

跟踪评级公告

联合[2018]1055 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：

二零一八年六月二十五日

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 2018 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

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	2017/06/27
15 联发 02	10 亿元	5 年	AAA	AAA	2017/06/27

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：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据

发行人

项 目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	325.17	496.75	543.50
所有者权益（亿元）	78.64	119.51	121.88
长期债务（亿元）	114.66	110.41	130.06
全部债务（亿元）	129.31	168.23	183.94
营业收入（亿元）	111.73	128.75	16.53
净利润（亿元）	10.06	12.39	2.45
EBITDA（亿元）	14.83	26.16	--
经营性净现金流（亿元）	-3.43	-34.91	-12.83
营业利润率（%）	14.54	16.38	27.69
净资产收益率（%）	14.39	12.50	--
资产负债率（%）	75.82	75.94	77.58
全部债务资本化比率（%）	62.18	58.47	60.15
流动比率（倍）	2.17	1.63	1.65
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.78	1.73	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.74	1.31	--

担保方

项 目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	1,510.04	2,102.08	2,417.08
所有者权益（亿元）	460.64	649.56	651.56
营业收入（亿元）	1,471.17	2,202.53	491.81
净利润（亿元）	36.20	44.19	8.71
资产负债率（%）	69.49	69.10	73.04

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、2018 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。

评级观点

跟踪期内，联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）作为厦门市国资委旗下的房地产开发公司，在股东背景、开发经验、品牌知名度等方面仍具备一定优势；公司在建面积规模大，2017 年签约销售金额有所增长，自持物业所处区域位置较好，为公司未来盈利提供良好保障。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所在房地产行业受调控政策影响较大、土地储备权益规模一般、有一定资金支出压力、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。

2017 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. 公司土地储备区域布局分散，总体楼面均价较为合理；签约销售金额持续增长，同时在建项目规模较大，未来可售、可结转面积大，可对公司收入形成一定支撑。

2. 公司有较大规模的自持物业，地理位置较好，物业经营状况总体良好。同时公司投资性房地产以成本法计量，有一定升值空间。

间。

3. 公司债务结构以长期债务为主；货币资金较充裕，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，2017 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. 房地产限购限售调控常态化，对房地产行业景气度影响较大；公司部分项目分布在厦门、武汉、天津等二线城市，易受所在区域房地产市场政策波动影响，盈利状况可能出现波动。

2. 公司土地储备权益规模一般，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。同时在建拟建项目较多，未来资本支出规模较大。

3. 公司权益结构稳定性一般；近年来公司债务规模大幅增长，且公司债务有一定集中偿付压力。公司投资收益占营业利润比例较高，且持续性一般，对公司利润有一定影响。

分析师

刘 薇

电话：010-85172818

邮箱：liuw@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@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：

刘俊 支西杨

联合信用评级有限公司

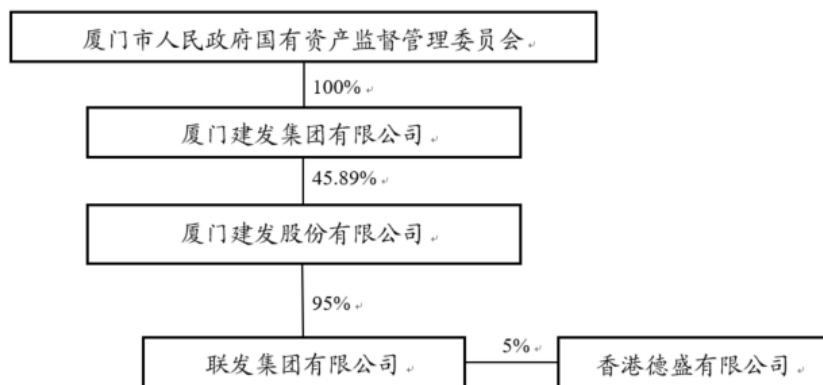
一、主体概况

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2018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95.00%，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（以下简称“厦门市国资委”）。

图1 截至2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年以来，公司经营范围未发生变化。

截至2018年3月底，公司组织结构有所精简，设有产品开发中心、地产拓展部、成本管理部、投资发展部、品牌与客户关系部、总经理办公室、人力资源部、财务部、资金部、审计部、信息化应用部等职能部门（见附件1），公司拥有直接或间接控股子公司94家，员工人数为3,508人。

截至2017年底，公司合并资产总额496.75亿元，负债合计377.24亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计119.51亿元，其中归属于母公司所有者权益83.98亿元。2017年，公司实现合并营业收入128.75亿元，净利润（含少数股东损益）12.39亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为10.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-34.91亿元，现金及现金等价物净增加额为12.87亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额543.50亿元，负债合计421.63亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计121.88亿元，其中归属于母公司所有者权益86.39亿元。2018年1~3月，公司实现合并营业收入16.53亿元，净利润（含少数股东损益）2.45亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.41亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.83亿元，现金及现金等价物净增加额为1.15亿元。

公司地址：厦门市湖里区湖里大道31号；法定代表人修改为赵胜华。

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，其中第一期债券已于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2018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。第二期债券已于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2018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：截至本报告出具日，“15联发01”和“15联发02”均正常兑付利息。

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

2017年，全国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年回升0.16个百分点；其中，住宅投资75,148亿元，同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%；办公楼投资6,761亿元，同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点，占房地产开发投资比重为6.16%；商业营业用房投资15,639亿元，同比减少1.26%，占房地产开发投资比重为14.24%。从地区分布看，2017年，东部地区房地产开发投资58,023亿元，同比增长7.2%；中部地区投资23,884亿元，同比增长11.6%；西部地区投资23,877亿元，同比增长3.5%；东北地区投资4,015亿元，同比增长1.0%。随着限价政策的严格执行，房价的预期逐渐平稳，有助于房企的拿地、开工、建设按计划进度进行，房地产开发投资保持平稳增长。

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

资金来源方面，2017年，全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年下降7.00个百分点。其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，同比增长3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906亿元，同比下降2.00%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房企获得资金将愈发困难。

市场供需方面，2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484

万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减少 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

竞争格局方面，2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点。据克而瑞统计，2017 年千亿房企阵营增加到 17 家，销售额 Top10 的门槛提升到 1,500 亿元，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2017 年房地产开发投资平稳增长，热点城市土地供给增加，市场预期较稳定，一、二线房地产市场明显降温，全国商品房销售增速放缓，融资渠道再度收紧，行业集中度进一步提升。

2. 行业政策

2016 年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017 年 3 月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017 年 4 月 6 日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序。2017 年 7 月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向。

2017 年 10 月 18 日，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。2017 年 12 月 18 日，中央经济工作会议提出，“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”，发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控。2018 年 3 月“两会”期间，政府工作报告提出“更好解决群众住房的问题”和“稳妥推进房地产税立法”两大方面，政府政策基调延续此前提出的“因城施策”、“长效机制”等宗旨，在棚改、区域协调发展、差别化调控和房地产税等具体领域释放政策信号。

总体看，2017 年，政府强调稳定房地产市场，实行差别化调控，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制。

3. 行业关注

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

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

房地产调控政策不放松，但实行差异化调控

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。

中小房企面临被整合风险

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

4. 行业发展

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，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。

总体看，未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

原董事孙诚华因退休原因提请辞去公司副董事长、董事职务。公司董事会同意孙诚华辞去公司副董事长、董事职务的请求，并同意股东单位的推荐，增补李明担任公司董事。李明不再担任公司副总经理职务。公司报告期内新设监事，全体股东共同委派陈耀煌担任公司监事。公司管理制度无重大变化。

截至2018年3月底，公司组织结构有所精简，设有产品开发中心、地产拓展部、成本管理部、投资发展部、品牌与客户关系部、总经理办公室、人力资源部、财务部、资金部、审计部、信息化应用部等职能部门。

总体看，公司核心管理人员稳定，组织结构有所精简；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。2017年，公司实现营业收入128.75亿元，同比增长15.23%，主要来自房地产开发业务收入的增长；公司净利润12.39亿元，同比增长23.14%。

表1 2016~2017年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元，%）

项目	2016 年			2017 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房地产开发业务	962,984.05	86.19	21.59	1,119,289.54	86.94	22.12
供应链运营业务	111,561.81	9.99	0.88	114,765.43	8.91	1.69
物业及租赁管理业务	36,800.16	3.29	55.13	42,760.41	3.32	51.98
其他业务	5,927.60	0.53	65.49	10,674.50	0.83	47.59
营业收入	1,117,273.62	100.00	20.86	1,287,489.88	100.00	21.51

资料来源：公司年报

从收入构成看，2017年公司房地产开发业务进一步扩张，实现收入111.93亿元，较2016年增长16.23%，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86.94%，房地产开发业务仍为公司主要收入来源。2017年，供应链运营业务实现收入11.48亿元，同比增长2.87%，变动不大；公司供应链运营业务收入占营业收入的比重为8.91%。2017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，2017年，受结转项目差异影响，公司房地产开发业务毛利率稍有上升，2017年为22.12%；2017年，公司供应链运营业务毛利率为1.69%，较上年稍有上升，主要系国内大宗商品价格有所上升所致；2017年，公司物业及租赁管理业务毛利率为51.98%，较2016年有所下降，仍处于较高水平。综上，2017年，公司综合毛利率为21.51%，较上年稍有上升。

2018年1~3月，公司实现营业收入和净利润分别为16.53亿元和2.45亿元，同比分别增长10.27%和77.54%，净利润增幅大于营业收入增幅，主要系毛利率大幅提升所致。2018年1~3月，公司毛利率为38.38%，上年同期为21.28%，主要系结转项目差异所致。

总体看，2017年，公司业务收入同比均有所增长，受结转项目差异影响，公司房地产开发业务毛利率稍有上升，带动综合毛利率水平有所上升。

2. 房地产业务

（1）土地储备

2017年，公司共购入土地25块，新增土地储备建筑面积226.99万平方米。2018年1~3月，公司共购入土地4块，新增土地储备建筑面积18.01万平方米。截至2018年3月底，公司土地储备权益建筑面积280.33万平方米，考虑到公司项目开发规模，土地储备权益规模一般，同时，公司项目位于莆田、泉州、柳州和重庆等全国十多个城市，布局较为分散。楼面均价方面，除了莆田城厢区项目、杭州项目和苏州项目楼面均价偏高外，其他地区购地成本相对较低，公司整体土地储备成本合理。

表2 截至2018年3月底公司土地储备情况（单位：平方米、万元、元/平方米）

项目	持有待开发土地的区域	土地取得时间	物业类型	权益建筑面积	土地价款	折合楼面地价
莆田电商城五期	莆田	2015年4月	住宅、商业、办公	24,800.10	4,463.15	1,799.65
城厢区PS拍-2017-23和PS拍-2017-24号地块	莆田	2017年9月	住宅、商业	104,775.28	101,180.88	9,656.94
南安海峡一号二期	泉州	2016年10月	住宅、商业	63,846.43	8,252.13	1,292.50
长泰桃李春风	漳州	2016年3月	住宅、商业	14,744.10	615.27	417.30

南昌时代天阶	南昌	2016 年 5 月	住宅、商业、办公	111,737.72	21,258.98	1,902.58
柳州滨江壹号三期	柳州	2016 年 8 月	住宅、商业	49,240.18	7,587.67	1,540.95
阳和工业新区 P (2017) 56 号地块	柳州	2017 年 12 月	住宅、商业	281,151.70	62,950.16	2,239.01
龙洲湾一号	重庆	2016 年 11 月	住宅、商业	129,648.25	34,331.06	2,648.02
南山项目	重庆	2008 年 1 月	住宅、商业	71,173.20	43,161.21	6,064.25
西城首府	重庆	2017 年 8 月	住宅、商业	97,338.49	49,537.73	5,089.22
红莲湖项目	鄂州	2013 年 1 月	住宅、商业、服务业	1,006,727.58	62,892.49	624.72
梧桐湖 P (2017) 009 号地块	鄂州	2017 年 12 月	住宅、商业	246,726.00	64,000.00	2,593.97
余杭区余政储出 [2017]19 号地块	杭州	2017 年 9 月	住宅、商业	113,912.00	234,000.00	20,542.17
浔阳府	九江	2017 年 11 月	住宅、商业	147,029.50	47,549.34	3,234.00
天璞	九江	2017 年 11 月	住宅、商业	55,643.60	19,841.91	3,565.89
临桂区万平路 201745 号地块	桂林	2018 年 1 月	住宅、商业	62,920.80	6,815.58	1,083.20
临桂区万平路 201746 号地块	桂林	2018 年 1 月	住宅、商业	167,562.44	18,150.29	1,083.20
高新区浒关 2017-WG-84 号地块	苏州	2018 年 2 月	住宅、商业	14,300.72	19,019.88	13,299.95
丹徒区 2018-2-4 号地块	镇江	2018 年 3 月	住宅、商业	40,018.00	18,408.28	4,600.00
合计		--	--	2,803,296.09	--	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2017 年，公司加大土地购置力度，目前公司土地储备权益建筑规模一般，楼面均价较为合理；土地储备位于十多个城市，布局较为分散；公司部分项目楼面均价较高，需关注当地房地产市场变动对公司项目影响。

（2）项目开发情况

从项目开发看，2017 年公司加大开发进度，公司新开工面积为 295.03 万平方米，较上年增长 49.78%；受工程进度影响，公司竣工面积为 99.88 万平方米，较上年下降 16.77%。2018 年 1~3 月，公司继续加大开工力度，新开工面积为 141.31 万平方米，竣工面积为 8.13 万平方米；截至 2018 年 3 月底，公司期末在建面积为 614.29 万平方米，保持在较大规模。

表 3 2016~2018 年 3 月公司房地产开发数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
新开工面积（万平方米）	196.97	295.03	141.31
竣工面积（万平方米）	120.00	99.88	8.13
期末在建面积（万平方米）	285.96	481.11	614.29

资料来源：公司提供

注：上一年在建面积-上一年竣工面积+本年新开工=本年在建面积；由于误差问题，该等式部分不成立。

截至 2018 年 3 月底，公司在建拟建项目规模较大，在建项目 33 个，拟建项目 13 个。其中在建项目总规划建筑面积 768.03 万平方米，预计总投资 491.59 亿元，已完成投资 316.04 亿元，尚需投资 175.55 亿元；拟建项目总规划建筑面积 301.04 万平方米，预计总投资超 146.06 亿元，已投资 97.94 亿元；整体看，公司尚需投资规模大，有一定资金支出压力。

表 4 截至 2018 年 3 月底公司在建拟建项目基本情况 (单位: 万平方米、万元、%)

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 2018 年 3 月末已投资	项目进度
1	红墅东方	住宅、商业、办公	鄂州	2016 年~2025 年	122.00	400,000	126,329	5
2	静湖 1 号	住宅、商业	天津	2018 年~2020 年	18.49	316,000	215,556	5
3	时代天境	住宅、商业	南昌	2018 年~2019 年	8.37	76,200	59,434	10
4	南宁君悦	住宅、商业	南宁	2018 年~2019 年	5.15	35,000	16,241	10
5	时代天阶	住宅、商业	南昌	2017 年~2021 年	22.92	172,400	41,086	15
6	君悦华庭	住宅、商业	赣州	2018 年~2019 年	3.11	20,000	9,930	15
7	海峡 1 号	住宅、商业	南安	2017 年~2020 年	29.79	146,100	41,933	20
8	君悦湾	住宅、商业	南安	2017 年~2020 年	18.83	111,800	31,448	25
9	滨江	住宅、商业	柳州	2017 年~2020 年	32.42	144,600	57,712	30
10	龙洲湾 1 号	住宅、商业	重庆	2017 年~2021 年	53.30	300,000	131,003	30
11	熙园	住宅、商业	天津	2017 年~2019 年	5.15	70,400	49,551	30
12	藏珑玉墅	住宅、商业	杭州	2017 年~2019 年	7.06	130,000	86,875	30
13	雍榕华府	住宅、商业	赣州	2017 年~2019 年	20.48	170,000	97,092	40
14	青溪府	住宅、商业	南宁	2017 年~2019 年	28.73	210,000	113,765	45
15	红郡	住宅、商业	天津	2016 年~2019 年	13.27	160,000	101,266	45
16	君领绶溪	住宅、商业	莆田	2017 年~2019 年	14.61	128,500	96,397	55
17	欣悦学府	住宅、商业	天津	2016 年~2019 年	21.49	165,300	162,913	55
18	君悦	住宅、商业	柳州	2017 年~2018 年	24.28	80,000	31,479	60
19	电商未来城	住宅、商业、办公	莆田	2015 年~2022 年	46.96	258,800	145,161	65
20	公园前	住宅、商业	南昌	2016 年~2019 年	7.14	84,100	61,894	65
21	君玺	住宅、商业	赣州	2016 年~2018 年	4.69	33,900	28,458	70
22	君澜	住宅、商业、办公	南宁	2015 年~2019 年	40.40	281,500	217,435	70
23	柳雍府	住宅、商业	柳州	2017 年~2018 年	5.42	22,000	16,897	70
24	重庆欣悦	住宅、商业	重庆	2015 年~2018 年	24.41	138,300	107,617	70
25	乾景欣悦	住宅、商业	桂林	2015 年~2018 年	24.36	105,300	91,211	75
26	星领地	住宅、商业	扬州	2017 年~2018 年	19.77	96,000	80,025	75
27	欣悦华庭	住宅、商业	漳州	2014 年	21.95	123,100	92,607	85

				~2018 年				
28	君悦华府	住宅、商业	扬州	2011 年 ~2019 年	39.85	380,000	358,655	85
29	欣悦湾	住宅、商业	厦门	2013 年 ~2018 年	26.03	224,600	213,716	90
30	公园里	住宅、商业	重庆	2017 年 ~2018 年	5.12	50,000	17,438	90
31	江与城	住宅、商业	桂林	2015 年 ~2017 年	22.07	106,700	101,000	95
32	悠山郡	住宅、商业	桂林	2014 年 ~2017 年	22.64	125,300	113,737	95
33	荣君府	住宅、商业	柳州	2016 年 ~2017 年	7.77	50,000	44,582	95
小计		--	--	--	768.03	4,915,900	3,160,443	--
34	君领天玺	住宅、商业	莆田	2018 年 ~2021 年	27.02	360,600	211,003	拟建
35	天璞	住宅、商业	九江	2018 年 ~2020 年	19.80	待定	51,607	拟建
36	浔阳府	住宅、商业	九江	2018 年 ~2021 年	41.32	待定	48,463	拟建
37	西棠春晓	住宅、商业	南宁	2018 年 ~2020 年	23.43	150,000	70,629	拟建
38	桂林悦溪府	住宅、商业	桂林	2018 年 ~2020 年	26.11	待定	22,939	拟建
39	柳州君悦兰亭	住宅、商业	柳州	2018 年 ~2021 年	40.39	待定	31,479	拟建
40	西城首府	住宅、商业	重庆	2018 年 ~2021 年	29.51	220,000	117,605	拟建
41	南山项目	住宅	重庆	2018 年 ~2020 年	12.05	65,000	43,444	拟建
42	梧桐湖地块	住宅、商业	鄂州	2018 年 ~2021 年	27.99	待定	35,419	拟建
43	镇江 2018-2-4 地块	住宅、商业	镇江	2018 年 ~2020 年	16.35	待定	10,125	拟建
44	翡翠方山	住宅、商业	南京	2018 年 ~2020 年	8.20	160,000	118,250	拟建
45	桃源地块	住宅、商业	杭州	2017 年 ~2019 年	7.23	145,000	100,360	拟建
46	良渚 19 号地	住宅、商业	杭州	2018 年 ~2020 年	21.64	360,000	118,101	拟建
小计		--	--	--	301.04	1,460,600	979,424	--
合计		--	--	--	1,069.07	6,376,500	4,139,867	--

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司加大开工力度，整体在建项目规模较大，能够保证公司未来销售的需要。公司在建和拟建项目未来尚需完成投资金额大，有一定资金支出压力。

（3）房地产销售情况

从销售数据看，受益于房地产行业景气度较高影响，2017 年公司协议销售面积为 240.66 万平方米，较上年大幅增长 81.30%；协议销售金额 258.35 亿元，较上年大幅增长 110.54%；公司房地产协议销售均价为 1.07 万元/平方米，较上年有所增长。2017 年，公司销售回款率为 81%，较上年有所下降，主要系银行信贷有所收缩所致。2018 年 1~3 月，公司协议销售金额 77.34 亿元，对应协议销售面积 72.13 万平方米，协议销售均价为 1.07 万元/平方米，销售回款率小幅上升为 85%。

从结转情况来看，2016~2017 年，公司结转收入面积有所增长，分别为 102.24 万平方米和 128.80

万平方米，对应结转收入 96.30 亿元和 111.93 亿元。2018 年 1~3 月，公司结转收入面积 7.87 万平方米，结转收入 13.04 亿元。

表 5 2016~2018 年 3 月公司商品房销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
协议销售面积（万平方米）	132.74	240.66	72.13
协议销售金额（亿元）	122.71	258.35	77.34
协议销售均价（万元/平方米）	0.92	1.07	1.07
销售回款率（%）	95	81	85
结转收入面积（万平方米）	102.24	128.80	7.87
结转收入（亿元）	96.30	111.93	13.04

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2018 年 3 月底，公司在售项目共 47 个，主要分布于赣州、桂林、柳州、南昌、南宁、莆田、厦门、漳州、天津、武汉、扬州、重庆等地，且以住宅、商业为主；部分项目由于开盘时间较短，去化率较低，公司整体去化速度较好。截至 2018 年 3 月底，公司待售面积 135.78 万平方米，按公司近年的销售表现来看，公司待售面积一般。随着在建项目的推进以及预售证的陆续取得，公司可售项目能够得到一定的补充。

表 6 截至 2018 年 3 月底公司在售项目情况（单位：万平方米、%）

项目名称	项目地区	物业性质	预售开始时间	可售面积	已售面积	剩余可售面积	销售进度
赣州碧桂园	赣州	住宅、商业	2017 年 6 月	16.00	13.99	2.01	87
赣州联发君玺	赣州	住宅、商业	2017 年 6 月	3.77	3.74	0.02	99
赣州雍榕华府	赣州	住宅、商业	2017 年 11 月	15.55	5.41	10.15	35
桂林碧桂园	桂林	住宅、商业	2017 年 12 月	19.04	14.28	4.77	75
桂林江与城	桂林	住宅、商业	2015 年 7 月	22.07	21.52	0.55	98
桂林联发乾景欣悦	桂林	住宅、商业	2015 年 10 月	22.89	22.12	0.77	97
桂林乾景	桂林	住宅、商业	2013 年 9 月	28.55	21.15	7.40	74
桂林益景	桂林	住宅、商业	2014 年 7 月	7.95	7.65	0.30	96
柳州联发滨江	柳州	住宅、商业	2017 年 9 月	13.48	6.64	6.84	49
柳州联发君悦	柳州	住宅、商业	2017 年 6 月	15.93	11.26	4.67	71
柳州柳雍府	柳州	住宅、商业	2017 年 3 月	4.20	3.79	0.41	90
柳州荣君府	柳州	住宅、商业	2016 年 9 月	7.77	7.21	0.56	93
南昌金域滨江	南昌	住宅、商业	2016 年 8 月	5.33	4.79	0.53	90
南昌君澜天地	南昌	住宅、商业	2017 年 4 月	5.39	2.63	2.76	49
南昌君悦华庭	南昌	住宅、商业	2015 年 10 月	16.93	16.14	0.79	95
南昌联发广场	南昌	住宅、商业	2009 年 12 月	17.14	12.58	4.56	73
南昌联发正润玲珑府	南昌	住宅、商业	2017 年 12 月	6.08	1.64	4.44	27
南昌时代天阶	南昌	住宅、商业	2017 年 12 月	3.14	2.86	0.29	91
南昌新力合园	南昌	住宅、商业	2017 年 9 月	18.52	15.82	2.70	85
南宁境界	南宁	住宅、商业	2017 年 12 月	2.59	0.40	2.20	15
南宁联发君澜	南宁	住宅、商业、办公	2015 年 11 月	34.83	32.73	2.10	94
南宁联发君悦	南宁	住宅、商业	2018 年 3 月	4.21	2.30	1.91	55
南宁联发尚筑	南宁	住宅、商业	2013 年 10 月	28.63	24.73	3.90	86
南宁青溪府	南宁	住宅、商业	2017 年 10 月	14.95	12.61	2.34	84

南宁西城 1 号	南宁	住宅、商业	2017 年 12 月	6.27	2.85	3.42	46
莆田君领绶溪	莆田	住宅、商业	2017 年 11 月	12.24	7.54	4.70	62
莆田联发电商未来城	莆田	住宅、商业、 办公	2016 年 1 月	32.44	27.58	4.86	85
厦门海峡 1 号	厦门	住宅、商业	2017 年 12 月	10.26	3.96	6.29	39
厦门玖龙台	厦门	住宅、商业	2017 年 12 月	1.48	0.96	0.51	65
厦门联发滨海写字楼	厦门	住宅、商业	2017 年 12 月	8.05	7.78	0.27	97
厦门联发君悦湾	厦门	住宅、商业	2017 年 11 月	14.11	6.95	7.15	49
漳州联发欣悦华庭	漳州	住宅、商业	2015 年 7 月	21.17	16.72	4.45	79
厦门联发欣悦湾	厦门	住宅、商业	2013 年 7 月	22.58	18.50	4.08	82
厦门桃李春风	厦门	住宅、商业	2017 年 6 月	5.25	3.32	1.93	63
厦门欣悦学府	厦门	住宅、商业	2015 年 10 月	9.07	7.77	1.31	86
天津滨海琴墅	天津	住宅、商业	2011 年 1 月	15.48	14.63	0.86	94
天津联发第五街	天津	住宅、商业	2013 年 12 月	19.34	18.80	0.54	97
天津联发红郡	天津	住宅、商业	2017 年 5 月	8.25	6.82	1.43	83
天津联发熙园	天津	住宅、商业	2017 年 12 月	1.31	1.01	0.30	77
天津联发欣悦学府	天津	住宅、商业	2016 年 10 月	18.50	16.91	1.59	91
武汉红墅东方	武汉	住宅、商业	2017 年 4 月	9.90	8.15	1.75	82
武汉九都国际	武汉	住宅、商业、 办公	2013 年 10 月	19.30	14.42	4.87	75
扬州君悦华府	扬州	住宅、商业	2012 年 8 月	35.05	28.38	6.67	81
扬州联发星领地	扬州	住宅、商业	2017 年 5 月	17.99	13.44	4.55	75
重庆联发公园里	重庆	住宅、商业	2017 年 4 月	4.82	3.98	0.84	83
重庆联发欣悦	重庆	住宅、商业	2016 年 4 月	18.76	16.45	2.31	88
重庆龙洲湾 1 号	重庆	住宅、商业	2017 年 10 月	10.69	6.57	4.13	61
总计	--	--	--	657.26	521.48	135.78	85

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司房地产协议销售面积和协议销售金额有所增长，但受银行信贷收缩影响，销售回款率有所下降；公司整体去化率较好；在售项目待售面积一般，但公司在建面积较大，为公司后期销售与盈利提供一定的支持。

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，截至2018年3月底，公司自持物业（不含自用面积）建筑面积114.62万平方米，账面价值24.57亿元，公司投资性房地产按成本法计量，有一定的增值潜力。2017年，公司物业及租赁业务收入为4.28亿元，较上年增长16.20%，主要系管理面积及租金水平上涨的共同影响所致。其中联发电子商城出租率较低，主要系准备改造所致；九都国际和自持配套出租率较低，主要系刚落成，正在招租所致。

表 7 截至 2018 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	物业概况	建筑面积	出租率	账面金额	项目所在地
1	湖里工业园	工业厂房	18.59	90	4,899.62	厦门
2	杏林工业园	工业厂房	5.56	92	2,556.20	厦门
3	黄金工业园	工业厂房	17.90	93	24,060.66	厦门
4	软件学院	教育地产	6.58	100	13,336.89	厦门
5	湖里写字楼	写字楼	7.59	93	6,339.74	厦门

6	湖里颐豪酒店等	酒店	3.37	100	4,154.82	厦门
7	华美文创园	文创园	4.07	90	10,620.22	厦门
8	文创口岸	文创园	3.67	93	14,006.03	厦门
9	软件学院在建	教育地产	26.85	待开发	10,281.88	厦门
10	联发电子商城	商业	3.09	42	19,757.41	厦门
11	联达商业广场	商业	5.74	96	20,417.97	桂林
12	九都国际	写字楼	1.90	58	14,434.37	武汉
13	联发广场	写字楼	4.05	88	35,210.45	南昌
14	自持配套	商业	5.66	56	65,585.05	各地
合计		--	114.62	--	245,661.31	--

资料来源：公司提供

总体看，公司持有的物业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。

2017年，公司供应链运营业务实现收入11.48亿元，同比增长2.87%；但公司供应链业务盈利能力较低，公司2017年供应链运营业务业务毛利率为1.69%，较上年有所上升，主要系国内大宗商品价格上涨所致；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) 截至2018年3月底，公司土地储备权益建筑面积280.33万平方米，考虑到公司的开发规模，公司土地储备规模一般。同时，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。

(2) 公司部分项目分布在厦门、武汉、天津等二线城市，易受所在区域房地产市场政策波动影响，盈利状况可能出现波动。

(3) 截至2018年3月底，公司在建项目尚需完成投资175.55亿元，同时考虑公司拟建项目以及未来土地款的支出，公司有一定资金支出压力。

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。

在做强做大现有区域的房地产业务的基础上，公司将拓展包括海外在内的新开发区域，扩大房地产开发规模，提升产品核心竞争力及客户满意度，有效扩展项目的利润空间。公司将加大代建项目、物业管理、商业管理等轻资产业务的投入，并积极开拓创新业务：积极尝试养老、文创、教育等产业地产，延伸产业链上下游业务，开拓创新投资业务，把握协同机遇。

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2017年财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司执行财务部颁布的最新版企业会计准则。2017年非同一控制下合并5家，同一控制下合并3家，新设子公司17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。公司2018年一季度报表未经审计。

截至2017年底，公司合并资产总额496.75亿元，负债合计377.24亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计119.51亿元，其中归属于母公司所有者权益83.98亿元。2017年，公司实现合并营业收入128.75亿元，净利润（含少数股东损益）12.39亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为10.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-34.91亿元，现金及现金等价物净增加额为12.87亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额543.50亿元，负债合计421.63亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计121.88亿元，其中归属于母公司所有者权益86.39亿元。2018年1~3月，公司实现合并营业收入16.53亿元，净利润（含少数股东损益）2.45亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.41亿元；经营活动产生的现金流量净额-12.83亿元，现金及现金等价物净增加额为1.15亿元。

1. 资产、负债与所有者权益

资产

截至2017年底，公司资产总额496.75亿元，较年初增长52.77%，主要系流动资产的增长所致；其中流动资产占比86.90%，非流动资产占比13.10%，公司资产以流动资产为主，占比变动不大。

截至2017年底，公司流动资产431.67亿元，较年初增长51.92%，主要系货币资金和存货的增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占比15.80%）、其他应收款（占比8.24%）和存货（占比68.04%）构成。

截至2017年底，随着营业规模的扩张，公司货币资金68.21亿元，较年初增长56.13%，主要系公司对外融资规模提高所致；公司货币资金以银行存款（占78.58%）和其他货币资金（占21.43%）为主；截至2017年底，公司受限货币资金为14.11亿元，受限比例20.69%，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，货币资金受限比例一般。

截至2017年底，公司其他应收款账面价值35.56亿元，较年初增长18.54%，主要系与参股公司的项目往来款增加所致。公司共计提坏账准备1.48亿元，计提比例为4.00%，考虑款项性质，公司其他应收款坏账风险较低，计提比例合理。

截至2017年底，公司存货账面价值293.70亿元，较年初增长51.43%，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（265.00亿元）和开发产品（27.88亿元）；公司计提跌价准备0.85亿元，计提项目主要为扬州君悦华府项目，系当地市场不及预期所致。公司房地产项目主要位于厦门、天津、南昌等二线城市以及桂林、南宁较发达三线城市，存货跌价风险整体可控。

截至2017年底，公司非流动资产65.08亿元，较年初增长58.64%，主要系其他非流动资产增长所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比5.45%）、长期股权投资（占比17.12%）、投资性房地产（占比38.10%）、递延所得税资产（占比12.52%）和其他非流动资产（占比20.76%）构成。

截至2017年底，公司可供出售金融资产为3.55亿元，较年初减少11.22%，主要系可供出售债务工具减少所致。

截至2017年底，公司长期股权投资11.14亿元，较年初增加11.07%，主要系追加对厦门禹联泰房地产开发有限公司的投资，以及宏发科技股份有限公司（股票简称：宏发股份；股票代码：600885.SH）股权公允价值增加所致。公司长期股权投资按权益法计量，2017年确认的投资收益0.89亿元。

截至2017年底，公司投资性房地产24.80亿元，较年初增长29.02%，主要系在建工程转入投资性房地产所致。公司持有的物业以成本计量，累计计提折旧和摊销4.21亿元。公司投资性房地产大多位于厦门，有一定升值空间。

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2017年底，公司递延所得税资产8.15亿元，较年初增长63.67%，主要系公司预收售房款未结转造成的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至2017年底，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（14.11亿元）、存货（89.48亿元）、投资性房地产（7.40亿元）、固定资产（0.14亿元）和长期股权投资（2.66亿元）等。截至2017年底，公司受限资产的账面价值合计113.78亿元，占当期期末资产总额的比重为22.90%，受限比例一般。

截至2018年3月底，公司资产总额543.50亿元，较年初增长9.41%，主要系存货和货币资金增长所致。其中流动资产占比88.05%，非流动资产占比11.95%，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模有所扩大，以流动资产为主。流动资产中货币资金较充裕，存货占比较大但存在跌价现象；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；公司资产受限比例一般；整体看，公司资产质量尚可。

负债

截至2017年底，公司负债合计377.24亿元，较年初增长53.02%，主要系流动负债增长所致；其中，流动负债占比为70.15%，非流动负债占比为29.85%。

截至2017年底，公司流动负债264.62亿元，较年初大幅增长102.33%，主要系预收款项增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占比7.54%）、预收款项（占比58.11%）、其他应付款（占比6.92%）和一年内到期的非流动负债（占比15.51%）构成。

截至2017年底，公司应付账款19.96亿元，较年初增长24.54%，主要系应付工程款增加所致。截至2017年底，公司预收款项153.78亿元，较年初增长89.83%，主要系预收售房款增加所致。截至2017年底，公司其他应付款18.32亿元，较年初增长74.97%，主要系与其他公司往来款增加所致。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债41.05亿元，较年初大幅增加256.03%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 112.62 亿元，较年初减少 2.70%，较年初变动不大；其中长期借款占比 52.01%，应付债券占比 46.03%。

截至 2017 年底，公司长期借款 58.57 亿元，较年初减少 9.74%，主要部分长期借款转入一年内到期的长期借款所致。公司长期借款 2019 年到期 21.45 亿元，2020 年到期 23.37 亿元，2021 年及以后到期 13.75 亿元，分布较为均匀。

截至 2017 年底，公司应付债券为 51.84 亿元，较年初增加 4.16%。考虑回售权的情况下，2019 年到期 30 亿元，2020 年到期 22 亿元，有一定集中偿付压力。

表 8 截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元、%）

债券简称	发行时间	债券期限	发行规模	票面利率
15 联发 02	2015-09-23	5 年	10.00	4.20
16 联发 01	2016-07-28	3 年	7.00	3.84
16 联发 02	2016-08-29	5（3+2）年	8.00	3.85
16 联发 03	2016-09-26	5（3+2）年	15.00	3.85
17 联发 MTN01	2017-05-09	3 年	12.00	5.50
合计	--	--	52.00	--

资料来源：Wind 资讯

截至 2017 年底，公司全部债务 168.23 亿元，较年初增长 30.10%，主要系公司融资增加所致；其中短期债务占比 34.37%，长期债务占比 65.63%，债务结构较为合理，但 2018~2019 年到期债务规模较大，有一定集中偿付压力。截至 2017 年底，公司资产负债率为 75.94%，较为稳定；全部债务资本化比率为 58.47%，较年初有所下降，主要系所有者权益上升较快所致；长期债务资本化比率为 48.02%，较年初有所下降，主要系公司长期债务占比下降所致。2017 年公司发行永续债 15.00 亿元，计入其他权益工具。若将永续债计入长期债务，截至 2017 年底，公司资产负债率为 78.96%，全部债务资本化比率为 63.68%，长期债务资本化比率为 54.54%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 421.63 亿元，较年初增长 11.77%，主要系预收款项和长期借款增长所致。其中流动负债占比 68.63%，非流动负债占比 31.37%，负债结构较年初变化不大。公司全部债务 183.94 亿元，较年初增长 9.33%，主要系长期债务增长所致。公司债务中短期债务占比 29.29%，长期债务占比 70.71%，长期债务占比较年初上升 5.08 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率为 77.58%，较年初增加 1.63 个百分点；全部债务资本化比率为 60.15%，较年初增加 1.68 个百分点；长期债务资本化比率为 51.62%，较年初增加 3.60 个百分点，债务负担较年初略有加重。若将永续债计入长期债务，则公司 2018 年 3 月底资产负债率为 80.34%，全部债务资本化比率为 62.01%，长期债务资本化比率为 54.34%。

总体看，随着公司经营规模扩大，公司负债规模有所增长；公司近年来加大借款力度，债务规模有所上升，债务负担尚可；债务以长期债务为主，但有一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 119.51 亿元，较年初增长 51.98%，主要系新增 15 亿元其他权益工具（永续债）所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益合计 83.98 亿元，其中，实收资本占 25.00%，资本公积占 0.30%，其他综合收益占 0.12%，其他权益工具占 17.86%，盈余公积占 8.62%，未分配利润占 47.87%，主要由实收资本、其他权益工具（永续债）和未分配利润构成，未分配利润占比较高，权益结构的稳定性一般。截至 2017 年底，公司少数股东权益 35.53 亿元，较年初大幅增加 126.25%，主要系合作项目增多所致。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 121.88 亿元，较年初增长 1.98%，变化不大。其中归属于母公司所有者权益占 70.27%，少数股东权益占 29.12%。公司归属于母公司所有者权益中，实收资本占 24.31%、资本公积占 0.29%、其他权益工具占 17.36%、盈余公积占 8.38%、未分配利润占 49.32%；未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

总体看，公司所有者权益有所增长，由于合作项目增多，少数股东权益增长较快；所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构的稳定性一般。

2. 盈利能力

2017 年，公司营业收入 128.75 亿元，较上年增长 15.23%，主要系结转面积增加所致；2017 年，公司净利润为 12.39 亿元，较上年增长 23.14%，其中归属于母公司所有者的净利润为 10.20 亿元，同比增长 8.29%。

从期间费用来看，2017 年公司费用总额 6.88 亿元，较上年增长 21.88%，主要系销售费用和财务费用增长所致。2017 年，公司费用总额中销售费用占比 71.65%，管理费用占比 7.40%，财务费用占比 20.95%，以销售费用为主。2017 年，公司销售费用 4.93 亿元，较上年增长 14.70%，主要系在售项目增多、销售代理费增长所致；2017 年，公司管理费用 0.51 亿元，较上年增长 35.80%，主要系公司员工薪酬支出增长所致；2017 年，公司财务费用 1.44 亿元，较上年增长 48.26%，主要系债务规模增长所致。

2017 年，公司确认投资收益 3.76 亿元，同比增长 8.58%，主要系公司 2017 年投资收益主要来自于出售部分持有的宏发股份股票所致。2017 年公司投资收益占当期利润总额的 22.37%，贡献度较高，但可持续性一般。

从各项盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 16.38%，较上年变动不大。2017 年，公司总资产收益率和总资产报酬率分别为 8.37% 和 6.15%，较上年有所提升，主要系利润规模增长所致；净资产收益率为 12.50%，较上年有所下降，主要系所有者权益增长较快所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入和净利润分别为 16.53 亿元和 2.45 亿元，同比分别增长 10.27% 和 77.54%，净利润增幅大于营业收入增幅，主要系毛利率大幅提升所致。

总体看，2017 年，公司营业收入与净利润有所增长，投资收益对公司利润水平有一定影响；公司整体盈利能力尚可。

3. 现金流

从经营活动情况来看，2017 年，公司经营活动现金流入 223.36 亿元，同比增长 45.53%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出 258.28 亿元，同比增长 66.79%，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，2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -34.91 亿元，净流出规模扩大。

从投资活动情况来看，2017 年，公司投资活动产生的现金流入为 15.05 亿元，较上年增长 65.16%，主要系收回非关联方占用资金的本息 8.18 亿元所致；2017 年，公司投资活动现金流出 28.64 亿元，较上年增长 168.52%，主要系购买理财产品 11.55 亿元所致。综上，2017 年公司投资活动产生的现金流量净额为 -13.59 亿元，净流出规模扩大。

从筹资活动情况来看，2017 年，公司筹资活动产生的现金流入为 171.77 亿元，较上年增长 96.59%，主要系取得借款增加所致；2017 年，公司筹资活动现金流出 110.45 亿元，较上年增长 79.64%，主要系偿债规模增加所致。综上，2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 61.31 亿元，同比增长 136.83%。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-12.83亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.06亿元，同比增长84.99%；筹资活动产生的现金流量净额为14.04亿元。

总体看，2017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；因公司购买理财产品，投资活动现金流呈净流出状态；随着公司拿地规模的上升以及在在建项目的开发投入，公司未来存在较大的融资需求。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为1.63倍和0.52倍，均较上年有所下降，主要系预收款项大幅增加所致。截至2017年底，公司现金短期债务比为1.21倍，较上年3.03倍大幅下降，主要系公司短期债务规模大幅增加所致，但现金类资产对短期债务的覆盖程度仍较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司 EBITDA 为26.16亿元，较上年增加76.38%，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增加所致；2017年公司 EBITDA 中利润总额占64.66%，计入财务费用的利息支出占31.90%，以利润总额为主。2017年，公司 EBITDA 利息保障倍数为1.73倍，EBITDA 对利息的保障程度一般；EBITDA 全部债务比0.16倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般；整体看，公司长期偿债能力一般。

公司与多家商业银行建立了良好合作关系，截至 2018 年 3 月底，公司合并口径获得的金融机构总授信额度 182.26 亿元，尚未使用额度 56.45 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保金额为 21.83 亿元，均为对参股合作项目的借款所提供的担保，占公司净资产比例为 18.27%，有一定或有负债风险。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大未决诉讼、仲裁案件。

根据中国人民银行出具的企业征信报告（机构信用代码：G1035020600033910V），截至 2018 年 5 月 8 日，公司无未结清的不良或关注类贷款信息。其中，已结清里有 3 笔欠息，系银行系统问题所致，公司后续均已付清。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般；同时考虑到公司在股东背景和品牌知名度方面具有一定的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018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83.57亿元，约为“15联发01”和“15联发02”债券待偿本金合计（20亿元）的4.18倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产达121.88亿元，约为“15联发01”和“15联发02”债券待偿本金合计（20亿元）的6.09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，2017年，公司 EBITDA 为26.16亿元，约为“15联发01”和“15联发02”债券待偿本金合计（20亿元）的1.31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2017年经营活动产生的现金流入223.36亿元，约为“15联发01”和“15联发02”债券待偿本金合计（20亿元）的11.17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 2018 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 2018 年 3 月底，建发集团组织结构有所精简，现设有投资管理部、战略管理部、资产管理部等合计 15 个部门；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多家二级子公司，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 2017 年底，建发集团合并资产总额为 2,102.08 亿元，负债总额为 1,452.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 649.56 亿元，归属于母公司所有者权益为 372.05 亿元。2017 年，建发集团实现合并营业收入 2,202.53 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 44.19 亿元；经营活动产生的现金流量净额-191.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 44.31 亿元。

截至 2018 年 3 月底，建发集团合并资产总额为 2,417.08 亿元，负债总额为 1,765.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 651.56 亿元，归属于母公司所有者权益为 365.84 亿元。2018 年 1~3 月，建发集团实现合并营业收入 491.81 亿元，净利润（含少数股东权益）8.71 亿元，归属于母公司所有者净利润为 4.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额-167.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 29.67 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；法定代表人变更为黄文洲。

(2) 经营情况

2017 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。

2017 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。2017 年，建发集团实现主营业务收入 2,194.98 亿元，同比增长 49.47%；其中供应链运营业务 1,884.67 亿元，同比增长 64.00%，主要系国内大宗原材料商品市场回暖所致；供应链运营业务收入占 85.86%。2017 年，建发集团房地产业务实现收入 291.73 亿元，同比减少 3.86%，主要系结转项目规模减少所致；建发集团房地产业务收入占比下降至 13.29%。建发集团其他的业务收入占比较小，对其收入影响不大。

表 9 2016~2017 年建发集团主营业务收入情况（单位：亿元，%）

板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营业务	1,149.22	78.26	3.79	1,884.67	85.86	3.06
房地产业务	303.45	20.66	23.26	291.73	13.29	26.53
旅游饮食业务	10.34	0.70	83.51	9.86	0.45	82.96
会展业务	4.43	0.30	48.23	4.71	0.21	45.86
房屋租赁业务	0.02	0.00	-9,133.51	0.08	0.00	-3,262.50
城建业务	--	--	--	1.94	0.09	13.92
其他业务	1.01	0.07	94.51	1.99	0.09	78.39
合计	1,468.47	100.00	8.43	2,194.98	100.00	6.56

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，2017 年建发集团供应链运营板块毛利率为 3.06%，变动不大。2017 年建发集团房地产开发业务毛利率为 26.53%，较 2016 年上升 3.27 个百分点，主要系结转项目的结构变化影响所致。2017 年建发集团旅游饮食业务毛利率为 82.96%，变动不大。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，2017 年建发集团综合毛利率为 6.56%。

总体看，2017 年建发集团业务涉及仍较广，供应链运营业务收入大幅增长带动公司主营业务收入有所增长；但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；2017 年供应链运营业务实现收入 1,884.67 亿元，同比增长 64.00%；供应链运营业务毛利率为 3.06%，变动不大。

建发集团适时把握国内大宗原材料商品市场回暖势头，利用供应链各核心业务板块的市场行情相对平稳向上的时机，顺势推进经营单位深耕细作，优选合作伙伴，优化客户结构，加快市场布局，创新经营模式，扩展与核心客户合作的深度和广度。同时建发集团加快开发供应链业务的运营品种，扩张了食品供应链业务和能源供应链业务的规模，拓展了环保、医疗、文化、信息和新能源汽车等行业的供应链服务业务。另外，建发集团继续加强自身的信息化系统建设，持续深化 ERP 系统应用层级，推进供应链物流信息化建设和数据分析综合平台落地。

建发集团贸易品类仍以浆纸、钢铁、矿产品等为主。2017 年，建发集团钢材贸易实现营业收入 743.89 亿元，同比增长 95.31%，毛利率为 2.35%，较上年下降 0.88 个百分点。2017 年，建发集团矿产品贸易实现营业收入 249.89 亿元，同比增长 94.49%，毛利率为 2.43%，较上年下降 0.85 个百分点。2017 年，建发集团浆纸贸易实现营业收入 210.83 亿元，同比增长 52.00%，毛利率为 3.23%，较上年下降 0.03 个百分点。

总体看，受益于国内大宗原材料商品市场回暖，建发集团供应链运营业务收入规模大幅增长，毛利率水平变动不大。

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。2017 年，建发集团房地产业务多个项目竣工并确认收入，房地产业务实现收入 291.73 亿元，同比减少 3.86%，主要系结转项目规模减少所致；房地产业务毛利率为 26.53%，较 2016 年上升 3.27 个百分点，主要系结转项目的结构变化影响所致。2017 年，建发房产和联发集团再次入选由中国房地产业协会、上海易居房地

产研究院中国房地产测评中心颁发的中国房地产开发企业 500 强，建发房产位居第 39 位，联发集团位居第 52 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。2017 年，建发房产拿地金额（权益口径）为 291.68 亿元，截至 2017 年底，建发房产期末土地储备（包含待开发的和已开发的所有尚未出售的项目建筑面积）712.40 万平方米，土地储备充足。2017 年，建发房产合同销售金额 199.26 亿元，同比增长 12.93%；权益销售金额 180.82 亿元，同比增长 2.49%，销售状况良好。联发集团相关信息见前文。

总体看，2017 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 2017 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。2018 年一季度财务报表未经审计。建发集团执行财务部颁布的最新版企业会计准则。

2017 年建发集团合并范围变化较大，但由于新增的公司规模不大，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 2017 年底，建发集团合并资产总额为 2,102.08 亿元，负债总额为 1,452.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 649.56 亿元，归属于母公司所有者权益为 372.05 亿元。2017 年，建发集团实现合并营业收入 2,202.53 亿元，净利润（含少数股东权益）44.19 亿元，归属于母公司所有者净利润为 20.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额-191.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 44.31 亿元。

截至 2018 年 3 月底，建发集团合并资产总额为 2,417.08 亿元，负债总额为 1,765.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 651.56 亿元，归属于母公司所有者权益为 365.84 亿元。2018 年 1~3 月，建发集团实现合并营业收入 491.81 亿元，净利润（含少数股东权益）8.71 亿元，归属于母公司所有者净利润为 4.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额-167.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 29.67 亿元。

资产

截至 2017 年底，建发集团资产总额达 2,102.08 亿元，较年初增长 39.21%，主要系流动资产增加所致。从资产构成来看，截至 2017 年底，流动资产占资产总额的 75.94%，非流动资产占资产总额的 24.06%，较年初变动不大。

截至 2017 年底，建发集团流动资产总额 1,596.41 亿元，较年初增长 44.30%，主要系存货、货币资金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 11.32%）、预付款项（占比 11.83%）、其他应收款（占比 9.34%）、存货（占比 54.20%）和其他流动资产（占比 7.36%）为主。截至 2017 年底，建发集团货币资金 180.64 亿元，较年初增长 49.66%，主要系银行借款和发行债券规模大幅增加所致；受限货币资金为 27.64 亿元，占货币资金的 15.30%，占比较低。截至 2017 年底，建发集团预付款项 188.88 亿元，较年初增长 31.88%，主要系房地产业务预付土地出让金增加所致，对公司资金形成一定占用。截至 2017 年底，建发集团其他应收款账面价值合计 149.15 亿元，较年初增长 67.32%，主要系应收联营企业往来款及土地保证金等增加所致。建发集团其他应收款计提坏账准备 5.83 亿元，计提比例为 3.76%；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 2017 年底，建发集团存货账面价值合计 865.28 亿元，较年初增长 38.19%，主要由开发成本（占比 76.00%）、库存商品（占比为 12.54%）和开发产品（占比为 11.40%）

构成，开发成本占比较大。截至 2017 年底，建发集团共计提存货跌价准备 5.54 亿元，计提比例 0.64%，考虑存货所处区域，计提比例尚可。截至 2017 年底，建发集团其他流动资产账面价值合计 117.46 亿元，较年初增长 66.70%，主要系公司购买理财产品所致。

截至 2017 年底，建发集团非流动资产总额 505.67 亿元，较年初增长 25.26%，主要系固定资产、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 7.89%）、长期应收款（占比 13.19%）、长期股权投资（占比 23.06%）、投资性房地产（占比 16.28%）、固定资产（占比 18.44%）、递延所得税资产（占比 5.58%）和其他非流动资产（占比 6.70%）为主。截至 2017 年底，建发集团可供出售金融资产合计 39.91 亿元，较年初增加 23.36%，主要系建发集团加大对其他企业投资力度所致。截至 2017 年底，建发集团长期应收款 66.68 亿元，较年初增长 26.82%，主要系建发房产旗下“后埔—枋湖旧村改造”一级土地开发项目投入增加所致。截至 2017 年底，建发集团长期股权投资 116.62 亿元，较年初增长 12.30%，主要系联营企业投资增加所致。截至 2017 年底，建发集团投资性房地产 82.34 亿元，较年初增长 22.11%，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，采用成本法计量。截至 2017 年底，建发集团固定资产账面价值 93.26 亿元，较年初增长 36.01%，主要系金砖会晤场馆改造项目投入增加所致；截至 2017 年底，建发集团固定资产账面原值 120.65 亿元，累计计提折旧 27.37 亿元，固定资产成新率为 77.31%，呈新率尚可。截至 2017 年底，建发集团递延所得税资产合计 28.23 亿元，较年初增长 86.17%，主要系资产减值准备和预提费用、以及内部交易未实现损益增加使可抵扣暂时性差异增大所致。截至 2017 年底，建发集团其他非流动资产合计 33.89 亿元，较年初增加 55.96%，主要系联发集团购买 13 亿理财产品等所致。

截至 2017 年底，建发集团受限资产包括货币资金（28.51 亿元）、存货（238.73 亿元）、投资性房地产（24.57 亿元）、固定资产（2.42 亿元）、应收账款（0.38 亿元）、长期应收款（61.32 亿元）和长期股权投资（36.66 亿元），合计 314.32 亿元，占总资产的 18.68%，占比尚可。

截至 2018 年 3 月底，建发集团资产总额为 2,417.08 亿元，较年初增加 18.58%，主要系存货增加所致；资产构成仍以流动资产（占比 78.32%）为主。

总体看，2017 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；存货占比较大；建发集团受限资产规模尚可；整体看，建发集团资产质量尚可。

负债

截至 2017 年底，建发集团负债合计 1,452.52 亿元，较年初增长 38.41%，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 60.58%，非流动负债占 39.42%，负债以流动负债为主。

截至 2017 年底，建发集团流动负债 879.90 亿元，较年初增长 28.56%，主要系短期借款、其他应付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 9.33%）、应付票据（占比 7.34%）、应付账款（占比 12.96%）、预收款项（占比 38.25%）、其他应付款（占比 14.43%）和一年内到期的非流动负债（占比 7.17%）为主。截至 2017 年底，建发集团短期借款 82.10 亿元，较年初增长 118.80%，主要系供应链业务和房地产业务融资规模扩大所致。截至 2017 年底，建发集团应付票据 64.54 亿元，较年初减少 6.66%，主要系供应链板块以银行承兑汇票方式结算的采购业务减少所致。截至 2017 年底，建发集团应付账款 114.06 亿元，较年初增长 8.50%，主要系应付工程款增加所致。截至 2017 年底，建发集团预收款项 336.61 亿元，较年初增长 22.55%，主要系预收售房款增加所致。截至 2017 年底，建发集团其他应付款合计 126.99 亿元，较年初增加 72.64%，

主要系建发房产和联发集团下属合资公司向少数股东借款规模增加所致。截至 2017 年底，建发集团一年内到期的非流动负债为 63.12 亿元，较年初增长 5.55%，主要系一年内到期的长期借款和长期应付款增加所致。

截至 2017 年底，建发集团非流动负债 572.62 亿元，较年初增长 56.89%，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（占比 47.94%）和应付债券（占比 43.59%）为主。截至 2017 年底，建发集团长期借款为 274.52 亿元，较年初增长 47.59%，主要系房地产业务融资规模扩大所致。截至 2017 年底，建发集团应付债券合计 249.63 亿元，较年初增长 51.49%，主要系建发集团及子公司新发行债券所致。

截至 2017 年底，建发集团全部债务为 780.77 亿元，较年初增长 41.96%，主要系长期债务增长所致；其中短期债务占 31.27%、长期债务占 68.73%，债务结构以长期债务为主。从债务指标方面，截至 2017 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 69.10%、54.59%和 45.24%，较年初分别下降 0.40 个百分点、上升 0.17 个百分点和上升 1.49 个百分点，变动不大，建发集团债务负担仍处合理水平。

建发集团永续债券、永续期债权借款、永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。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者权益的影响，截至 2017 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 78.28%、68.07%和 61.50%，债务负担明显加重。

截至 2018 年 3 月底，建发集团负债合计 1,765.52 亿元，较年初增加 7.30%，主要系短期借款和预收账款增加所致。其中，流动负债占 65.17%，非流动负债占 34.83%，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 2017 年底，建发集团所有者权益合计 649.56 亿元，较年初增加 41.01%，主要系发行其他权益工具和少数股东权益增加所致。截至 2017 年底，建发集团归属于母公司的所有者权益合计 372.05 亿元（占比 57.28%），其中，实收资本占 18.05%、资本公积占 8.02%、其他权益工具占 69.64%、盈余公积占 3.77%、未分配利润占 24.56%，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 2017 年底，建发集团权益工具合计 192.89 亿元。

截至 2018 年 3 月底，建发集团所有者权益合计 651.56 亿元，较年初增加 0.31%，其中归属于母公司所有者权益合计 365.84 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，建发集团营业收入有所增长。2017 年，建发集团营业收入为 2,202.53 亿元，同比增加 49.71%；净利润为 44.19 亿元，同比增加 22.08%；其中归属于母公司所有者的净利润 20.62 亿元，同比增长 11.04%。

从期间费用来看，2017 年，建发集团费用总额 83.76 亿元，较上年增长 34.73%。从费用构成

来看, 2017 年, 建发集团销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 63.26%、14.51%和 22.23%, 销售费用占比较大。2017 年, 建发集团销售费用 52.98 亿元, 较上年增长 27.94%, 主要系公司供应链业务大幅增长, 港杂运杂费以及职工薪酬增加所致; 2017 年, 建发集团管理费用 12.16 亿元, 较上年增长 18.26%, 主要系职工薪酬增加所致; 2017 年, 建发集团财务费用 18.62 亿元, 较上年增长 77.76%, 主要系利息支出增加所致。2015~2017 年, 建发集团费用收入比分别为 4.23%和 3.80%, 集团费用控制能力尚可。

2017 年建发集团实现投资收益 33.14 亿元, 同比增长 107.55%, 主要系处置长期股权投资产生的投资收益增长所致。投资收益占营业利润比例为 45.76%, 建发集团投资收益对营业利润产生一定影响。2017 年建发集团营业外支出合计 11.30 亿元, 同比增长 260.43%, 主要系对外捐赠大幅增长所致。

从盈利指标来看, 随着营业收入规模增长, 2017 年, 建发集团营业利润率由 2016 年的 6.78% 下降到 5.82%, 营业利润率水平不高; 2017 年, 受债务规模增长以及所有者权益增长迅速影响, 建发集团总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.20%、4.53%和 7.96%, 较上年变动不大, 建发集团盈利能力一般。

2018 年 1~3 月, 建发集团实现营业收入 491.81 亿元, 实现营业利润 11.28 亿元, 净利润 8.71 亿元, 归属于母公司所有者的净利润为 4.00 亿元。

总体看, 2017 年建发集团收入规模大幅增长, 期间费用控制能力尚可, 投资收益对营业利润有一定影响, 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, 2017 年, 建发集团经营活动现金流入 2,518.84 亿元, 同比增长 45.52%; 同期建发集团经营活动现金流出 2,710.09 亿元, 同比增长 52.60%, 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, 2017 年建发集团经营活动产生的现金流量净额由上年的-45.04 亿元变为-191.24 亿元。

从投资活动看, 2017 年, 建发集团投资活动产生的现金流入 380.07 亿元, 同比减少 40.44%, 主要系收回投资收到的现金减少所致; 2017 年, 建发集团投资活动产生的现金流出 488.38 亿元, 同比减少 33.08%, 主要系对联营与合营企业投资减少所致; 综上, 2017 年, 建发集团投资活动产生的现金流净额为-108.31 亿元。

从筹资活动看, 2017 年, 建发集团筹资活动产生的现金流入 1,208.44 亿元, 同比增长 54.27%, 主要系取得借款大幅增加所致; 2017 年, 建发集团筹资活动产生的现金流出 864.67 亿元, 同比增长 33.57%, 主要系偿付债务规模增加所致; 综上, 2017 年, 建发集团筹资活动净现金流为 343.77 亿元。

2018 年 1~3 月, 建发集团经营活动产生的现金流量净额-167.88 亿元; 投资活动产生的现金流量净额 35.84 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额 161.22 亿元; 现金及现金等价物增加额 29.67 亿元。

总体看, 由于房地产业务支付地价款及拍地保证金增加, 建发集团经营活动持续净流出, 同时建发集团保持一定投资力度, 投资活动产生的现金流为负; 建发集团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, 2017 年, 建发集团流动比率和速动比率均有所上升, 分别为 1.81 倍和 0.83 倍。2017 年, 建发集团现金短期债务比为 0.87 倍, 较上年的 0.73 倍有所上升, 现金类

资产对短期债务的覆盖程度较高。整体看，建发集团短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，建发集团 EBITDA 为 93.21 亿元，同比增长 33.46%，主要系利润总额和计入财务费用的利息支出增长所致；其中折旧占 7.17%、摊销占 5.07%、计入财务费用的利息支出占 20.74%、利润总额占 67.02%；建发集团 EBITDA 利息倍数为 2.71 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力尚可；EBITDA 全部债务为 0.12 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。整体看，建发集团整体偿债能力尚可。

截至 2017 年底，建发集团无重大涉诉事项。

截至 2017 年底，建发集团对外担保余额 254.80 亿元，主要为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保（215.77 亿元），其他对外担保金额 39.03 亿元，占公司净资产比例为 6.01%，占比较小。

截至 2017 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 600.12 亿元，尚未使用额度为 684.56 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 2018 年 3 月底财务数据测算，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 3.07%，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，2017 年，建发集团 EBITDA 为 93.21 亿元，约为“15 联发 01”和“15 联发 02”债券本金合计（20.00 亿元）的 4.66 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 2017 年经营活动产生的现金流入 2,518.84 亿元，约为“15 联发 01”和“15 联发 02”债券本金合计（20.00 亿元）的 125.94 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

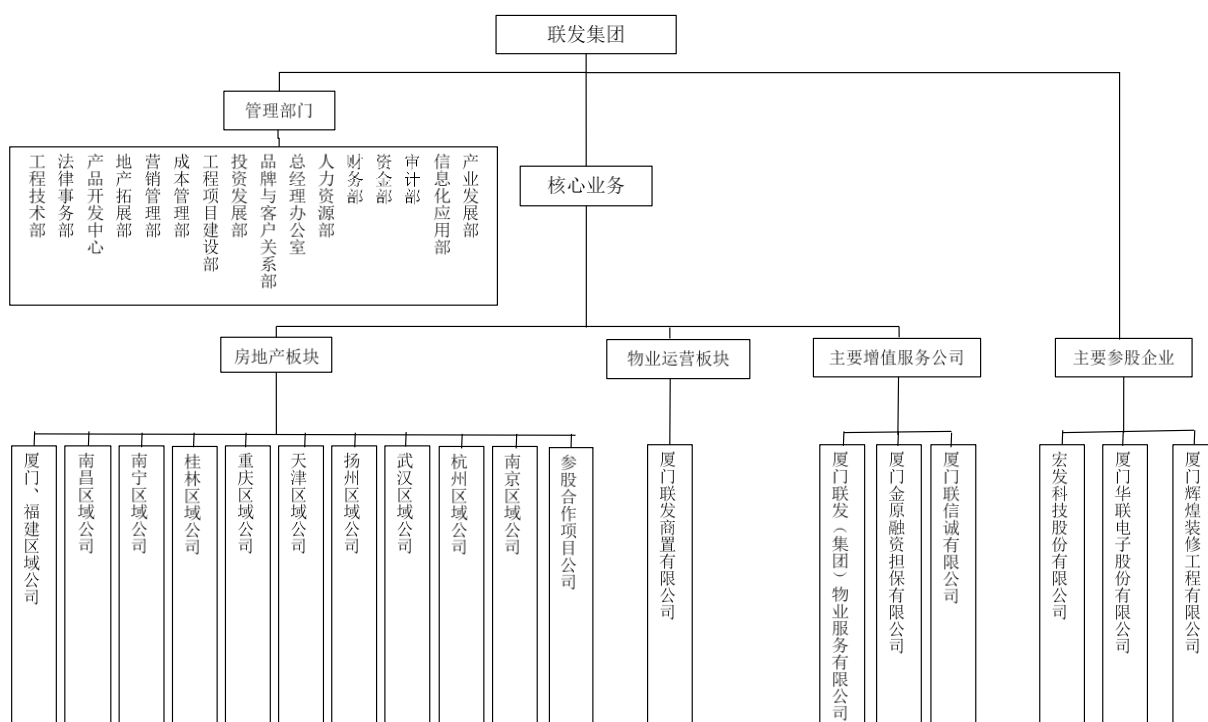
公司作为厦门市国资委旗下的房地产开发公司，在股东背景、开发经验、品牌知名度等方面仍具备一定优势；公司在建面积规模大，2017 年签约销售金额有所增长，自持物业所处区域位置较好，为公司未来盈利提供良好保障。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受调控政策影响较大、土地储备权益规模一般、有一定资金支出压力、债务规模大幅增长等因素对公司信用水平带来的不利影响。

2017 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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	325.17	496.75	543.50
所有者权益（亿元）	78.64	119.51	121.88
短期债务（亿元）	14.65	57.82	53.88
长期债务（亿元）	114.66	110.41	130.06
全部债务（亿元）	129.31	168.23	183.94
营业收入（亿元）	111.73	128.75	16.53
净利润（亿元）	10.06	12.39	2.45
EBITDA（亿元）	14.83	26.16	--
经营性净现金流（亿元）	-3.43	-34.91	-12.83
流动资产周转次数（次）	0.44	0.36	--
存货周转次数（次）	0.47	0.41	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.31	--
现金收入比率（%）	116.26	157.68	327.26
总资本收益率（%）	5.73	8.37	--
总资产报酬率（%）	4.87	6.15	--
净资产收益率（%）	14.39	12.50	--
营业利润率（%）	14.54	16.38	27.69
费用收入比（%）	5.05	5.34	9.11
资产负债率（%）	75.82	75.94	77.58
全部债务资本化比率（%）	62.18	58.47	60.15
长期债务资本化比率（%）	59.32	48.02	51.62
EBITDA 利息倍数（倍）	2.78	1.73	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.16	--
流动比率（倍）	2.17	1.63	1.65
速动比率（倍）	0.69	0.52	0.51
现金短期债务比（倍）	3.03	1.21	1.55
经营现金流动负债比率（%）	-2.62	-13.19	-4.43
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.74	1.31	--

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 2018 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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	1,510.04	2,102.08	2,417.08
所有者权益（亿元）	460.64	649.56	651.56
短期债务（亿元）	191.69	244.12	373.43
长期债务（亿元）	350.79	536.65	578.18
全部债务（亿元）	542.48	780.77	951.62
营业收入（亿元）	1,471.17	2,202.53	491.81
净利润（亿元）	36.24	44.19	8.71
EBITDA（亿元）	69.88	93.21	--
经营性净现金流（亿元）	-45.04	-191.24	-167.88
应收账款周转次数(次)	44.66	61.79	--
存货周转次数（次）	2.20	2.74	--
总资产周转次数（次）	1.08	1.22	--
现金收入比率（%）	112.96	109.48	137.72
总资本收益率（%）	5.25	5.20	--
总资产报酬率（%）	4.47	4.53	--
净资产收益率（%）	8.48	7.96	--
营业利润率（%）	6.78	5.82	4.86
费用收入比（%）	4.22	3.80	3.70
资产负债率（%）	69.49	69.10	73.04
全部债务资本化比率（%）	54.08	54.59	59.36
长期债务资本化比率（%）	43.23	45.24	47.02
EBITDA 利息倍数（倍）	2.58	2.71	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.12	--
流动比率（倍）	1.62	1.81	1.65
速动比率（倍）	0.70	0.83	0.66
现金短期债务比（倍）	0.73	0.87	0.64
经营现金流负债比率（%）	-6.58	-21.73	-14.59
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.49	4.66	--

注：1、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。2、担保方 2018 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
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 + 拆入资金

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。