计115.75亿元，较年初上升56.31%，主要系应付债券增加所致；其中长期借款占比56.07%，应付债券占比43.00%。

截至2016年底，公司长期借款64.90亿元，较年初增长21.23%，主要随着开发项目规模的增加，新增配套的项目贷款所致。

截至2016年底，公司应付债券49.77亿元，较年初增长150.55%，主要系公司2016年发行“联发集团有限公司2016年非公开发行公司债券（第一期）”（7亿元）、“联发集团有限公司2016年非公开发行公司债券（第二期）”（8亿元）和“联发集团有限公司2016年非公开发行公司债券（第二期）”（15亿元）所致。公司债券于2021年需偿还21亿元债券本金，有一定集中偿付压



力。

截至2016年底，公司全部债务128.69元，较年初增长26.57%，主要系长期债务增长所致，其中短期债务占比10.90%，长期债务89.10%，债务结构合理。截至2016年底，公司短期债务14.03亿元，较年初减少50.40%，主要系公司偿还一年以内到期的债务所致；截至2016年底，公司长期债务114.66亿元，较年初增长56.23%，主要系公司发行债券所致。截至2016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75.82%、62.07%和59.32%，与年初相比均略有上升，公司债务负担可控。

截至2017年3月底，公司负债总额285.94亿元，同比增长15.98%主要系短期借款、预收款项和长期借款增加所致；其中流动负债占比52.88%，非流动负债占47.12%，负债结构变动不大。截至2017年3月底，公司全部债务156.25元，较年初增长21.41%，主要系长期借款增加所致；其中，短期债务占比14.21%，长期债务占比85.79%，债务结构合理。截至2017年3月底，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76.99%、64.64%和61.06%，较年初稍有上升。

### 所有者权益

截至2016年底，公司所有者权益合计78.64亿元，较年初增长28.63%，主要系少数股东权益和未分配利润增长所致；其中归属于母公司的所有者权益为62.93亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比33.37%；资本公积占比0.40%；盈余公积占比9.96%；未分配利润占比55.82%。截至2016年底，公司少数股东权益合计15.70亿元，较年初增长336.01%，主要系公司通过并购股权形式获取土地所致。公司所有者权益中，各项权益结构占比变化不大，未分配利润占比较高。公司所有者权益结构稳定性一般。

截至2017年3月底，公司所有者权益85.47亿元，较年初增长8.69%，所有者权益结构较年初变动不大。

总体看，由于公司债券的发行，公司非流动负债占比有所提升；公司债务负担处于可控水平，债务结构合理；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

2016年，公司营业收入111.72亿元，较上年增长22.86%，主要系结转面积增加所致；2016年，公司营业利润和净利润分别为13.41亿元和10.06亿元，分别同比增长13.70%和16.19%，其中归属于母公司所有者的净利润为9.42亿元，同比增长7.34%。

从期间费用来看，2016年公司费用总额5.64亿元，较上年增长31.25%，主要系销售费用增长所致。从费用构成来看，2016年，公司销售费用4.30亿元（占比76.13%），较上年增长25.64%，主要系销售产生的广告费等增加所致；2016年，公司管理费用0.37亿元（占比6.64%），较上年增长6.27%，主要系管理人员的薪酬福利、办公费用增加所致；2016年，公司财务费用0.97亿元（占比17.22%），较上年增长84.32%，主要系债务规模增长所致；2016年，公司费用收入比由上年的4.73%上升至5.05%，公司费用控制能力仍较强。

2016年，公司确认投资收益3.46亿元，同比增长40.94%，主要系公司2016处置宏发股份等长期股权投资产生的投资收益增加所致；2016年公司投资收益占当期利润总额的25.83%，贡献度较高，但不具持续性。

从各项盈利指标来看，2016年，公司营业利润率为14.54%，较上年变动不大。2016年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为5.75%、4.87%和14.39%，均较上年变动不大，整体盈利能力尚可。

总体看，2016年，公司营业收入与净利润上升较快，各项盈利指标变动不大；公司整体盈利



能力尚可。

### 3. 现金流

从经营活动情况来看，2016 年，公司经营活动现金流入 151.42 亿元，同比增长 43.58%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出 154.85 亿元，同比增长 55.82%，主要系公司房地产业务拍地款增加以及公司加大开发力度，在建项目不断投入所致；综上，2016 年经营活动产生的现金流量净额-3.43 亿元。

从投资活动情况来看，2016 年，公司投资活动产生的现金流入为 9.11 亿元，较上年增长 122.62%，主要系收回理财产品所致；2016 年，公司投资活动现金流出 10.67 亿元，较上年增长 44.36%，主要系对长期股权投资以及合营联营企业投资增加所致。综上，2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.55 亿元。

从筹资活动情况来看，从投资活动情况来看，2016 年，公司筹资活动产生的现金流入为 87.37 亿元，较上年增长 14.79%，主要系取得借款增加以及发行债券所致；2016 年，公司筹资活动现金流出 61.49 亿元，较上年降低 19.17%，主要系到期债务减少所致。综上，2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 25.89 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流净额为-27.77 亿元，投资活动产生的现金流净额为-0.37 亿元，筹资活动产生的现金流净额为 41.56 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.42 亿元。

总体看，2016 年，公司加大开发与拿地力度，公司经营活动现金流量呈净流出状态；投资活动产生的现金流呈净流出状态，公司筹资活动现金流量呈净流入状态。

### 4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为2.17倍和0.69倍，均较上年有所增长，主要系货币资金大幅增长所致。截至2016年底，公司现金短期债务比为3.17倍，较上年0.83倍大幅增长，主要系公司短期债务规模下降所致。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，2016年，公司 EBITDA 为14.83亿元，较上年增加15.57%，主要系利润总额增加所致；公司 EBITDA 主要由利润总额（占比91.04%）和计入财务费用的利息支出（占比3.93%）构成。EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为2.25倍和0.12倍，分别较上年下降0.15倍和0.01倍，EBITDA 对利息与全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2017年3月底，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2017年3月底，公司对外担保3.17亿元，占公司净资产的比例为4.03%，占比不大，公司或有风险可控。

截至2017年3月底，公司已经取得的银行授信总额为149.95亿元，其中已用授信额度99.26亿元，未使用额度50.69亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1035020600033910V），截至2017年6月8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，公司短期偿债能力强，长期偿债能力一般；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2017年3月底，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56.98亿元，约为“15联发01”和“15联发02”债券待偿本金合计（20亿元）的2.85倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产达85.47亿元，约为“15联发01”和“15联发02”债券待偿本金合计（20亿元）的4.27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，2016年，公司EBITDA为14.83亿元，约为“15联发01”和“15联发02”债券待偿本金合计（20亿元）的0.74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2016年经营活动产生的现金流入151.42亿元，约为“15联发01”和“15联发02”债券待偿本金合计（20亿元）的7.57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，是由厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）直接管理的大型国有企业。截至2017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2017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，较上年无变化；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2016年底，建发集团合并资产总额为1,510.04亿元，负债总额为1,049.40亿元，所有者权益（含少数股东权益）为460.64亿元，归属于母公司所有者权益为276.97亿元。2016年，建发集团实现合并营业收入1,471.17亿元，净利润（含少数股东权益）36.24亿元，归属于母公司所有者净利润为18.61亿元；经营活动产生的现金流量净额45.04亿元，现金及现金等价物净增加额0.04亿元。

截至 2017 年 3 月底，建发集团合并资产总额为 1,767.27 亿元，负债总额为 1,296.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 471.03 亿元，归属于母公司所有者权益为 279.97 亿元。2017 年 1~3 月，建发集团实现合并营业收入 393.85 亿元，净利润（含少数股东权益）6.54 亿元，归属于母公司所有者净利润为 3.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额-153.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 31.60 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

2016 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等收入。

2016 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。2016 年，建发集团实现主营业务收入 1,468.47 亿元，同比增长 12.64%；其中供应链运营业务 1,149.22 亿元，同比增长 9.60%，主要系大力开展国内贸易业务所致；供应链运营业务收入占 78.26%。2016 年，建发集团房地产业务实现收入 303.45 亿元，同比增长 32.26%，主要系结转项目增加所致；建发集团房地产业务收入占比升至 20.66%。建发集团其他的业务收入占比较小，对其收入影响不大。

表 8 2015~2016 年建发集团主营业务收入情况（单位：亿元，%）

| 版块     | 2015 年   |        |         | 2016 年   |        |           |
|--------|----------|--------|---------|----------|--------|-----------|
|        | 收入       | 占比     | 毛利率     | 收入       | 占比     | 毛利率       |
| 供应链运营  | 1,048.56 | 80.43  | 3.68    | 1,149.22 | 78.26  | 3.79      |
| 房地产业   | 229.44   | 17.60  | 35.98   | 303.45   | 20.66  | 23.26     |
| 旅游饮食业  | 10.01    | 0.77   | 6.09    | 10.34    | 0.70   | 83.51     |
| 会展业务   | 3.95     | 0.30   | 54.69   | 4.43     | 0.30   | 48.23     |
| 房屋租赁业务 | 0.10     | 0.01   | -903.78 | 0.02     | 0.00   | -9,133.51 |
| 其他业务   | 11.65    | 0.89   | 82.52   | 1.01     | 0.07   | 94.51     |
| 合计     | 1,303.70 | 100.00 | 10.17   | 1,468.47 | 100.00 | 8.43      |

资料来源：建发集团审计报告

从毛利率情况来看，从各板块的盈利能力上看，2016 年建发集团供应链运营板块毛利率为 3.79%，变动不大。2016 年建发集团房地产开发业务毛利率为 23.26%，较 2015 年下降 12.72 个百分点，主要系结转项目的结构变化影响所致。2016 年建发集团旅游饮食业务毛利率由 2015 年的 6.09%大幅增长至 83.51%，主要系毛利率较低旅行社业务不再纳入合并范围所致。其他业务毛利率有所波动，但对建发集团利润影响很小。综上，2016 年建发集团综合毛利率为 8.43%。

总体看，2016 年建发集团业务涉及仍较广，各板块业务收入均有所增长；但是，受房地产结转项目的结构变化影响，综合毛利率水平稍有下降。

## 供应链运营业务

供应链运营业务为建发集团第一大主业，主要业务运营模式未发生变化；2016 年供应链运营业务平稳增长，实现收入 1,149.22 亿元，同比增长 9.60%；供应链运营业务毛利率为 3.79%，较 2015 年略有提高。

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。2016 年，建发集团供应链运营业务根据营业收入贡献排名前四名的业务板块分别是：钢铁、农产品、浆纸和矿产品，根据净利润贡献排名前四名

的业务板块分别是：钢铁、汽车、矿产品和浆纸。2016 年建发集团供应链运营板块的核心企业未发生变化。

钢铁板块：2016 年，建发集团完成钢材销售量 1,718.33 万吨，营业收入 380.87 亿元。汽车板块：2016 年，建发集团销售新车 13,625 辆，营业收入 73.17 亿元，新建厦门林肯中心、沈阳宾利、郑州宾利、莆田凯迪拉克、厦门捷豹路虎五个经营网点，还获得了厦门自贸区平行进口车资质。矿产品板块：2016 年，建发集团全年完成矿产品销售量 3,190.75 万吨，其中铁矿石销量 2,354 万吨，营业收入 128.49 亿元。浆纸板块：2016 年，建发集团 2016 年纸张、纸浆销量和营业收入再创新高，纸张销量 224.02 万吨，纸浆销量 177.51 万吨，营业收入达到 138.71 亿元。

从供应链运营业务的结算模式看，2016 年建发集团不同贸易品种的上下游结算模式未发生重大变化。

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

### 房地产业务

建发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。2016 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 303.45 亿元，同比增长 32.26%，受公司结转项目的结构变化所影响，房地产业务毛利率下降至 23.30%，同比下降 12.70 个百分点。2016 年，建发房产和联发集团再次入选中国房地产开发企业百强，建发房产位居第 35 位，联发集团位居第 51 位。

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。截至 2016 年底，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，截至 2016 年底，建发集团已开工但未达到预售条件项目对应的规划计容建筑面积为 183.94 万平方米，已达到预售条件、尚未出售的项目建筑面积为 204.13 万平方米，在建在售项目规模较大。

受益于较宽松的行业政策，建发集团通过灵活的销售策略，加快项目出清力度和资金回笼，2016 年建发集团签约销售面积合计 249.40 万平方米，同比增长 17.63%，其中联发集团签约销售总面积 133.29 万平方米，同比增加 40.01%；建发房产签约销售总面积 116.11 万平方米，同比减少 1.31%。当年建发集团签约销售金额合计 299.71 亿元，同比增长 12.72%，其中联发集团签约销售金额 123.27 亿元，同比增加 53.34%；建发房产签约销售金额 176.44 亿元，同比减少 4.88%。

总体看，2016 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，两个公司实力较强，在建在售规模较大，具有较强的市场竞争力。

### （3）财务分析

建发集团提供的 2016 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。2017 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。

2016 年建发集团新纳入合并范围的子公司 10 家，不再纳入合并范围的子公司 3 家，合并范围变化不大，且由于新增的公司主要为房地产项目公司，对建发集团的财务数据影响较小，故财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，建发集团合并资产总额为 1,510.04 亿元，负债总额为 1,049.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 460.64 亿元，归属于母公司所有者权益为 276.97 亿元。2016 年，建



发集团实现合并营业收入 1,471.17 亿元，净利润（含少数股东权益）36.24 亿元，归属于母公司所有者净利润为 18.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额-45.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.04 亿元。

截至 2017 年 3 月底，建发集团合并资产总额为 1,767.27 亿元，负债总额为 1,296.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 471.03 亿元，归属于母公司所有者权益为 279.97 亿元。2017 年 1~3 月，建发集团实现合并营业收入 393.85 亿元，净利润（含少数股东权益）6.54 亿元，归属于母公司所有者净利润为 3.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额-153.97 亿元，现金及现金等价物净增加额 31.60 亿元。

### 资产

截至 2016 年底，建发集团资产总额达 1,510.04 亿元，较年初增长 24.90%，主要系流动资产增加所致。从资产构成来看，截至 2016 年底，流动资产占资产总额的 73.27%，非流动资产占资产总额的 26.73%。

截至 2016 年底，建发集团流动资产总额 1,106.34 亿元，较年初增长 22.83%，主要系预付账款与其他应收款增加所致；建发集团流动资产以货币资金（占比 10.91%）、预付款项（占比 12.95%）、其他应收款（占比 8.06%）、存货（占比 56.60%）和其他流动资产（占比 6.37%）为主。截至 2016 年底，建发集团货币资金 120.70 亿元，较年初增长 2.56%，变动不大；其中其他货币资金年末余额 12.84 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 12.01 亿元，占货币资金的 9.95%，占比较低。截至 2016 年底，建发集团预付款项 143.22 亿元，较年初增长 72.11%，主要系供应链业务预付采购款增加及房地产业务预付土地出让金增加所致。截至 2016 年底，建发集团其他应收款账面价值合计 89.14 亿元，较年初增长 269.00%，主要系应收联营企业往来款、期货保证金和拍地保证金增加所致。建发集团其他应收款计提坏账准备 1.16 亿元，计提比例为 3.73%；考虑款项性质主要为关联方往来款与保证金，回款风险较小。截至 2016 年底，建发集团存货账面价值合计 626.16 亿元，较年初增长 5.72%，主要由开发成本（占比 67.06%）、产成品（占比为 14.09%）和开发产品（占比为 18.76%）构成，开发成本占比较大。截至 2016 年底，建发集团共计提存货跌价准备 2.54 亿元，计提比例 0.40%，考虑存货所处区域，计提比例尚可。截至 2016 年底，建发集团其他流动资产账面价值合计 70.46 亿元，较年初增长 91.27%，主要系公司购买理财产品所致。

截至 2016 年底，建发集团非流动资产总额 403.70 亿元，较年初增长 30.97%，主要系长期股权投资、长期应收款、投资性房地产和其他非流动资产增加所致；建发集团非流动资产以可供出售金融资产（占比 8.01%）、长期应收款（占比 13.02%）、长期股权投资（占比 25.72%）、投资性房地产（占比 16.70%）、固定资产（占比 16.98%）、无形资产（占比 5.16%）和其他非流动资产（占比 5.38%）为主。截至 2016 年底，建发集团可供出售金融资产合计 32.25 亿元，较年初增加 22.71%，主要系建发集团加大投资力度，新增加对北京君连新海股权投资合伙企业（有限合伙）等公司的投资所致。截至 2016 年底，建发集团长期应收款 52.58 亿元，较年初增长 38.91%，主要系建发房产旗下“后埔一枋湖旧村改造”一级土地开发项目投入增加所致。截至 2016 年底，建发集团长期股权投资 103.85 亿元，较年初增长 28.07%，主要系新增联营企业及合作开发地产项目较多所致。截至 2016 年底，建发集团投资性房地产 19.22 亿元，较年初增长 6.64%，主要系存货/固定资产/在建工程转入所致集团投资性房地产主要由房屋建筑物与土地使用权构成。截至 2016 年底，建发集团固定资产账面价值 68.57 亿元，较年初增长 5.48%，主要系新增房屋与建筑物所致；截至 2016 年底，建发集团固定资产账面原值 92.14 亿元，累计计提折旧 23.56 亿元，固定资产成



新率为 74.43%，呈新率尚可。截至 2016 年底，建发集团无形资产合计 20.85 亿元，较年初增长 28.80%，主要系新增土地使用权 5.07 亿元所致。截至 2016 年底，建发集团其他非流动资产合计 21.73 亿元，较年初增加 855.98%，主要系新增上海国际信托 TBN-镇江城投-16004（10 亿元）、建信信托梧桐树集合资金信托（8 亿元）等所致。

截至 2016 年底，建发集团受限资产包括货币资金（12.01 亿元）、存货（193.86 亿元）、固定资产（8.82 亿元）、应收账款（1.09 亿元）、长期应收款（49.60 亿元）、长期股权投资（19.67 亿元）和无形资产（8.77 亿元），合计 314.32 亿元，占总资产的 20.82%，占比较大。

截至 2017 年 3 月底，建发集团资产总额为 1,767.27 亿元，较年初增加 17.03%，主要系存货增加所致；资产构成仍以流动资产（占比 76.49%）为主。

总体看，2016 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；受限资产规模较大；整体看，建发集团资产质量尚可。

### 负债

截至 2016 年底，建发集团负债合计 1,049.40 亿元，较年初增长 28.77%，流动负债与非流动负债均有大幅增长。从负债构成看，流动负债占 65.22%，非流动负债占 34.78%，负债以流动负债为主。

截至 2016 年底，建发集团流动负债 684.42 亿元，较年初增长 18.74%，主要系应付账款与预收款项增加所致；建发集团流动负债以短期借款（占比 5.48%）、应付票据（占比 10.10%）、应付账款（占比 15.36%）、预收款项（占比 40.13%）、其他应付款（占比 10.75%）和一年内到期的非流动负债（占比 8.74%）为主。截至 2016 年底，建发集团短期借款 37.52 亿元，较年初增长 64.54%，主要系供应链板块融资规模增加所致。截至 2016 年底，建发集团应付票据 69.15 亿元，较年初增长 41.41%，主要系供应链板块以银行承兑汇票方式结算的采购业务增加所致。截至 2016 年底，建发集团应付账款 105.13 亿元，较年初增长 39.05%，主要系应付工程款增加所致。截至 2016 年底，建发集团预收款项 274.68 亿元，较年初增长 12.09%，主要系预收售房款增加所致。截至 2016 年底，建发集团其他应付款合计 73.56 亿元，较年初增加 20.26%，主要系预提税费及费用、往来款增加所致。截至 2016 年底，建发集团一年内到期的非流动负债为 59.80 亿元，较年初增长 29.78%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。

截至 2016 年底，建发集团非流动负债 364.98 亿元，较年初增长 52.98%，主要系建发集团长期借款与应付债券增加所致；非流动负债构成以长期借款（占 50.96%）和应付债券（占 45.15%）为主。截至 2016 年底，建发集团长期借款为 186.01 亿元，较年初增长 23.59%，主要系建发集团融资需求增加，质押借款与保证借款增加所致。建发集团长期借款中，质押借款占比 10.56%，抵押借款占比 42.43%，保证借款占比 44.84%，信用借款占比 2.17%。截至 2016 年底，建发集团应付债券合计 164.78 亿元，较年初增长 123.38%，主要系新发行“16 建发 01”、“16 建发 02”等债券所致；建发集团于 2021 年需偿还 64.5 亿元债券本金，有一定集中偿付压力。

截至 2016 年底，建发集团全部债务为 542.48 亿元，较年初增长 40.81%，主要系长期债务增长所致；其中短期债务占 35.34%、长期债务占 64.66%，债务结构以长期债务为主。从债务指标方面，2016 年，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.49%、54.08%和 43.23%，较年初分别上升 2.09 个百分点、4.64 个百分点和 6.96 个百分点，主要系债务规模大幅提升所致，但是建发集团债务负担仍处合理水平。

建发集团永续债券、可续期债权借款、可续期信托贷款无固定还款期限，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可

续期债权借款本金 20.00 亿元，2016 年发行永续期信托贷款一万鹭 32 号 15 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（因其在偿付的可能）进行偿债指标测算。根据测算结果，若剔除建发集团永续债券、永续期债权借款对所有所有者权益的影响，截至 2016 年底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.11%、61.08%和 50.37%，债务负担明显加重。

截至 2017 年 3 月底，建发集团负债合计 1,296.24 亿元，较年初增加 23.52%，主要系短期借款和预收账款增加所致。其中，流动负债占 68.90%，非流动负债占 31.10%，负债结构以流动负债为主。

总体看，建发集团负债以流动负债为主；随着建发集团业务不断扩大，债务规模增长较快，但债务负担尚可，债务结构以长期债务为主。

### 所有者权益

截至 2016 年底，建发集团所有者权益合计 460.64 亿元，较年初增加 16.91%，主要系发行其他权益工具、少数股东权益和未分配利润增加所致。截至 2016 年底，建发集团归属于母公司的所有者权益合计 276.97 亿元，其中，实收资本占 18.05%、资本公积占 5.61%、其他权益工具占 41.52%、盈余公积占 4.65%、未分配利润占 29.28%，建发集团其他权益工具和未分配利润占比高，所有者权益结构稳定性一般。

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，计入建发集团所有者权益。截至 2016 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）和“永续期信托贷款一万鹭 32 号”（借款本金 15 亿元）。

截至 2017 年 3 月底，建发集团所有者权益合计 471.03 亿元，较年初增加 2.26%，其中归属于母公司所有者权益合计 279.97 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有所增长，但是其他权益工具和未分配利润占比高，所有者权益结构稳定性一般。

### 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。2016 年，建发集团营业收入为 1,471.17 亿元，同比增加 12.67%；营业成本也相应增加，2016 年为 1,345.42 亿元，同比增长 14.79%；净利润为 36.24 亿元，同比增加 16.85%；其中归属于母公司所有者的净利润 18.61 亿元，同比增长 22.20%。

从期间费用来看，2016 年，建发集团费用总额 62.13 亿元，较上年变动不大。从费用构成来看，2016 年，建发集团销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 66.66%、16.55%和 16.79%，销售费用占比较大。2016 年，建发集团销售费用与管理费用较上年变动不大，财务费用较上年降低 17.71%，主要系利息收入增加所致。2015~2016 年，建发集团费用收入比分别为 4.81%和 4.22%，集团费用控制能力一般。

2016 年建发集团实现投资收益 15.97 亿元，同比降低 5.58%，主要系衍生工具投资亏损所致。投资收益占营业利润比例为 31.07%，建发集团投资收益对营业利润产生一定影响。

2016 年建发集团营业外收入合计 2.10 亿元，同比增长 10.43%，主要系处置固定资产利得增加所致；营业外收入占利润总额的 4.17%，建发集团营业外收入对利润总额影响不大。

从盈利指标来看,随着营业收入规模增长,2016年,建发集团营业利润率由2015年的7.58%下降到6.78%,营业利润率水平不高;2016年,受债务规模增长以及所有者权益增长迅速影响,建发集团总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为5.25%、4.47%和8.48%,较上年分别下降0.44个百分点、0.43个百分点和1.13个百分点,建发集团盈利能力一般。

2017年1~3月,建发集团实现营业收入393.85亿元,实现营业利润8.28亿元,净利润6.54亿元,归属于母公司所有者的净利润为3.71亿元。

总体看,2016年建发集团收入规模扩大,期间费用控制能力一般,主营业务盈利能力一般。

### 现金流

从经营活动看,随着供应链业务和房地产业务的增长,2016年,建发集团经营活动现金流入1,730.93亿元,同比增长17.97%;同期建发集团经营活动现金流出1,775.97亿元,同比增长24.78%,主要系供应链业务预付项目增加以及房地产业务拿地较多所致;综上,2016年建发集团经营活动产生的现金流量净额由上年的43.94亿元变为-45.04亿元。

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,2016年,建发集团投资活动产生的现金流入638.15亿元,同比增长213.29%,主要系收回投资收到的现金增加所致;2016年,建发集团投资活动产生的现金流出729.81亿元,同比增长232.68%,主要系对联营与合营企业投资增加所致;综上,2016年,建发集团投资活动产生的现金流净额为-91.66亿元。

从筹资活动看,2016年,建发集团筹资活动产生的现金流入783.34亿元,同比增长17.94%,主要系取得借款以及吸收投资增加所致;2016年,建发集团筹资活动产生的现金流出637.38亿元,同比变动不大;综上,2016年,建发集团筹资活动净现金流为135.97亿元。

2017年1~3月,建发集团经营活动产生的现金流量净额-153.97亿元;投资活动产生的现金流量净额-5.43亿元;筹资活动产生的现金流量净额190.72亿元;现金及现金等价物增加额31.60亿元。

总体看,建发集团经营活动净现金流由净流入转为净流出状态,同时2016年建发集团加大投资力度,投资活动产生的现金流为负,需通过融资活动满足投资的需要,建发集团对外融资的需求较大。

### 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2016年,建发集团流动资产和流动负债均有所上升,分别为1.62倍和0.70倍。2016年,建发集团现金短期债务比为0.73倍,较上年的0.82倍有所下降,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,2016年,建发集团EBITDA为69.88亿元,同比增长7.11%,主要系利润总额增长所致;其中折旧占7.57%、摊销占5.50%、计入财务费用的利息支出占15.06%、利润总额占71.88%;建发集团EBITDA利息倍数为2.58倍,EBITDA对利息的覆盖能力尚可;EBITDA全部债务为0.13倍,EBITDA对全部债务的保障程度尚可。整体看,建发集团整体偿债能力一般。

截至2016年底,建发集团有五起涉诉事项。(1)自然人李道之和上海班提酒业有限公司因与建发集团下属子公司建发上海有限公司(以下简称“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) 建发集团下属子公司建发股份因委托贷款事项起诉连云港莆商实业有限公司(以下简称“莆商公司”),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,目前判决结果已生效。(3) 上海中纺物产发展有限公司(以下简称“中纺公司”)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。一审判决天津临港仓库、杭立堆场的 9.2 万立方米原木归中纺公司所有,剩余货物权利归属法院未做认定,建发集团已经提起上诉。(4) 厦门建发金属有限公司起诉天津天钢联合特钢有限公司(以下简称“天津天钢”)未依约交货,法院判决天津天钢返还买卖货款以及相应的利息和违约金。(5) 建发集团代理腾龙芳烃(漳州)有限公司(以下简称“腾龙公司”)进口燃料油,腾龙公司未能依约付款提货建发集团起诉腾龙公司要求其支付代垫货款的利息以及违约金 9,040 万元,该案件已被法院受理。整体看,因涉诉金额不大,建发集团或有风险较低。

截至 2016 年底,建发集团对外担保余额 3.17 亿元,占建发集团总资产比例为 0.22%,占比很小。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 2017 年 6 月 16 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 10 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 2016 年底,建发集团在多家银行获得授信总额度为 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尚可,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. 担保效果评价

以 2017 年 3 月底财务数据测算,建发集团公司债券“15 联发 01”和“15 联发 02”(20.00 亿元)债券规模占建发集团所有者权益总额的 4.34%,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,2016 年,建发集团 EBITDA 为 69.88 亿元,约为“15 联发 01”和“15 联发 02”债券本金合计(20.00 亿元)的 3.49 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 2016 年经营活动产生的现金流入 1,730.93 亿元,约为“15 联发 01”和“15 联发 02”债券本金合计(20.00 亿元)的 86.55 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。“15 联发 01”和“15 联发 02”债券本金占其净资产比重较低,其担保对于“15 联发 01”和“15 联发 02”债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

## 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,在土地储备区域布局良好、公司在建面积规模大,签约销售金额大幅增长,公司自持物业所处区域位置较好,为日后公司盈利提供良好保障;公司营业收入及利润有所增长,短期偿债能力较好。同时,联合评级也关注到我国房地产政策再度趋严、公司部分项目土地储备成本较高、未来资本支出压力较大、受限资产规模较大、债务规模大幅增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

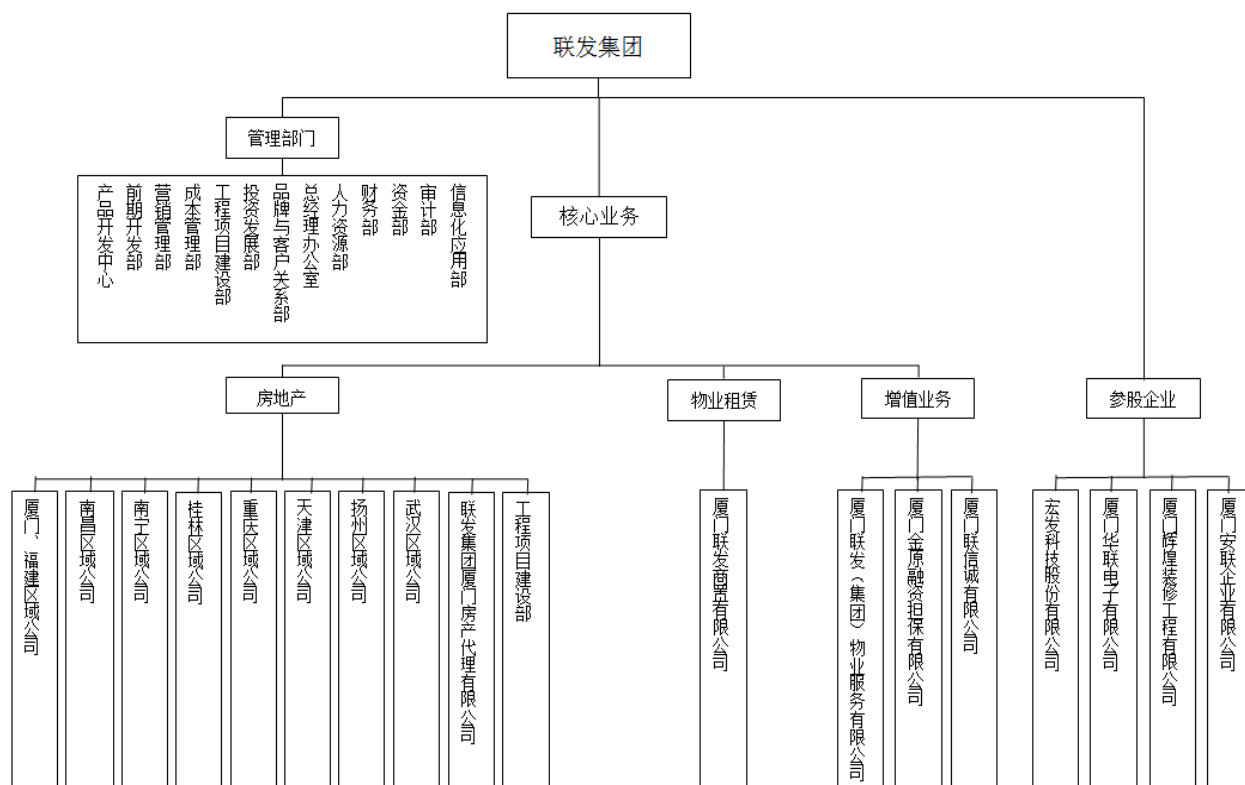


2016 年，公司加大开工力度，在建规模有所上升，未来随着项目的陆续销售，公司有望持续保持良好的经营状况。

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+”，评级展望为“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               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 3 月 |
|------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 253.64 | 325.17 | 371.41     |
| 所有者权益（亿元）        | 61.13  | 78.64  | 85.47      |
| 短期债务（亿元）         | 28.28  | 14.03  | 22.20      |
| 长期债务（亿元）         | 73.40  | 114.66 | 134.04     |
| 全部债务（亿元）         | 101.68 | 128.69 | 156.25     |
| 营业收入（亿元）         | 90.94  | 111.73 | 14.99      |
| 净利润（亿元）          | 8.65   | 10.06  | 1.38       |
| EBITDA（亿元）       | 12.83  | 14.83  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 6.08   | -3.43  | -27.77     |
| 应收账款周转次数（次）      | 26.52  | 30.25  | --         |
| 存货周转次数（次）        | 0.38   | 0.47   | --         |
| 总资产周转次数（次）       | 0.37   | 0.39   | --         |
| 现金收入比率（%）        | 92.20  | 116.26 | 226.67     |
| 总资本收益率（%）        | 5.88   | 5.75   | --         |
| 总资产报酬率（%）        | 4.91   | 4.87   | --         |
| 净资产收益率（%）        | 14.20  | 14.39  | --         |
| 营业利润率（%）         | 15.52  | 14.54  | 17.72      |
| 费用收入比（%）         | 4.73   | 5.05   | 6.59       |
| 资产负债率（%）         | 75.90  | 75.82  | 76.99      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 62.45  | 62.07  | 64.64      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 54.56  | 59.32  | 61.06      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.40   | 2.25   | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.13   | 0.12   | --         |
| 流动比率（倍）          | 1.86   | 2.17   | 2.19       |
| 速动比率（倍）          | 0.33   | 0.69   | 0.56       |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.83   | 3.17   | 2.57       |
| 经营现金流流动负债比率（%）   | 5.14   | -2.62  | -18.36     |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.64   | 0.74   | --         |

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 2017 年一季度财务数据未审计，相关指标未年化。

### 附件3 厦门建发集团有限公司

#### 主要财务指标

| 项目               | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年 3 月 |
|------------------|----------|----------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 1,208.98 | 1,510.04 | 1,767.27   |
| 所有者权益（亿元）        | 394.02   | 460.64   | 471.03     |
| 短期债务（亿元）         | 160.99   | 191.69   | 323.72     |
| 长期债务（亿元）         | 224.27   | 350.79   | 396.78     |
| 全部债务（亿元）         | 385.26   | 542.48   | 720.50     |
| 营业收入（亿元）         | 1,305.69 | 1,471.17 | 393.85     |
| 净利润（亿元）          | 31.02    | 36.24    | 6.54       |
| EBITDA（亿元）       | 65.24    | 69.88    | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 43.94    | -45.04   | -153.97    |
| 应收账款周转次数(次)      | 40.75    | 44.66    | --         |
| 存货周转次数（次）        | 2.01     | 2.20     | --         |
| 总资产周转次数（次）       | 1.13     | 1.08     | --         |
| 现金收入比率（%）        | 101.58   | 112.96   | 134.46     |
| 总资本收益率（%）        | 5.69     | 5.25     | --         |
| 总资产报酬率（%）        | 4.90     | 4.47     | --         |
| 净资产收益率（%）        | 9.61     | 8.48     | --         |
| 营业利润率（%）         | 7.58     | 6.78     | 4.98       |
| 费用收入比（%）         | 4.81     | 4.22     | 4.00       |
| 资产负债率（%）         | 67.41    | 69.49    | 73.35      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 49.44    | 54.08    | 60.47      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 36.27    | 43.23    | 45.72      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.32     | 2.58     | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.17     | 0.13     | --         |
| 流动比率（倍）          | 1.56     | 1.62     | 1.51       |
| 速动比率（倍）          | 0.54     | 0.70     | 0.66       |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.82     | 0.73     | 0.51       |
| 经营现金流负债比率（%）     | 7.62     | -6.58    | -17.24     |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 3.26     | 3.49     | --         |

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、担保方 2017 年一季度财务数据未审计，相关指标未年化。3、担保方其他流动负债中短期应付债券计入短期债务。



## 附件 4 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                           |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                |
| 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%                                                             |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                            |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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                                                                             |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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)                                                            |
| <b>本期公司债券偿债能力</b> |                                                                                                |
| 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。