

厦门住宅建设集团有限公司

2015 年公司债券

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100543】

评级对象: 厦门住宅建设集团有限公司 2015 年公司债券

15 厦住宅

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AA+/稳定/AA+/2018 年 6 月 27 日

前次跟踪: AA+/稳定/AA+/2017 年 6 月 26 日

首次评级: AA+/稳定/AA+/2015 年 7 月 29 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据			
货币资金	14.65	6.78	4.37
刚性债务	23.42	48.44	46.52
所有者权益	33.22	34.13	36.15
经营性现金净流入量	4.31	-23.06	-7.47
合并口径数据及指标			
总资产	240.09	257.48	292.35
总负债	182.31	198.74	230.40
刚性债务	49.82	58.35	72.44
所有者权益	57.78	58.74	61.94
营业收入	36.26	41.58	62.39
净利润	5.82	5.89	7.06
经营性现金净流入量	26.69	14.05	-8.42
EBITDA	9.42	10.99	14.45
资产负债率[%]	75.93	77.19	78.81
权益资本与刚性债务比率[%]	115.98	100.66	85.51
流动比率[%]	166.09	158.77	154.88
现金比率[%]	45.50	35.67	42.18
利息保障倍数[倍]	2.74	3.88	4.01
净资产收益率[%]	10.73	10.11	11.70
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.20	10.15	-5.43
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.06	-7.56	5.13
EBITDA/利息支出[倍]	2.79	3.95	4.10
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.20	0.22

注:根据厦门住宅经审计的 2015~2017 年财务数据整理、计算。

分析师

宋映瑶 syy@shxsj.com
黄蔚飞 hwf@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”、“新世纪评级”)对厦门住宅建设集团有限公司(简称“厦门住宅”、“发行人”、“该公司”或“公司”)及其发行的 15 厦住宅的跟踪评级反映了 2017 年以来厦门住宅在区域环境、企业区域竞争地位及资金平衡能力等方面优势维持,同时也反映了公司在房地产业务、代建业务盈利弱及债务集中偿付等方面继续面临压力。

优势:

- **区域环境较好。**厦门市经济基础良好、区域人口导入能力较强,置业需求较为旺盛,地方财力较强,且重大建设项目资金较有保障。厦门住宅商品房开发及市政工程代建等业务的外部经营环境较好。
- **区位优势。**厦门住宅是厦门市城市建设的重要平台,现阶段代建项目多集中在政府规划的新区,房产开发业务土地购置成本较低,区域竞争优势较明显。
- **资金平衡能力较强。**跟踪期内,厦门住宅存量货币资金较充裕,持有的金融资产变现能力较强,整体偿债能力很强。

风险:

- **房地产业务风险。**厦门住宅商品房开发业务易受政策调控和经济波动影响。随着国内房地产市场调控政策收紧,公司拿地成本增加,房地产业务风险上升。
- **代建业务经营效益较弱。**厦门住宅承担了部分社会职能,市政工程和保障房建设业务收入对盈利贡献较低,部分文化产业项目运营体现较强的公益性,对经营效益产生一定影响。
- **集中偿付风险。**厦门住宅已积累较大规模刚性债务,未来随着刚性债务到期,尤其是三笔公

司债券将分别于 2018 年四季度和 2019 年触发回售条款，不利市场环境下，公司或面临一定集中偿付风险。

- 昆明地产项目进展迟缓。厦门住宅在昆明安宁市土地储备较多，拿地时间早，由于项目用地拆迁整理缓慢，导致公司项目开发建设进度迟缓。

➤ 未来展望

通过对厦门住宅及其发行的上述公司债主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债还本付息安全性高，并维持上述公司债 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



厦门住宅建设集团有限公司

2015 年公司债券

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照厦门住宅建设集团有限公司 2015 年公司债券（简称“15 厦住宅”）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据厦门住宅提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据，对厦门住宅的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

截至 2018 年 3 月末，该公司待偿债券本金余额为 45 亿元，分别为 2015 年 10 月发行的公司债券和 2016 年 3 月及 8 月发行的非公开公司债券。同期末公司尚未到期的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2018 年 3 月末公司尚未到期的债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
15 厦住宅	20.00	3+2	3.99	2015 年 10 月	未到期
16 住宅 01	5.00	3+2	4.00	2016 年 3 月	未到期
16 住宅 03	20.00	3+2	3.97	2016 年 8 月	未到期

资料来源：厦门住宅

该公司发行的债券资金用途基本为补充流动资金或偿还银行借款，公司完全按计划使用募集资金。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和

层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，

我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

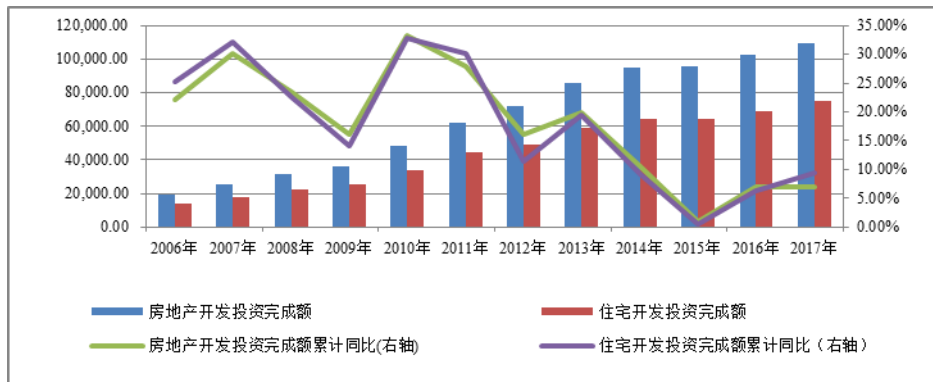
(2) 行业因素

房地产是我国经济的支柱产业之一，且未来仍有较大的发展空间。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017 年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。展望 2018 年，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

A. 行业概况

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元；住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年度我国房地产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.00%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年同期增长 9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017 年度我国人口城镇化率为 58.52%，较上年提升了 1.17 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

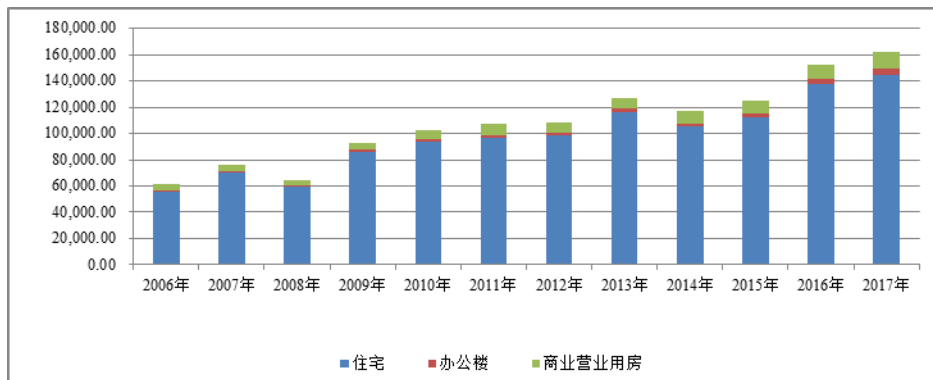
图表 2. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯及国家统计局

2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点。值得关注的是，2016 年 9 月开始，我国多个热点城市陆续加大限贷、限购、限价力度以抑制楼市过热，政策调控效果已明显显现。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 3. 2006-2017 年前三季度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。2017 年 4 月，住房和城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地上建设租赁住房试点。总体而言，

我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

C. 竞争格局/态势

房地产市场与国内宏观经济发展状况保持着一个长期的正相关关系，而人口数量及人口年龄结构会影响房地产市场所处的产业周期阶段及整体经营环境。房地产开发行业具有明显的周期波动特征，房地产开发行业整体的增长及盈利趋势受行业发展所属的周期阶段影响。房地产开发企业的营业成本主要集中于前期土地购买，后续开发阶段所需的建材原料、劳动力等成本占比相对较小。由于房地产开发周期较长，因此行业整体经营风险极易受土地价格变化的影响。房地产开发行业具有资本密集程度高、前期投入大等特征，因此普遍具有较大的债务融资需求。多样化的融资渠道有助于房地产开发企业开拓市场，承接不同类型的项目。尤其在金融环境收紧的情况下，大多数开发商无法从资本市场中获得帮助，而拥有其他融资渠道的企业具有更大的发展潜力。房地产开发企业融资渠道包括开发贷款、信托融资、债券融资等，较强的融资能力可以提高企业在行业下行期的抗风险能力。

此外，我国房地产开发行业受政策调控影响巨大，政府政策作为一个外生变量，对行业内所有企业的生存环境影响巨大。2017 年房地产开发企业平均实现销售商品、提供劳务收到的现金 229.99 亿元，同比增长 20.71%，虽然保持增长，但是较 2015 和 2016 年增速明显下滑。自 2016 年 9 月末调控趋紧以来，房企销售热度降低。

房地产开发企业的规模不仅仅反映了其规模经济和抗风险能力的综合结果，也能在一定程度上反映企业竞争能力。房地产开发行业竞争程度日趋激烈，从长期看，行业集中度逐年提升，这种趋势有利于强化大规模房企的竞争能力。大型房地产开发企业在土地获取、融资能力、成本控制等方面具有显著优势，抗风险能力较强；而中小房地产开发企业自身实力有限，未来将面临较高的经营和财务风险。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2017 年，Top10/Top20/Top50 该比值逐年提高。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，而中小房企或由于项目布局过于集中，或由于融资能力受限，未来面临更大的市场竞争压力和整合风险，预计未来行业集中度将进一步提升。

图表 4. 行业内部分核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	2,428.97	34.10	11,653.47	83.98	0.95	372.08	823.23
绿地控股集团有限公司	2,901.74	14.34	8,494.44	88.51	0.35	138.90	549.88
华夏幸福基业股份有限公司	596.35	47.93	3,758.65	81.10	0.63	88.07	-162.28
重庆龙湖企业拓展有限公司	669.77	35.23	3,412.72	66.79	1.94	158.20	5.18
北京首都开发股份有限公司	366.78	32.72	2,404.63	80.59	0.45	36.14	-204.53
阳光城集团股份有限公司	331.63	25.08	2,132.50	85.66	0.27	22.28	88.19
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	1.09	94.77	-69.89
泰禾集团股份有限公司	243.31	27.63	2,064.21	87.83	0.18	23.33	-125.53
新城控股集团股份有限公司	405.26	35.56	1,835.27	85.84	0.63	62.60	-104.85
金科地产集团股份有限公司	347.58	21.32	1,573.64	85.79	0.33	22.85	-84.86
光明房地产集团股份有限公司	208.11	20.49	541.54	79.92	0.49	19.88	16.79
新华联文化旅游发展股份有限公司	74.41	31.80	512.95	84.03	0.31	8.63	9.35
重庆市迪马实业股份有限公司	95.38	25.25	375.59	79.32	0.57	6.42	17.41
华远地产股份有限公司	99.04	28.03	343.53	77.46	0.47	11.52	6.84
中交地产股份有限公司	57.94	29.67	327.23	88.56	0.33	7.83	-36.14
格力地产股份有限公司	31.30	42.92	273.34	71.36	0.54	6.23	-21.02
广州珠江实业开发股份有限公司	42.40	37.28	136.44	71.64	0.57	5.26	7.76
重庆渝开发股份有限公司	10.41	24.33	63.07	45.19	2.23	0.98	6.03
卧龙地产集团股份有限公司	15.58	37.74	57.62	64.56	3.32	3.56	14.52

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

➤ 政策调控深化，楼市成交热度回落

2017 年起，调控政策由一、二线热点城市向城市群扩围。根据中指数据显示，2017 年上半年，长三角、珠三角、京津冀三大城市群内部三四线城市联动中心城市出台收紧政策；下半年，三四线城市调控进一步扩围，集中在山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区。加之近期多地限售政策加码，供需双限，各线城市整体成交面积回落。在地方政府对房地产销售节奏及价格持续干预的背景下，房企资金回笼速度及规模进一步承压。

➤ 市场需求受限，房企资金回笼承压

2017 年我国房地产行业的金融监管及信贷政策进一步收紧：地方政府加强商品房价格管控；银监会严厉打击“首付贷”、“消费贷”；多家商业银行上调首套房贷款利率，房地产金融端持续收紧。此外，短期政策调控与长期住房制度建设相结合，一方面限售限购限贷政策持续加码抑制市场需求，一方面共有产权住房及长租公寓快速发展，促进购房需求向租房转化。在此背景下，有效购房需求显著受限，房企资金回笼承压。

► 融资渠道收窄，房企资金链压力显著加大

自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。2016 年 10 月，上交所及深交所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产企业公司债券发行审核试行分类监管；2017 年 2 月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，禁止私募资管产品通过明股实债、委托贷款等方式投资热点城市普通住宅项目；2017 年 12 月，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，要求不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域，信托作为房地产融资的重要渠道面临收缩。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

(3) 区域市场因素

该公司主要商品住宅开发项目主要分布在厦门市和昆明市。

2017 年，厦门市经济发展水平继续保持较快增长趋势，厦门市公共财政预算收入保持增长，且稳定性较强，政府性项目的资金来源较有保障。

2017 年，厦门市实现地区生产总值 4,351.18 亿元，按可比价格计算较上年增长 7.6%。三次产业结构由 2016 年的 0.6: 41.2: 58.2 调整为 2017 年的 0.5: 41.7: 51.7，第二产业占比有所提升。其中第一产业增加值 23.23 亿元，较上年增长 2.1%，第二产业增加值 1,815.92 亿元，较上年增长 7.2%，第三产业增加值 2,512.03 亿元，较上年增长 7.9%。当年，按常驻人口计算的人均地区生产总值为 109,740 元，较上年增长 5.5%。

在固定资产投资方面，2017 年厦门市固定资产投资（不含农户）2,381.46 亿元，较上年增长 10.3%。分产业看，第一产业投资下降 13.1%，第二产业投资增长 9.6%，第三产业投资增长 10.4%，三次产业投资比例为 0.1: 17.8: 82.1。分投资方向看，2017 年基础设施投资 909.80 亿元，较上年增长 14.8%，其中交通运输业投资 536.68 亿元，较上年增长 7.3%；工业投资 428.62 亿元，较上年增长 7.8%，其中制造业¹投资 370.52 亿元，较上年增长 4.5%；房地产投资 879.86 亿元，较上年增长 14.9%，占固定资产投资（不含农户）的 26.9%。

受益于居民收入提高和常住人口增长等因素，厦门市房地产市场较快发展。随着楼市景气度的不断走高，厦门市房地产政策开始收紧。2016 年 7 月起，厦门市政府施行多轮“限购、限贷、限价、限售”以及市场整顿等调控措施。2017 年 10 月，福建省政府出台了《关于进一步加强房地产市场调控的八

¹厦门市主要制造业为电子和机械产业，2017 年两大产业共有规模以上工业企业 846 家，占全市规模以上工业企业数的 49.0%，实现工业产值 4031.27 亿元，占全市规模以上工业的 68.2%。其中电子行业实现产值 2232.38 亿元，较上年增长 12.8%，机械行业实现产值 1798.89 亿元，较上年整张 10.5%。

条措施》。在高压政策调控之下，厦门房地产市场迅速进入深度调整周期，土地拍卖量价齐跌，商品房成交量大幅下滑，但房价仍维持增长趋势。

2017年厦门市商品房施工面积4,287.70万平方米，下降0.6%；商品房新开工面积605.41万平方米，增长10.4%。2017年，厦门市新建商品住宅成交面积为152.2万平方米，同比减少50.74%。从各细分区域看，位于厦门岛内的湖里、思明等传统核心区域以出售单价高、面积大的高端住宅为主，供应量较少，2017年累计销售24.4万平方米，同比减少58.93%，占全市总量的16%。集美、海沧、同安和翔安等岛外四区则定位于首置、首改型群体，2017年销量合计127.7万平方米，同比减少48.63%，占全市总量的84%。价格方面，当年一手住宅价格持续上升，均价达到33,846元/平方米，同比上涨32.10%。

厦门市住宅用地供给变化在很大程度上影响着该市住宅后续开发空间和房地产企业开发成本。2017年全市商住用地成交30宗，成交土地面积65.96公顷，总建筑面积158.98万平方米，同比减少3.9%，成交楼面价平均为25,559元/平方米，较上年下降11.05%。从土地成交结构看，岛内区域受限于土地资源稀缺及整治难度，近三年仅有湖里区出让了2宗商住用地，其余供地均集中在岛外。从竞拍单位看，外地房企参与度逐步加大，2017年摘得出让商住地中的21宗。

2018年第一季度，厦门市新建商品住宅销售15.70万平方米，仅为上年同期的33.84%；成交价格方面，根据国家统计局公布的70个大中城市住宅销售价格变动情况，3月厦门市新建商品住宅价格环比指数是99.8，同比指数是100.1。总体而言，在建立长效机制的背景下，持续严厉的调控、土地供应量的加大、拍卖规则的调整以及信贷政策的收紧，短期内厦门楼市有所降温。

随着当地经济的发展，厦门市财政收入稳步增长，2017年厦门市实现一般公共预算总收入1,187.29亿元，较上年增长9.6%，其中地方级财政收入696.78亿元，增长11.0%。在地方级财政收入中，税收收入占比维持在80%以上。同期，厦门市一般公共预算支出811.89亿元，较上年增长7.0%，财政自给率为146.24%，厦门市财政收入能够较好的平衡财政支持。

2017年，昆明市土地市场和房地产市场供需两旺，成交面积和成交价格均较上年大幅增长。

因新增供应土地陆续开工，2017年昆明市房地产投资规模继续扩大。当年房地产开发投资1,683.33亿元，增长10.0%；全市商品房施工面积10,090.20万平方米，较上年增长6.0%；商品房新开工面积1,598.73万平方米，同比增长8.59%。2017年，昆明市新建商品住宅成交面积为1,387.77万平方米，同比增长22.93%。价格方面，当年一手住宅平均价格持续上升，均价达到8,197.25元/平方米，同比上涨19.65%。土地供应方面，2017年全市住宅用地成交土地面积626.36万平方米，较上年增长61.04%，规划建筑面积1,741.42万平方米，较上年45.66%，成交土地均价为6,129.26元/平方米，较上年上涨53.49%。

2. 业务运营

跟踪期内，该公司主业房地产业务结转收入显著增加，营业收入大幅增长。同时，由于结转项目土地入手较早、成本较低，公司毛利率仍维持在较高水平。同期，公司拍得多块土地，成交均价较高，且在售项目及在手土地储备多位于厦门市周边区块，在当前市场环境下，销售不确定性较大。同期公司代建项目垫资压力不大，资金平衡较好；其他业务收入贡献仍较小。

该公司主营业务涉及商品房开发、物业管理、资产租赁、市政工程及保障房代建、爆破、景观工程等多方面，但营业收入主要来自商品房销售。公司具备房地产开发一级资质，房地产开发区域主要为厦门市，近年来重点布局环厦门板块及省内重点城市。公司项目开发模式以自主开发为主，合作开发为辅，其中合作开发的主要合作对象主要为上市房企、央企或厦门本地国企，项目以控股为主。

图表 5. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
房地产开发及销售	厦门市、龙岩市、漳州市、北海市、昆明市	深耕厦门市及环厦门地市，并通过合作模式拓展业务区域，实现横向规模化	规模/资本/资产/成本/技术/管理/资源/品牌/政策等

资料来源：厦门住宅

同时，该公司还是厦门市城市建设的重要项目运作载体之一，主要从事厦门市内大型公共建筑、道路、景观、排洪等配套设施以及市外援建项目的建设任务，并长期承担着保障性住房的建设任务。公司的市政工程及保障房建设业务为代建性质，大多数代建任务由政府直接下达，且多以片区式集中开发为主，公司在厦门市市政工程和保障房建设业务中处于主力军地位。公司其他业务主要有厂房租赁、物业管理等，收入贡献有限。

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 6. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计	36.26	41.58	62.41
（1）房地产开发	33.19	38.09	58.87
在营业收入中所占比重	91.53%	91.61%	94.34%
（2）代建业务	0.30	0.19	0.34
在营业收入中所占比重	0.83%	0.46%	0.54%
（3）物业管理	1.47	1.81	1.57
在营业收入中所占比重	4.05%	4.35%	2.52%
（4）租赁资产	0.49	0.55	0.57
在营业收入中所占比重	1.35%	1.32%	0.91%
毛利率（%）	42.44	44.42	44.85
（1）房地产开发	44.07	46.68	46.27

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
(2) 代建业务	74.39	100	98.78
(3) 物业管理	11.28	5.52	5.76
(4) 租赁资产	74.49	74.55	66.16

资料来源：厦门住宅

2015-2017 年，该公司分别实现营业收入 36.26 亿元、41.58 亿元和 62.41 亿元，收入规模呈持续增长趋势。从构成看，近三年商品房开发业务的收入贡献度在 90% 以上。

该公司综合毛利率主要受商品房销售影响，由于公司商品房价格近年来维持高位，且前期土地购置成本较低，故综合毛利率维持在较高水平，2015-2017 年分别为 42.44%、44.42% 和 44.85%。代建业务（市政工程和保障房建设业务）仅体现项目管理费收入，代建费用全部经市财政审核认可并支付，不需要公司自行消化；公司承担的成本主要为咨询费、项目测评费等中介费用，相关成本小且多在项目施工前期即已确认，所以公司代建业务毛利率高且 2017 年毛利率分别为 98.78%。其他业务中，受人工成本上涨影响，近三年以来物业管理毛利率有所下滑。房产租赁毛利率仍维持在较高水平。但除房地产开发以外的业务收入贡献度较小，对公司综合毛利率的影响十分有限。

A、房地产开发

商品房销售是该公司现阶段营业收入的主要来源，2015-2017 年贡献收入分别为 33.19 亿元、38.09 亿元和 58.87 亿元。近三年公司收入规模持续增长，其中 2017 年因项目集中竣工交付，结转收入大幅增长，结转项目主要为厦门市集美新区的莲花新城、水晶湖郡、园博 1 号和龙岩市的水晶嘉园。近三年，公司新开工面积呈下降趋势，竣工面积波动较大，2017 年开工面积较上年下降 44.49% 至 32.19 万平方米，竣工面积较上年增长 359.71% 至 86.38 万平方米，在建面积与上年持平，为 222.48 万平方米。

图表 7. 公司商品房项目施工情况（单位：万平方米）

指标	2015 年	2016 年	2017 年
当年新开工面积	80.30	57.99	32.19
当年竣工面积	51.54	18.79	86.38
当年在建面积	150.67	223.03	222.48

资料来源：厦门住宅

销售方面，近年来受宏观政策调控及市场环境等因素影响，该公司商品房整体销售情况波动较大。2015-2017 年实现合同销售面积分别为 33.78 万平方米、24.72 万平方米和 43.86 万平方米；同期实现合同销售金额分别为 57.77 亿元、42.23 亿元和 67.73 亿元。其中 2017 年公司合同销售面积和合同销售金额较上年均显著增长。截至 2018 年 3 月末，公司尚有已售未结转面积 60.06 万平方米，已售未结转房款 112.59 亿元。

图表 8. 公司商品房项目结转销售情况（单位：万平方米）

指标	2015 年	2016 年	2017 年
当年商品房合同销售面积（万平方米）	33.78	24.72	43.86
当年商品房合同销售金额（亿元）	57.77	42.23	67.73
当年销售结转面积（万平方米）	29.93	30.08	42.90
当年销售结转收入（亿元）	33.13	37.94	58.87
当年结转销售均价（万元/平方米）	1.11	1.26	1.37

资料来源：厦门住宅

从结转项目来看，近年来该公司主要结转商品房项目所在地大部分位于厦门市集美新区、广西省北海市银海区和福建省龙岩市新罗区，小部分位于云南省昆明安宁市。由于公司近三年来结转的项目拿地均比较早，土地成本较低，因此综合毛利率较高且随着近年来集美新区土地成交价格走高，区内房价出现跳升，房地产开发业务毛利率 2015 年以来维持较高水平。

图表 9. 公司主要住宅项目销售结转情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目所在地	2015 年		2016 年		2017 年	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水晶国际	厦门湖里区	0.14	80.06	-	-	-	-
水晶森林	厦门思明区	-	-	-	-	-	-
莲花尚院	厦门集美区	0.13	47.38	0.12	64.09	-	-
莲花新城	厦门集美区	8.03	41.89	8.56	41.82	20.28	55.60
莲花国际	厦门集美区	1.96	56.08	7.62	56.56	2.67	64.43
园博 1 号	厦门集美区	0.84	26.58	2.63	21.75	13.25	17.95
水晶湖郡	厦门集美区	17.24	45.49	18.41	48.94	14.33	63.43
芸溪居住公园	厦门同安区	4.15	45.48	-	-	-	-
北海万泉城	北海银海区	0.13	40.03	-	-	2.22	39.63
昆明万辉星城	昆明安宁市	0.51	30.47	0.60	37.49	2.42	29.18
水晶嘉园	龙岩新罗区	-	-	-	-	3.66	22.83
其他	-	0.06	-	0.15	-	-	-
合计	-	33.13	44.07	37.94	46.68	58.83	46.27

资料来源：厦门住宅

该公司销售的地产包括住宅、商住、车位、商铺等。截至 2018 年 3 月末，可售面积达 67.56 万平方米，尚有在售面积 27.84 万平方米（见图表 10），未售面积主要集中为昆明市、龙岩市和漳州市等三四线城市。同期末，公司在售（含未竣工）项目总投资额 43.95 亿元，已完成投资 35.11 亿元，尚有投资缺口 8.84 亿元，已售金额 61.80 亿元。同期末，公司在建但尚未开始销售的房地产项目共 7 个²（见图表 11），总投资预计为 73.43 亿元，规划建筑总面积 99.09 万平方米，已投资 33.26 亿元，仍有 40.17 亿元资金缺口，资金将主要来自销售回款和银行贷款，预计比例为 5:5。公司在建项目预计完工时间均在 2019 年以后，且大部分位于集美新区、福建省泉州市和龙岩市，未来销售回款或受政策影响明显。

² 其中莲花国际项目有 2 个地块在建。

图表 10. 截至 2018 年 3 月末公司主要在售（含未竣工）房地产项目（单位：亿元、平方米）

项目名称	所在地	项目类别	总投资额	已投资额	开工时间	竣工时间	可售面积	已售面积	去化率	已销售金额	未完成销售的原因
莲花新城 4#地块 ³	厦门市集美区海翔大道南侧	商住	6.58	6.45	2015.5	2019 年 1 月	8.42	7.57	89.90%	26.08	顺销
莲花国际 2#地块 ⁴	厦门市集美区海翔大道南侧	商住	1.51	1.02	2015.12	2019 年 6 月	2.58	1.26	48.84%	4.57	顺销
莲花国际 4#地块	厦门市集美区海翔大道南侧	商住	0.94	0.67	2015.12	2019 年 6 月	1.70	0.58	34.12%	1.29	顺销
蓝山郡 A 区（一期）	昆明安宁市太平新城	商住	7.17	3.92	2013.3	2019 年 3 月	16.14	8.54	52.91%	4.39	顺销
水晶嘉园 ⁵	龙岩市新罗区南城小溪路 2-2 号(清华御景旁)	商住	5.87	5.65	2013.9	2017 年 6 月	13.10	10.87	82.98%	8.07	顺销
水晶中央 ⁶	龙岩大道西侧、莲西路北侧交叉口	商住	12.56	10.29	2014.11	2020 年 1 月	13.08	5.91	45.18%	7.56	顺销
水晶湖畔 ⁷	漳州国家级台商投资区石厝村湖中路	商住	9.32	7.11	2016.4	2019 年 7 月	12.54	4.99	39.79%	9.84	顺销
合计	-	-	43.95	35.11	-	-	67.56	39.72	58.79%	61.80	-

资料来源：厦门住宅

图表 11. 截至 2018 年 3 月末公司在建但尚未开始销售的房地产项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	所在地	项目性质	项目状态	总投资额	已投资规模	开工时间	计划竣工时间	规划建设面积	占地面积
莲花新城 5#地块	厦门市集美区海翔大道南侧	商住	在建	6.09	4.55	2015.11	2019.5	7.84	3.19
莲花国际 1#地块	厦门市集美区海翔大道南侧	商住	在建	2.05	1.15	2015.12	2019.6	2.90	0.81
莲花国际 3#地块	厦门市集美区海翔大道南侧	商住	在建	2.74	1.61	2015.12	2019.6	4.01	1.03
水晶湖郡 B3 区	集美杏林湾东岸、湾东路西南侧	商住	在建	8.47	2.52	2016.2	2021.2	13.33	11.71
万泉城一区 17#、20#商住楼、幼儿园、地下室	广西北海银滩大道以南、南京路以西	商住	在建	2.05	0.35	2017.8	2021.1	6.51	1.49
保利住宅第五湾	泉州 南安 水头	商住	在建	18.49	3.95	2017.12	2020.6	26.75	13.37
厦门市 2016XP12（水晶合院）	厦门市翔安新城片区翔安西路与洪钟大道交叉口西北侧	商住	在建	12.42	7.93	2018.2	2021.6	4.24	1.32
陈陂片区 1 号地块（水晶澜庭一期）	龙岩市陈陂南路与犀牛路交叉口西北面	商住	在建	21.12	11.20	2017.10	2021.2	33.51	3.86
合计	-	-	-	73.43	33.26	-	-	99.09	36.78

资料来源：厦门住宅

在土地储备方面，该公司的商品房项目用地全部通过招拍挂方式获得。截至 2018 年 3 月末，公司储备土地面积 94.17 万平方米，拟建成可出售面积为 175.61 万平方米，土地价款合计 59.17 亿元，已全部付清。现有土地储备中，2016 年（含）以前取得的土地占比较高，按拟建成可售面积占比计算，达 77.76%，主要位于福建同安、龙岩和昆明市，平均土地成本较低，可为商品房销售的盈利空间提供支撑。然而昆明地块，当地政府拆迁进度缓慢，尚未完成土地平整工作，导致公司相应地块开发速度迟缓。2017 年以来，公司参拍、

³开盘时间为 2017 年 11 月。

⁴开盘时间为 2017 年 9 月。

⁵尚有部分车位、商铺未售出。

⁶开盘时间为 2017 年 6 月。

⁷开盘时间为 2017 年 7 月。

拿地节奏频繁，先后竞得福建龙海、福州仓山，厦门翔安区和厦门同安区多块土地，拿地成本高，土地出让金占公司储备土地出让金的 85.62%。公司储备土地多位于二三线城市，相关开发项目前景易受市场、政策等不确定性因素影响。且近年来厦门市土地价格持续居于高位，开发商对住宅用地的竞争日趋激烈，公司面临新增土地成本过高压缩开发项目利润、或土地储备不足影响业务开展空间的风险。

图表 12. 截至 2018 年 3 月末公司土地储备情况（单位：万平方米、万元）

持有待开发土地区域	所在地	土地用途	取得方式	取得时间	土地出让总金额	土地面积	拟建成可售面积	权益比例
福建	厦门同安	商住	拍卖	2004/6/1	2,900	5.33	8.84	100%
福建	厦门同安	商住	拍卖	2017/6/21	102,200	1.85	4.00	100%
福建	龙岩陈陂	商住	拍卖	2015/11/27	63,164	6.01	16.20	100%
福建	漳州龙海	商住	拍卖	2017/3/9	238,000	12.65	25.30	60%
福建	福州仓山	商住	拍卖	2018/1/11	166,400	3.86	7.71	100%
昆明	安宁太平镇	商住	出让	2005/6/1	76	2.26	3.82	100%
昆明	安宁太平镇	商住	出让	2005/6/1	148	4.43	7.49	100%
昆明	安宁太平镇	商住	出让	2005/6/1	184	5.49	9.27	100%
昆明	安宁太平镇	商住	出让	2005/9/26	40	0.77	4.26	100%
昆明	安宁太平镇	商住	出让	2005/9/26	183	3.51	19.41	100%
昆明	安宁太平镇	商住	出让	2006/7/1	1,829	32.21	38.65	100%
昆明	安宁太平镇	商住	出让	2007/10/16	110	0.44	0.80	100%
昆明	安宁太平镇	商住	出让	2007/10/16	245	0.99	1.78	100%
昆明	安宁太平镇	商住	出让	2011/6/1	3,487	1.78	2.90	100%
昆明	安宁太平镇	商住	出让	2013/1/10	10,810	7.00	13.99	100%
广西	北海万泉城	商住	出让	2006/5/30	1,929	5.59	11.19	100%
合计	-	-	-	-	591,705	94.17	175.61	-

资料来源：厦门住宅

B、代建业务

该公司的市政工程及保障房建设业务为代建性质，大多数代建任务由政府直接下达，且多以片区式集中开发为主，在厦门市市政工程和保障房建设业务中处于主力军地位。在具体操作中，公司参与项目的立项、可行性研究等前期工作，通过公开招标或代理招标⁸确认施工单位、材料采购单位和监理单位，同时派驻现场管理人员对项目质量、进度和安全进行全程监控；项目建设完成后，由公司完成验收并交付业主方。代建项目的建设资金全部来自财政拨款。2015 年以前的项目，先由公司垫付施工方建设费用，厦门市政府按照公司的

⁸代理招标主要适用于规模较小、无需走公开招标程序的项目。

工程进度用款申请将款项拨付至公司账户，公司按照财政付款进度向施工方支付工程款⁹，同时承担现场管理人员的人工费用。厦门市政府在代建合同签订后预付部分前期费用，在施工阶段按进度拨付工程款，在项目完工结算后支付尾款。2015年，厦门市财政拨款预算系统体制改革，改为由财政局国库处直接拨付给各施工单位。公司所承接的代建项目中，除2016年（含）以后大部分新承接代建项目改按新机制拨款外，其余部分代建项目仍执行原拨款机制，公司垫资压力进一步减小。2015-2017年，公司在代建项目上分别支出9.54亿元、6.80亿元和11.15亿元，同期分别收到财政及项目业主付款8.98亿元、7.96亿元和11.96亿元，资金平衡情况总体较好。2017年及2018年第一季度，公司代建业务收入分别为0.34亿元和0.01亿元。

C、其他业务

该公司于2011年6月设立全资子公司厦门万舜文化产业投资发展有限公司（简称“万舜文投”），作为投资与运营政府公共文化产业的平台。由公司代建的集美新城文化公建群是万舜文投现阶段最主要的文化产业项目。

集美新城文化公建群总投资37.57亿元，由市财政和该公司共同出资。其中：市财政承担23.44亿元，用于嘉庚艺术中心、诚毅科技馆等委托经营项目建设；公司承担投资14.13亿元，用于诚毅书城项目投资建设。截至2018年3月末，公司已完成了诚毅书城项目投资额9.40亿元，未来预计还需投资额4.73亿元。

图表 13. 公司主要文化产业项目情况¹⁰

项目名称	总建筑面积 (万平方米)	总投资额(亿 元)	已投资额(亿 元)	完工百分比	2017年收入 (万元)	产权性质
诚毅书城	11.27	14.13	9.40	66.53%	-	自持物业
诚毅科技馆	5.38	5.03	5.96	118.49%	890.00	受托经营
嘉庚艺术中 心	5.48	6.50	5.25	80.77%	130.00	受托经营
城市展览馆 (市民中心)	1.33	1.51	0.10	6.62%	91.00	受托经营
诚毅图书馆	10.10	7.13	5.71	80.08%	-	受托经营
地下商业街 (南北段)	2.00	3.27	3.44	105.20%	-	受托经营
合计	35.56	37.57	29.86	-	1,111.00	-

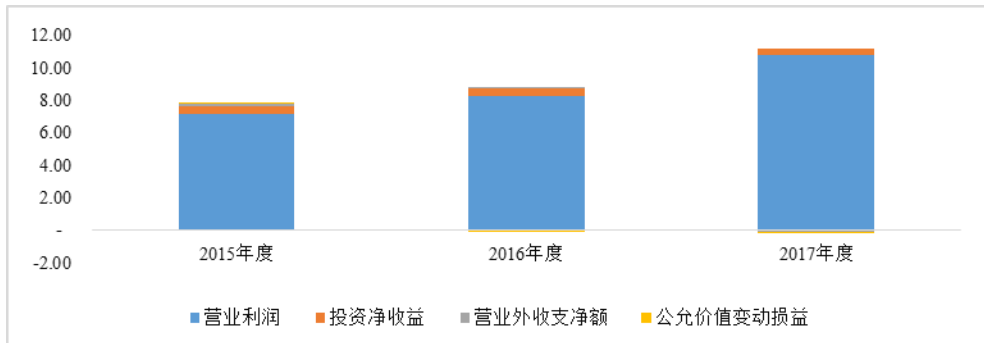
资料来源：厦门住宅

⁹该公司的市政工程和保障房项目均为代建性质。在会计处理上，与代建项目相关的现金往来反映在“收到/支付其他与经营活动有关的现金”科目中；利润表的“营业收入”科目反映代建管理费；日常资产负债表的“存货-开发成本”科目反映了代建工程建设支出，公司收到的代建项目财政拨款计入“预收账款”科目。

¹⁰城市展览馆和南广场下沉式商业街的政府投入额分别为市民广场和诚毅大街南段景观工程的整体投入额。

(2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据铁汉生态所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

主业经营收益是该公司最主要的利润来源，来源稳定且具有可持续性。2015-2017年，公司经营收益分别为7.18亿元、8.26亿元和10.84亿元。

该公司的期间费用以财务费用和管理费用为主，2015-2017年期间费用分别为4.13亿元、4.44亿元和5.57亿元，期间费用率分别为11.39%、10.67%和8.93%。公司管理费用主要由职工薪酬、社会保险费和办公费用构成；销售费用主要由广告费、销售代理费和销售服务费构成。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计（亿元）	36.26	41.58	62.39
毛利（亿元）	15.39	18.46	27.98
期间费用率（%）	11.39%	10.67%	8.93%
其中：财务费用率（%）	3.43%	3.80%	3.72%
全年利息支出总额（亿元）	3.38	2.78	3.52
其中：资本化利息数额（亿元）	1.93	0.76	0.48

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

其他经营损益方面，该公司在2015-2017年通过对银行理财产品投资以及对金融资产的持有或处置分别确认投资收益0.49亿元、0.47亿元和0.39亿元，对利润有所补充。此外，同期公司营业外净收入分别为1,076.49万元、291.78万元和-1,378.32万元¹¹，未对利润形成有效补充。营业外收入主要来自政府补助，2015-2017年分别为2,187.08万元、195.05万元和765.45万元，政府补助金额有限且不稳定，营业外支出主要为滞纳金、违约赔偿金及罚款支出。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（万元）	4,942.77	4,718.84	3,923.4	301.55	1,134.25

¹¹2017年，公司营业外净收入为负，主要系子公司税务查补缴纳的滞纳金增加所致。

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：理财产品（万元）	2,179.4	2,777.17	2,232.28	301.55	1,134.25
可供出售金融资产收益（万元）	2,019.81	799.17	1,516.11	-	-
营业外收入（万元）	2,631.56	2,063.68	1,184.32	67.62	8.65
其中：政府补助（万元）	2,187.08	195.05	765.45	2.60	-
无需支付的款项（万元）	339.67	1,761.75	143.7	-	-

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2015-2017 年，该公司分别实现净利润 5.82 亿元、5.89 亿元和 7.06 亿元，净利润规模随营业收入的增长而持续扩大。资产收益水平维持较好水平，2017 年，公司的净资产收益率和总资产报酬率分别为 10.70% 和 5.14%。总体而言，公司现阶段利润实现在较大程度上依赖于商品房开发业务经营状况，近年来受益于房地产价格上升，公司各项盈利指标表现良好。

（3）运营规划/经营战略

该公司 2018-2020 年的资本性支出计划分别为 10.43 亿元、7.11 亿元和 7.10 亿元，将主要用于除房地产开发业务以外的项目支出。同期，营运资金需求分别为 35.60 亿元、18.73 亿元和 14.85 亿元，主要用于地产项目的土地购置和开发。同期对应融资需求分别为 46.03 亿元、26.63 亿元和 5.20 亿元，公司将主要通过债务融资工具和权益融资工具获取融资，其中权益类融资主要通过发行永续债的方式获取。从资金规模上看，未来三年，公司融资需求较大，面临一定的融资压力。

图表 17. 公司 2018 年~2020 年投融资规划

主导产品或服务	2018 年度	2019 年度	2020 年度
资本性支出计划（亿元）	10.43	7.11	7.10
营运资金需求（净额，亿元）	35.60	18.73	14.85
融资安排（净额，亿元）	46.03	26.63	5.20
其中：权益类融资（亿元）	10.00	10.00	0.00
债务类融资（亿元）	36.03	16.63	5.20

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

管理

跟踪期内，该公司产权和治理结构无显著变化，高管人员正常更替。公司与关联方存在一定的资金往来。

截至 2018 年 3 月末，该公司总股本仍为 26.72 亿股，厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“厦门市国资委”）为公司唯一出资人和实际控制人。

2017 年该公司原总工程师韩玉文，原职工监事何少平到龄退休。根据厦委干[2018]71 号文、厦国资组[2018]22 号文，聘任徐晓煜为公司副总经理。职工代表大会选举郑星宇为职工监事，其他董事、监事、高级管理等高管人员无变动。跟踪期内公司董事变动不影响正常运营。

跟踪期内，该公司与关联方之间不存在关重要资产转让及出售事项。因与项目子公司其他股东业务往来，2017 年末，公司产生的应收关联方款项 11.06 亿元，应付关联方款项 11.56 亿元。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 5 月 11 日，公司本部未结清信贷信息中不存在借款违约或欠息情况，已结清信贷中存在一笔关注类贷款。同时，子公司厦门万银投资发展有限公司未结清信贷信息中不存在借款违约或欠息情况，已结清信贷中存在一笔关注类贷款。

图表 18. 公司不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2018/5/11	无法提供	无	无	不涉及
各类债券还本付息	公开信息披露	2018/6/13	不涉及	无	不涉及	不涉及
诉讼	全国法院失信被执行人名单查询系统	2018/6/13	不涉及	无	无	不涉及
工商	国家企业信用信息公示系统	2018/6/13	不涉及	无	无	不涉及
质量	公开信息披露	2018/6/13	不涉及	无	无	不涉及
安全	公开信息披露	2018/6/13	不涉及	无	无	不涉及

资料来源：根据厦门住宅所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列，如未对非核心子公司提供过担保。

财务

跟踪期内，该公司负债经营程度仍维持在较高水平，但刚性债务比重较小、且半数以上债务系商品房销售和代建业务形成的预收款，其实际债务压力尚可控。尽管流动资产中房地产开发成本占比较大，资产流动性一般。但公司货币资金较充裕，总体偿债能力很强。

1. 数据与调整

北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版），并根据财政部 2016 年颁布的《增值税会计处理规定》（财会【2016】22 号）、2017 年颁布的《关于印发修订〈企业会计准则第 16

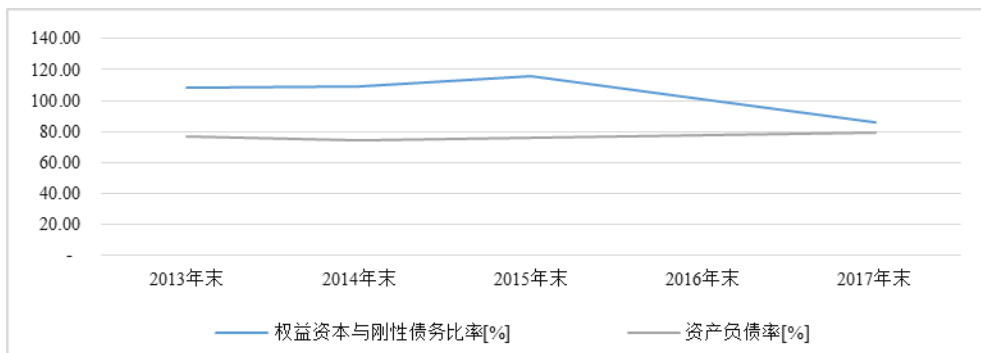
号——政府补助>的通知》(财会【2017】15号)相关规定,公司进行了相关会计政策变更。

截至2017年末,该公司纳入合并范围的子公司共有13家。当年新设立2家,承包期结束收回子公司1家。其中厦门万特福房地产开发有限公司于2017年减资10.40亿元,已经北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙)福建分所验资([2017]京会兴闽分验字第62000052号),尚未完成工商登记。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势

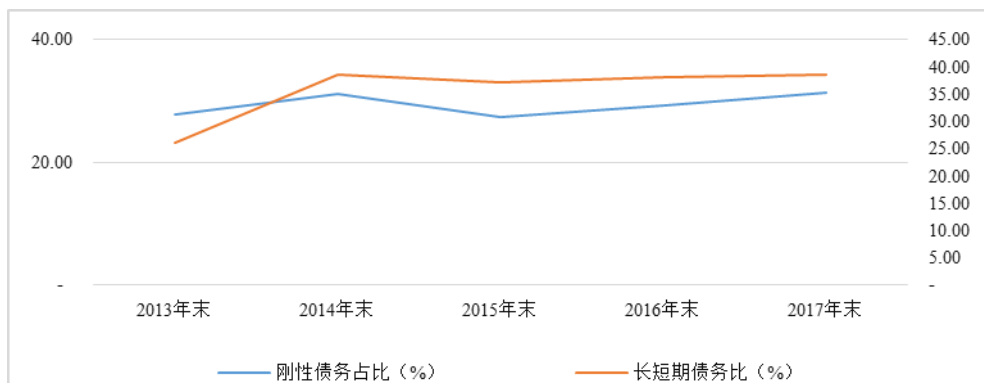


资料来源:根据厦门住宅所提供数据绘制。

近年来,该公司主要因房地产项目建设和新增土地储备而持续存在一定的资金需求。2015-2017年末,公司负债总额分别为182.31亿元、198.74亿元和230.40亿元,呈逐年递增趋势。同期末,公司资产负债率分别为75.93%、77.19%和78.81%,财务杠杆水平较高。随经营积累,公司所有者权益逐年增长,同期末分别为57.78亿元、58.74亿元和61.94亿元。但权益资本对刚性债务的覆盖程度2015年以来呈下降趋势,2017年末降至0.86。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
刚性债务 (亿元)	40.36	46.55	49.82	58.35	72.44
应付账款 (亿元)	1.91	7.37	1.85	2.74	3.55
预收账款 (亿元)	95.16	88.87	122.96	134.49	132.04
其他应付款 (亿元)	11.51	9.20	11.88	8.24	15.60
刚性债务占比 (%)	27.89	31.24	27.33	29.36	31.44
应付账款占比 (%)	1.32	4.95	1.02	1.38	1.54
预收账款占比 (%)	65.77	59.65	67.44	67.67	57.31
其他应付款占比 (%)	7.96	6.18	6.51	4.15	6.77

资料来源：根据厦门住宅所提供数据绘制。

从构成看，该公司负债主要包括预收账款、刚性债务和其他应付款构成，2017 年末分别为 132.04 亿元、72.44 亿元和 15.60 亿元，在负债总额中占比分别为 57.31%、31.44%和 6.77%。其中预收账款主要为预收售房款，2017 年末较上年末下降 1.83%。其他应付款主要为与经营业务相关对象的代建款及往来款¹²，2017 年末较上年末增长 89.15%，主要系合作拍地形成的往来款显著增加所致。

在期限结构上，该公司负债以流动负债为主。2017 年末，公司流动负债余额为 166.26 亿元，占负债总额的 72.16%；非流动负债余额为 64.15 亿元，占负债总额的 27.84%。公司债务期限结构偏短期，但由于流动负债中半数以上为商品房销售形成的预收款项，公司债务偿付压力尚可控。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期刚性债务合计	10.98	6.99	2.65	5.07	10.30
其中：短期借款	0.90	0.70	0.50	-	0.50
一年内到期非流动负债	10.05	6.20	1.93	4.40	8.73
应付短期债券	-	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	-	-
其他短期刚性债务	0.03	0.09	0.22	0.67	1.06
中长期刚性债务合计	29.38	39.56	47.17	53.28	62.15
其中：长期借款	23.78	34.76	27.32	8.49	17.31
应付债券	-	-	19.85	44.79	44.84
其他中长期刚性债务	5.60	4.80	-	-	-
综合融资成本 (年化, %)	7.00%	7.23%	5.44%	4.51%	4.51%

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2015-2017 年末，该公司刚性债务分别为 49.82 亿元、58.35 亿元和 72.44 亿元，在负债总额的占比分别为 27.33%、29.36%和 31.44%。其中短期刚性债务 10.30 亿元，占比 14.21%。公司刚性债务以中长期为主，2017 年末中

¹²共同拿地时合资方出的拍地款计入公司其他应付款

期刚性债务占比 85.79%，占负债总额的 26.97%，短期刚性债务仅有 10.30 亿元。公司短期刚性债务主要由短期借款、一年内到期的长期借款和应付利息构成，其中短期借款 0.50 亿元，全部为保证借款，保证人为厦门住宅本部担保，融资成本区间为 4.0-4.5%；一年内到期的长期借款 8.73 亿元。长期刚性债务主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款 17.31 亿元，主要为保证借款，融资成本区间为 4.7-6.5%；应付债券 44.84 亿元，分别为“15 厦住宅”、“16 住宅 01”和“16 住宅 03”，三期债券均含有回售条款，其中 15 厦住宅发行本金 20.00 亿元，将于 2018 年 10 月触发回售条款，16 住宅 01 发行本金 5.00 亿元，将于 2019 年 3 月触发回售条款，16 住宅 03 发行本金 20.00 亿元，将于 2019 年 8 月触发回售条款，不利市场环境下或将面临一定的集中偿付风险。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业周期（天）	2,209.36	1,348.75	2,184.23	2,143.14	1,600.31
营业收入现金率（%）	200.75	118.53	194.13	129.12	100.16
业务现金收支净额（亿元）	25.18	7.23	26.49	17.23	-10.53
其他因素现金收支净额（亿元）	-6.55	-3.30	0.20	-3.18	2.11
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	18.63	3.93	26.69	14.05	-8.42
EBITDA（亿元）	5.27	7.25	9.42	10.99	14.45
EBITDA/刚性债务（倍）	0.13	0.17	0.20	0.20	0.22
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.82	2.27	2.79	3.95	4.10

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2015-2017 年，该公司营业周期分别为 2,184.23 天、2,143.14 天和 1,600.31 天。因所开发项目多为滚动开发，周期较长，公司存货巨大、去化周期较长。2017 年营业周期大幅缩短，主要系存货中地产项目竣工交付量较大所致。公司获现能力较强，2015-2017 年营业收入现金率分别为 194.13%、129.12%和 100.16%。同期公司业务收支现金净额分别为 26.49 亿元、17.23 亿元和 -10.53 亿元，其中 2017 年大幅净流出主要系公司当年土地储备显著增加以及房地产项目建设支出大幅增加所致。公司收到其他与经营活动有关的现金流主要系收回工程暂扣款及集团外往来款；支付其他与经营活动有关的现金流主要系支付代建款、集团外往来款及其他应付杂项等，近年来经营性现金流中其他因素收支净额有所波动，2015-2017 年其他因素现金收支净额分别为 0.20 亿元、-3.18 亿元和 2.11 亿元。同期，公司经营环节产生的现金流净额分别为

26.69 亿元、14.05 亿元和-8.42 亿元。

2015-2017 年，该公司 EBITDA 分别为 9.42 亿元、10.99 亿元和 14.55 亿元，主要由利润总额和计入财务费用的利息支出构成，其对利息支出和刚性债务的覆盖情况随利润总额的增长而逐渐增强。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-0.10	-4.10	-0.76	0.75	20.67
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-0.06	0.00	-1.06	-9.10	-1.72
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.01	0.00	-0.29	-17.37	0.00
投资环节产生的现金流量净额	0.31	-3.77	-1.74	-28.46	19.44

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

该公司持有多家上市公司和非上市企业股权，同时利用闲置资金购买理财产品，与股权和财务投资活动相关的现金流全部反映在投资性现金流中¹³。2015-2017 年，公司投资活动产生的现金净流量分别为-1.74 亿元、-28.46 亿元和 19.44 亿元。其中 2015 年投资活动产生的现金净流出主要系购买国债逆回购等短期理财资金的净流出所致；2016 年投资支付的现金较上年显著增加，加上拍地保证金导致的资金支出增大，导致公司当年投资活动产生现金净流出 28.46 亿元，较上年扩大 1,539.12%；2017 年，随着理财产品到期资金的回收¹⁴和往来款的净流入，公司投资活动产生的现金净流量转负为正。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
权益类净融资额	-0.11	-0.57	-0.06	-0.79	-0.35
其中：分配股利支付的现金	0.12	0.57	0.63	0.79	2.04
债务类净融资额	-14.21	2.21	-0.76	5.69	10.18
其中：现金利息支出	2.60	3.92	4.05	2.45	3.47
筹资环节产生的现金流量净额	-14.32	1.64	-0.87	4.88	6.70

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款筹集资金，2015-2017 年债务类净融资额分别为-0.76 亿元、5.69 亿元和 10.18 亿元，债务融资规模呈扩大趋势。公司股东（或子公司其他少数股东）的权益性现金注入较少，2015-2017 年分别流入 0.57 亿元、0.00 亿元和 1.69 亿元，同期公司分配股利支付的现金分别为 0.63 亿元、

¹³其他与投资活动有关的现金主要为拍地保证金的现金流入与流出。

¹⁴2016 年，公司将购买银行结构性存款的资金流入流出计入回收投资与投资支付的现金流，而购买银行通知存款的资金流入流出计入其他与投资活动有关的现金流入与流出。2017 年，公司将所有银行理财产品均计入回收投资与投资支付的现金科目。

0.79 亿元和 2.04 亿元，分配股利支付的现金大于股东权益性融入现金，因此权益类融资净额持续为负。同期，公司筹资环节产生的现金流净额分别为 -0.87 亿元、4.88 亿元和 6.70 亿元。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	179.90	181.18	220.74	228.46	257.49
	95.41%	90.72%	91.94%	88.73%	88.08%
其中：现金类资产（亿元）	34.99	36.53	60.47	51.32	70.13
应收账款（亿元）	0.13	0.22	0.38	1.01	0.33
存货（亿元）	116.04	114.90	134.53	136.12	164.89
其他应收款	12.18	11.71	13.32	10.15	14.46
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	8.65	18.53	19.35	29.02	34.86
	4.59%	9.28%	8.06%	11.27%	11.92%
在建工程（亿元）	0.13	1.31	3.74	12.08	9.36
可供出售金融资产（亿元）	3.16	7.80	9.73	7.48	9.21
投资性房地产（亿元）	2.00	1.92	2.18	2.95	2.78
长期股权投资（亿元）	1.16	1.24	1.46	1.86	1.84
期末全部受限资产账面金额（亿元）	31.54	55.63	35.67	15.48	8.41
受限资产账面余额/总资产（%）	16.71	27.86	14.86	6.05	2.88

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2015-2017 年末，该公司资产总额分别为 240.09 亿元、257.48 亿元和 292.35 亿元。公司资产以流动资产为主，同期末占比分别为 91.94%、88.73% 和 88.08%。2017 年末公司受限资产账面价值占总资产比重为 2.88%。

2017 年末，该公司流动资产主要包括现金类资产、存货和其他应收款。其中现金类资产 70.13 亿元，主要由货币资金构成，其中银行存款 66.56 亿元，含不可动用货币资金 3.05 亿元。存货账面价值 164.89 亿元，占资产总额的 56.40%，主要由开发成本（95.61 亿元）和拟开发土地（52.35 亿元）构成，较上年末增长 21.13%，主要系拟开发土地大幅增长所致。其他应收款主要为应收竞拍保证金、履约保证金及关联方往来款，其中三年以下其他应收款占比 70.49%，欠款前五名其他应收款占比 73.75%，主要为应收厦门市万科房地产有限公司往来款和龙海市土地收购储备中心保证金，金额分别为 6.22 亿元和 2.38 亿元。

2017 年末，该公司非流动资产主要包括在建工程、可供出售金融资产、投资性房地产和长期股权投资构成。其中在建工程 9.36 亿元，主要系承接的厦门市市政工程，包括航空港地块开发项目和诚毅书城建设项目。可供出售金融资产 9.21 亿元，主要由持有的金达威公司¹⁵、兴业证券公司和交通银行股份构成，较上年末增长 23.19%，增长主要系增持金达威公司和交通银行股

¹⁵全称为“厦门市金达威集团股份有限公司”，主要从事食品营养强化剂行业原料和保健食品终端产品的生产、销售业务。2017 年实现营业收入 20.85 亿元，归属于上市公司股东净利润 4.74 亿元。

份所致。投资性房地产账面价值 2.77 亿元，主要由房屋、建筑物资产构成，较上年末略有下降。长期股权投资账面价值 1.84 亿元，主要系对联营企业龙岩市厦龙经济区建设发展有限公司和龙岩贝斯特房地产开发有限公司的股权投资。

该公司受限资产主要由受限的货币资金和存货构成，其中受限货币资金 2017 年末余额 3.05 亿元，主要由保函保证金、履约保证金和房改专用资金等构成；受限存货主要系贷款抵押担保形成，同期末余额 5.36 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	156.81	168.51	166.09	158.77	154.88
速动比率 (%)	41.22	45.09	59.33	59.03	53.53
现金比率 (%)	30.50	33.97	45.50	35.67	42.18

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2015-2017 年末，该公司流动比率分别为 166.09%、158.77% 和 154.88%。由于公司存货规模较大，且其中开发成本占比较高，难以短期迅速变现，剔除存货、预付账款和待摊费用影响后，同期末速动比率分别为 59.33%、59.03% 和 53.53%，实际资产流动性一般。同期现金比率分别为 45.50%、35.67% 和 42.18%，2017 年末公司存量货币资金 70.13 亿元，可对公司到期债务提供一定支撑。

6. 表外事项

在购房者房屋的他项权证移交银行之前，该公司需为购房的按揭贷款提供担保，2015-2017 年末担保余额分别为 66.73 亿元、66.81 亿元和 87.80 亿元，担保比率分别为 115.49%、113.74% 和 141.75%。此外，截至 2017 年末，公司未涉及重大诉讼事项。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担投融资及管理职能。由于房地产开发项目销售资金接受项目所在地国土资源与房产管理局监管，且部分合作项目资金归集需征得少数股东同意，公司未将子公司货币资金统一归集。2017 年末，公司本部总资产为 102.62 亿元，除包括长期股权投资 29.42 亿元（主要系对子公司投资，账面余额 28.50 亿元）之外，主要包括：货币资金 4.37 亿元（含受限 0.40 亿元），占合并范围货币资金的 6.23%；存货 30.39 亿元，系代建项目构成，主要厦门园博园项目、杏林湾东岸滨水项目和中华教育园项目；其他应收款 16.19 亿元，主要系以往来款形式划拨给子公司的资金。同期末，公司本部负债总额为 66.47 亿元，其中刚性债务余额为 46.52 亿元，占合并范围刚性债务

的 64.22%；所有者权益为 36.15 亿元。2017 年公司本部实现收入 0.23 亿元，净利润 2.99 亿元；经营性现金净流量为-7.47 亿元。公司偿债资金主要来源于本部再融资及子公司拆借资金的回收。

外部支持因素

截至 2018 年 3 月末，该公司共获得贷款授信 71.00 亿元，其中 43.57 亿元额度尚未使用。贷款授信中五大商业银行授信占比为 87.04%。五大商业银行贷款利率区间为 4.7-5.5%。整体看，公司能够获得大型国有金融机构的一定支持，融资利率较低。

图表 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	贷款余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	76.00	71.00	27.43	4.7-6.5%	厦门住宅本部担保
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	66.80	61.80	7.79	4.7-5.5%	厦门住宅本部担保
其中：大型国有金融机构占比（%）	87.89%	87.04%	28.40%	-	

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司产权和治理结构无显著变化，高管人员正常更替。公司与关联方存在一定的资金往来。

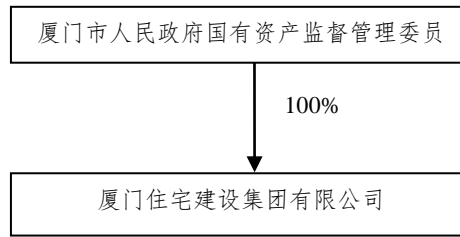
跟踪期内，该公司主业房地产业务结转收入显著增加，营业收入大幅增长。同时，受结转项目土地入手较早、成本较低，公司毛利率仍维持在较高水平。跟踪期内，公司拍得多块土地，成交均价较高，且在售项目及在手土地储备多位于厦门市外项目，在当前市场环境下，销售不确定性较大。同期公司代建项目垫资压力不大，资金平衡较好；其他业务收入贡献仍较小。

跟踪期内，该公司负债经营程度仍维持在较高水平，但刚性债务比重较小、且半数以上债务系商品房销售和代建业务形成的预收款，其实际债务压力尚可控。尽管流动资产中房地产开发成本占比较大，资产流动性一般。但公司货币资金较充裕，总体偿债能力很强。

同时，我们仍将持续关注（1）我国及该公司房地产开发项目所在地房地产行业政策变化；（2）厦门市土地供应情况；（3）厦门市市政府财政收支变化；（4）公司新增土地储备区位及单价情况（5）公司在建房地产及竣工房地产的销售情况；（6）公司代建项目情况；（7）公司后续项目开发及增长情况，尤其是在昆明等地的开发项目进展情况。

附录一：

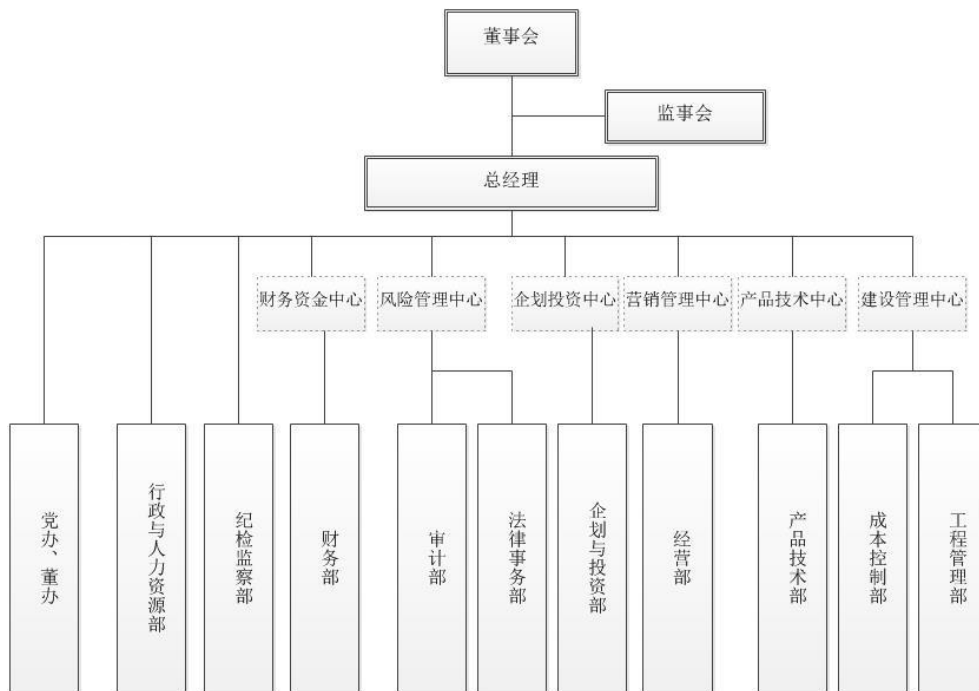
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门住宅提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据厦门住宅提供的资料绘制（截至 2017 年末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司 持股比例(%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)					
					货币资金余额(亿元)	刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)
厦门住宅建设集团有限公司本部	厦门住宅本部	本部	—	商品房开发、市政工程及保障房建设、文化产业项目投资与运营等	4.37	46.52	36.15	0.23	2.99	-7.47
厦门特工开发有限公司	特工	核心子公司	100.00%	房地产开发经营	3.56	0.50	19.29	0.25	0.19	-5.94
厦门市东区开发有限公司	东区	核心子公司	100.00%	房地产开发经营	20.09	8.43	17.97	20.47	7.88	-7.43
厦门万银投资发展有限公司	万银	核心子公司	100.00%	投资与资产管理	1.00	6.80	3.15	0.41	0.11	-5.16
厦门万舜文化产业投资发展有限公司	万舜	核心子公司	100.00%	文化产业	0.18	2.90	2.10	0.11	-0.32	0.72
厦门万嘉翔房地产开发有限公司	万嘉翔	地产项目公司	100.00%	房地产开发经营	6.65	3.21	3.84	2.68	0.82	7.21
厦门万特福房地产开发有限公司	万特福	地产项目公司	70.00%	房地产开发经营	21.87	-	9.65	14.34	5.09	5.70

注：根据厦门住宅及其子公司 2017 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年
资产总额 [亿元]	240.09	257.48	292.35
货币资金 [亿元]	60.24	51.29	70.13
刚性债务[亿元]	49.82	58.35	72.44
所有者权益 [亿元]	57.78	58.74	61.94
营业收入[亿元]	36.26	41.58	62.39
净利润 [亿元]	5.82	5.89	7.06
EBITDA[亿元]	9.42	10.99	11.41
经营性现金净流入量[亿元]	26.69	14.05	-8.42
投资性现金净流入量[亿元]	-1.74	-28.46	19.44
资产负债率[%]	75.93	77.19	78.81
权益资本与刚性债务比率[%]	115.98	100.66	85.51
流动比率[%]	166.09	158.77	154.88
现金比率[%]	45.50	35.67	42.18
利息保障倍数[倍]	2.74	3.88	4.01
担保比率[%]	115.49	113.74	141.75
营业周期[天]	2,184.23	2,143.14	1,600.31
毛利率[%]	42.44	44.41	44.85
营业利润率[%]	21.25	21.00	18.11
总资产报酬率[%]	4.21	4.33	5.14
净资产收益率[%]	10.73	10.11	11.70
净资产收益率*[%]	9.47	8.48	10.02
营业收入现金率[%]	194.13	129.12	100.16
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	22.20	10.15	-5.43
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	15.06	-7.56	5.13
EBITDA/利息支出[倍]	2.79	3.95	4.10
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.20	0.22

注：表中数据依据厦门住宅经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

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。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。