

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.

概述

编号：【新世纪跟踪(2020)100406】

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+/2020 年 6 月 22 日

前次跟踪： AA+/稳定/AA+/2019 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据				
货币资金	4.37	10.34	15.14	15.69
刚性债务	46.52	62.94	71.86	71.87
所有者权益	36.15	40.22	44.16	43.46
经营性现金净流入量	-7.47	-20.70	-4.76	1.39
合并口径数据及指标				
总资产	292.35	311.74	329.11	339.50
总负债	230.40	246.32	254.96	263.51
刚性债务	72.44	89.72	101.85	103.13
所有者权益	61.94	65.42	74.15	76.00
营业收入	62.39	62.00	70.31	8.69
净利润	7.06	7.98	8.36	1.35
经营性现金净流入量	-8.42	-2.04	-5.01	-2.71
EBITDA	14.45	18.24	19.31	—
资产负债率[%]	78.81	79.01	77.47	77.62
权益资本与刚性债务 比率[%]	85.51	72.91	72.80	73.69
流动比率[%]	154.88	166.91	155.24	153.80
现金比率[%]	42.18	46.21	37.90	34.61
利息保障倍数[倍]	4.01	3.65	3.05	—
净资产收益率[%]	11.70	12.53	11.98	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-5.43	-1.23	-2.00	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	5.13	-0.96	-3.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.10	3.93	3.23	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.22	0.20	—

注：根据厦门住宅经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年一季度财务数据整理、计算。

分析师

汪秧 wangyang@shxsj.com
宋映瑶 sy@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 2019 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。

主要优势：

- **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。厦门住宅的商品房开发及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；商品房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。

主要风险：

- **房地产业务风险。**厦门住宅的商品房开发业务易受政策调控和经济波动影响。公司在昆明安宁市土地储备较多，拆迁整理缓慢导致公司项目开发建设进度迟缓。
- **代建业务经营效益较差。**厦门住宅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公益性较强，经济效益较差。
- **债务压力持续集聚且面临集中偿付风险。**厦门住宅已积累较大规模刚性债务，面临一定集中

偿付风险。

- **债务融资方式单一风险。**厦门住宅刚性债务中债券融资占比过高，如融资环境发生变化，公司或面临较大的投融资压力。
- **昆明项目进展迟缓。**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券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券债券还本付息安全性很强，并给与上述公司债券 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”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据厦门住宅提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度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 2020 年 5 月末，该公司待偿债券本金余额为 81.50 亿元，尚未到期的债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 截至 2020 年 5 月末公司尚未到期的债务融资工具概况

债项名称	存续余额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (当期) (%)	发行时间	本息兑付情况
15 厦住宅	18.90	3+2	5.40	2015 年 10 月	付息正常
16 住宅 01	4.00	3+2	5.60	2016 年 3 月	付息正常
18 住宅 02	10.00	2+1	6.79	2018 年 7 月	付息正常
18 住宅 04	8.00	2+1	6.11	2018 年 8 月	付息正常
19 住宅 01	10.00	2+1	4.90	2019 年 4 月	付息正常
19 厦门住宅 MTN001	6.60	3	4.55	2019 年 4 月	付息正常
19 住宅 03	11.00	2+1	5.16	2019 年 6 月	尚未到期
20 住宅 02	13.00	2+1	3.98	2020 年 3 月	尚未到期
合计	81.50	-	-	-	-

资料来源：厦门住宅

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫

情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放

加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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冲击因素的风险。

(2) 行业因素

2019年我国房地产开发投资增速保持不减，但各地市场分化较为明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度继续提升。短期看，新冠肺炎疫情房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。

A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018年，我国房地产开发投资完成额从4.83万亿元升至12.03万亿元，其中住宅开发投资完成额从3.40万亿元升至8.52万亿元，占比保持在70%上下。2019年我国房地产开发投资完成额为13.22万亿元，同比增长9.9%，增速同比提升0.4个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为9.71万亿元，同比增长13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区投资增速分化较为明显，其中，东部地区¹增长7.7%，中部地区²增长9.6%，西部地区³增长16.1%，东北地区⁴增长8.2%。

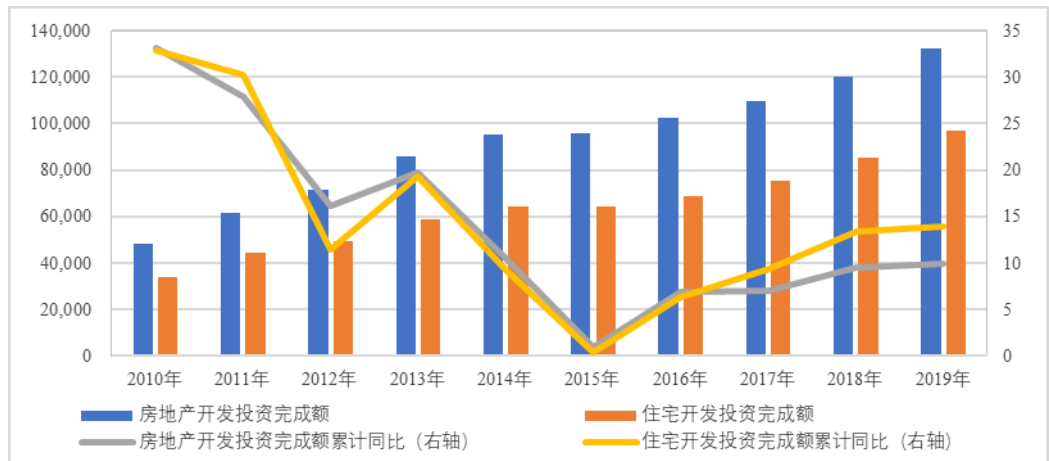
¹ 东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等10个省份（直辖市）。

² 中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等6个省份。

³ 西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等12个省份（直辖市、自治区）。

⁴ 东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等3个省份。

图表 2. 2010-2019 年我国房地产投资情况 (单位: 亿元, %)

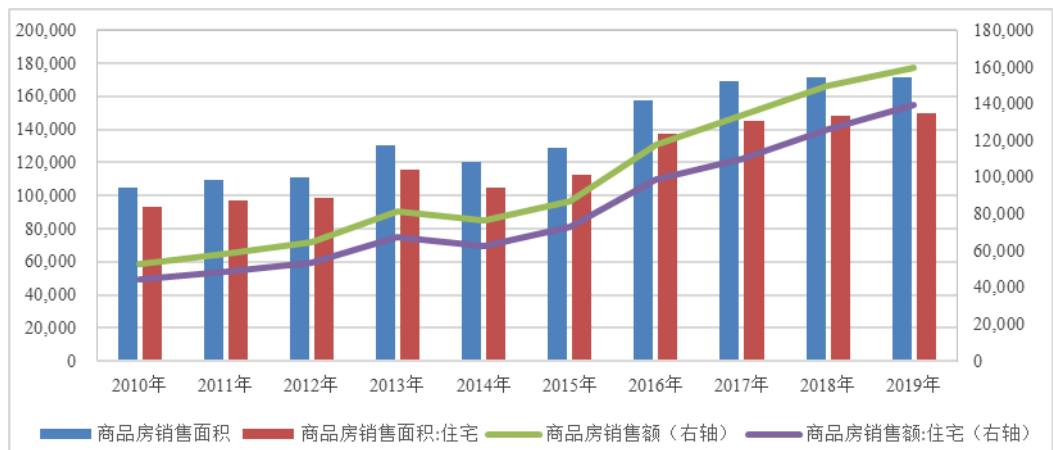


资料来源: 国家统计局

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长, 但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米, 增速分别为 22.5%、7.7% 和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长, 但销售均价小幅提升, 销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米, 同比下降 0.1%; 其中住宅销售面积增长 1.5%, 办公楼销售面积下降 14.7%, 商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元, 同比增长 6.5%; 其中住宅销售额增长 10.3%, 办公楼销售额下降 15.1%, 商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示, 2019 年百城⁵住宅均价为 14,922 元/平方米, 同比上涨 3.90%; 其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米, 二线城市住宅均价 13,868 元/平方米, 三线城市住宅均价 9,297 元/平方米, 同比分别上涨 0.6%、5.3% 和 6.1%, 涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和 -4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨, 二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看, 4 月份以来调控政策进一步收紧, 行业经营压力逐步加大。

⁵ 一线城市北京、上海、广州、深圳, 共 4 个; 二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州, 共 22 个; 三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头, 共 74 个。

图表 3. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：国家统计局

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显。

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数据显示，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地推出 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。1-3 月份，房企土地购置面积 1,969 万平方米，同比下降 22.6%；土地成交价款 977 亿元，下降 18.1%。4 月份，多地政府加大推地力度，土地供应量明显增多。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 4. 2017-2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中：住宅用地推出面积 (亿平方米)	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积 (亿平方米)	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中：住宅用地成交面积 (亿平方米)	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%

指标	2017年		2018年		2019年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地成交出让金（万亿元）	4.10	40.35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%
其中：住宅用地出让金（万亿元）	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率		28.95%		13.14%		13.02%
住宅用地成交溢价率		33.92%		14.74%		14.42%

资料来源：CREIS 中指数据

B. 政策环境

2019年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地落实“因城施策”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产中介机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但4月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

2019年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面可以进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律障碍。

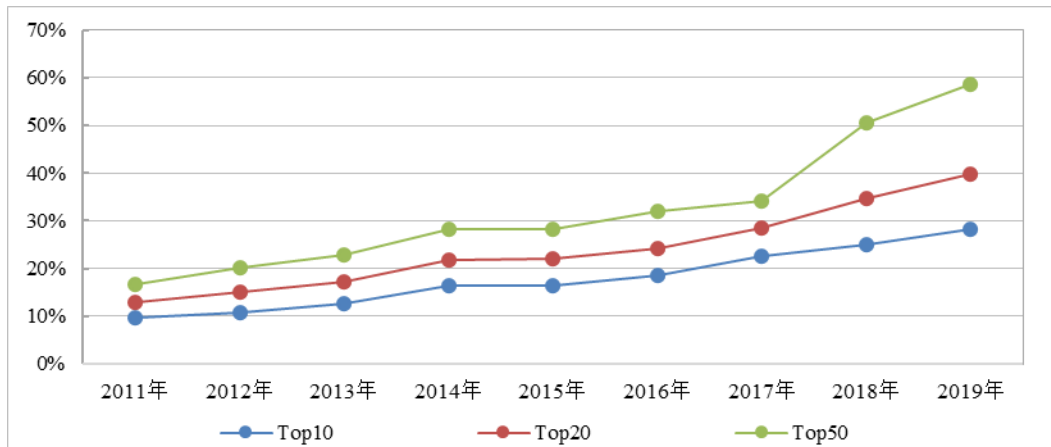
针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。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，在多轮调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 CREIS 中指数据，2018年

全国前 50 强房企销售占比首次超过 50%，2019 年继续提升至 59%。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 5. 规模房企市场占有率



资料来源：WIND、CREIS 中指数据

D. 风险关注

中小型房企面临挑战。近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

业务运营面临的不确定因素增多。受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线城市，或将面临更大的压力。

短期流动性压力上升。新冠肺炎疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现在阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

(3) 区域市场因素

该公司商品住宅开发项目主要分布在厦门市和昆明市。

跟踪期内，厦门市经济发展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。近年来厦门市房地产调控力度较大，商品房以去库存为主。2019 年以来房地产销售面积

和新开工面积有所回升，销售均价仍维持在较高水平。

厦门市位于福建省东南部，西接漳州台商投资区，北邻南安市，东南与大小金门和大担岛隔海相望；由厦门本岛、离岛鼓浪屿、西案海沧半岛、北岸集美半岛、东岸翔安半岛、大小嶝岛、内陆同安、九龙江等组成，陆地面积 1,699.39 平方公里，海域面积 390 多平方公里。厦门市辖思明、湖里、集美、海沧、同安、翔安 6 个市辖区，设有厦门火炬高技术产业开发区、厦门出口加工区、厦门集美台商投资区等多个国家级经济管理区。截至 2019 年末，厦门市城市建设用地面积 382.89 平方公里，常住人口 429 万人，较上年末净增加 18 万人。

厦门属计划单列市，是中国最早实行对外开发政策的四个经济特区。2015 年国务院印发《关于印发中国（福建）自由贸易试验区总体方案的通知》提出自贸试验区的实施范围 118.04 平方公里，包括厦门片区 43.78 平方公里，重点建设两岸新兴产业和现代服务合作示范区、东南国际航运中心、两岸区域性金融服务中心和两岸贸易中心。福建自贸区的建设为厦门市迎来了新的发展机遇。2017 年 9 月，金砖国家领导人第九次会晤成功在厦门举行，进一步提升了厦门的国际知名度。

图表 6. 2019 年福建省主要城市地区生产总值及人均生产总值情况

城市	地区生产总值		人均生产总值	
	金额（亿元）	排名	金额（元）	排名
泉州市	9,946.66	1	114,329	3
福州市	9,392.30	2	121,348	2
厦门市	5,995.04	3	145,865	1
漳州市	4,741.83	4	92,254	6
龙岩市	2,678.96	5	101,476	4

资料来源：Wind

近年来，厦门市经济保持较快增长势头，经济总量及人均生产总值在福建省内均排名前列。2019 年，厦门市实现地区生产总值 5,995.04 亿元，按可比价格计算较上年增长 7.9%。三次产业结构由 2017 年的 0.5: 41.7: 51.7 调整为 2018 年的 0.4: 41.6: 58.0，第三产业占比有所提升。其中第一产业增加值 26.49 亿元，较上年增长 0.7%，第二产业增加值 2,493.99 亿元，较上年增长 9.7%，第三产业增加值 3,474.56 亿元，较上年增长 6.6%。当年，按常住人口计算的人均地区生产总值为 142,739 元。

在固定资产投资方面，2019 年厦门市固定资产投资（不含农户）较上年增长 9.0%。分产业看，第一产业投资下降 32.2%，第二产业投资增长 4.8%，第三产业投资增长 9.9%。按投资方向看，基础设施投资增长 1.8%，其中交通运输业投资下降 16.8%。工业投资增长 5.2%，其中制造业投资增长 5.8%。社会事业投资增长 70.0%。房地产开发投资增长 1.7%。其中土地购置费下降 15.6%，占房地产投资的 43.7%。全市商品房施工面积 4089.16 万平方米，下降 5.9%；商品房新开工面积 505.22 万平方米，增长 21.9%。

图表 7. 2016-2019 年厦门市主要经济指标

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
地区生产总值 (亿元)	3,784.25	4,351.70	4,791.41	5,995.04
其中: 第一产业增加值 (亿元)	23.45	23.23	24.40	26.49
第二产业增加值 (亿元)	1,558.62	1,815.92	1980.16	2,493.99
第三产业增加值 (亿元)	2,202.18	2,512.03	2786.85	3,474.56
人均地区生产总值 (元/人)	97,282.00	109,753.00	118,015.00	142,739.00
固定资产投资总额 (亿元)	2,159.81	2,381.46	-	-
其中: 基础设施投资 (亿元)	792.35	909.80	-	-
房地产投资 (亿元)	765.80	879.86	884.58	-

资料来源: 2016-2019 年厦门市国民经济和社会发展统计公报

随着当地经济的发展,厦门市财政收入稳步增长,2019 年全市实现一般公共预算总收入 1,328.52 亿元,较上年增长 1.7%。其中地方级财政收入 768.37 亿元。其中地方级财政收入 768.37 亿元,增长 1.8%。在地方级财政收入中,实现税收收入 599.53 亿元,税收收入占比 78.03%。同期,厦门市一般公共预算支出 912.98 亿元。从收支平衡看,近年来厦门市财政收入能够平衡财政支出。总体而言,现阶段厦门市财政状况较稳健,重大建设项目资金较有保障。该公司商品房开发及市政工程代建等业务的外部经营环境较好。

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,但房价仍维持在高位。2019 年以来,厦门楼市调控依然从严,但在经历了两年的低迷后,销量回升。

2019 年,厦门市新建商品住宅销售面积为 171.3 万平方米,同比增长 46%。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,2019 年累计销售 18 万平方米,占全市总量的 16.3%。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,2019 年销量合计 143.3 万平方米,占全市总量的 83.7%。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。2019 年,全市土地出让进度仍滞后于出让计划,全年入统的房地产开发土地购置费 393.06 亿元,比上年下降 15.6%,增速比上年回落 23.0 个百分点,全年商品房房屋施工面积 4,089.16 万平方米,下降 5.8%,其中,住宅施工面积 1,808.46 万平方米,下降 8.0%,进一步影响房地产开发投资的增长。但从新开工面积来看,当年商品房新开工面积 505.22 万平方米,增长 21.90%。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,供地主要集中在岛外。

2020 年一季度,受疫情影响,厦门全市房地产开发投资 163.32 亿元,比

去年同期下降 21.7%。按构成分，主要为建安工程投资额下降，土地购置费与去年同期相比变化不大。按用途分，住宅投资 118.93 亿元，下降 11.2%；办公楼投资 10.53 亿元，下降 44.0%；商业营业用房投资 14.06 亿元，下降 11.7%；其他房屋投资 19.81 亿元，下降 50.4%。住宅投资占房地产开发投资的 72.8%。

2019 年，昆明市房地产投资增速稳定，销售面积和销售均价逐年增加。

2016-2018 年昆明市房地产开发投资额分别为 1,530.50 亿元、1,683.33 亿元和 1,839.79 亿元。2019 年，房地产投资同比增长 13.9%，其中住宅投资增长 29.0%，办公楼投资增长 46.1%；商业营业用房投资下降 28.2%。昆明市全年商品房施工面积 12236.93 万平方米，比上年增长 18.9%；商品房竣工面积 485.88 万平方米，增长 49.8%；商品房销售面积 1,916.23 万平方米，增长 0.3%。价格方面，昆明新建住宅均价自 2016 年 7 月开始连续上涨，根据国家统计局发布的 2019 年 12 月 70 个大中城市新建商品住宅销售价格，昆明新房均价同比上涨 11.1%。从土地供应来看，2019 年昆明加大土地供应，当年一共出让 592 宗土地，面积达 2,475.03 万平方米，同比上升约 55.4%。总体看来，昆明市房地产投资增速未见明显波动，销售面积和销售均价逐年增加。

2. 业务运营

受项目建设进度及结转收入的影响，近三年该公司营业收入存在一定波动。得益于结转项目对应土地成本较低，同期毛利率维持在较高水平。2019 年公司拍得两块土地，成交均价较高，且在售项目及在手土地储备多位于三四线城市，在当前市场环境下，去化及盈利情况存在不确定性。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 8. 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，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 9. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	62.39	62.00	70.31	8.69	2.47
（1）房地产开发	58.87	56.18	63.89	7.16	1.22
在营业收入中所占比重	94.35%	90.61%	90.88%	82.40%	49.39%
（2）代建业务	0.34	0.36	0.34	0.17	0.02
在营业收入中所占比重	0.54%	0.58%	0.48%	1.93%	0.81%
（3）物业管理	1.57	1.73	2.03	0.40	0.39
在营业收入中所占比重	2.52%	2.79%	2.89%	4.63%	15.79%
（4）租赁资产	0.57	0.60	0.69	0.24	0.29
在营业收入中所占比重	0.91%	0.97%	0.98%	2.75%	11.74%
毛利率（%）	44.85	53.23	55.08	51.62	32.06
（1）房地产开发	46.27	57.23	59.62	61.07	50.82
（2）代建业务	98.78	86.11	94.12	99.86	60.00
（3）物业管理	5.76	2.31	5.91	-32.00	-7.69
（4）租赁资产	66.16	40.00	63.77	58.39	62.07

资料来源：厦门住宅

2017-2019 年，该公司分别结转营业收入 62.39 亿元、62.00 亿元和 70.31 亿元。从构成看，近三年商品房开发业务的收入贡献率在 90%以上。2020 年一季度，由于年前竣工面积较多，公司房地产业务结转收入 7.16 亿元，较上年同期大幅增长。

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，且近三年结转项目的土地购置较早、成本较低，故综合毛利率维持在较高水平，2017-2019 年分别为 44.85%、53.23%和 55.08%。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，代建项目的费用大部分经市财政审核认可并支付；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，近三年维持在 85%以上。其他业务中，物业管理业务毛利率呈现一定波动，主要系 2018 年公司对管理的小区物业进行升级，多元化增值服务业务拓展⁶投入增加所致。公司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。2020 年一季度，公司房地产开发毛利率仍维持在较高水平，综合毛利率较上年同期增加 19.56 个百分点至 51.62%。同期受新冠疫情影响，物业管理成本增加且收款较慢，导致当期物业管理业务毛利率大幅下降至 -32.00%。

⁶ 包括教育培训、连锁超市、线上商城、家政服务、社区媒介推广等产业。

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，2017-2019 年贡献收入分别为 58.87 亿元、56.18 亿元和 63.89 亿元。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区的莲花新城、水晶湖郡、园博 1 号和龙岩市的水晶嘉园。2018 年结转收入略有下滑，结转项目主要为集美区的水晶湖郡、园博 1 号和昆明市的昆明万辉星城、龙岩市水晶嘉园。2019 年结转收入有所增长，结转项目主要为厦门市集美区的莲花新城、水晶湖郡和龙岩市的水晶中央。2020 年一季度，公司结转收入的项目为厦门市集美区的莲花新城、莲花国际和龙岩市的水晶中央。

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区，结转收入占比维持在 70% 以上，小部分位于广西省北海市银海区、福建省龙岩市新罗区和云南省昆明安宁市。由于公司近三年结转项目对应土地购置比较早，成本较低，因此综合毛利率较高且随着近年来集美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 10. 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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
莲花新城	厦门集美区	20.28	55.6	0.35	33.09	23.92	75.24	3.81	75.15
莲花国际	厦门集美区	2.67	64.43	0.29	81.08	1.06	73.93	1.43	78.16
园博 1 号	厦门集美区	13.25	17.95	9.46	45.59	0.18	50.17	-	-
水晶湖郡	厦门集美区	14.33	63.43	33.64	68.45	24.88	67.12	-	-
北海万泉城	北海银海区	2.22	39.63	3.28	50.41	-	-	-	-
昆明万辉星城	昆明安宁市	2.42	29.18	4.9	32.36	3.44	30.87	-	-
水晶嘉园	龙岩新罗区	3.66	22.83	4.24	32.35	0.16	32.08	-	-
水晶中央	龙岩新罗区	-	-	-	-	9.95	6.55	1.92	21.07
合计	-	58.83	46.27	56.18	57.51	63.89	59.62	7.16	61.07

资料来源：厦门住宅

近三年，该公司期末在建面积较稳定，但每年新开工面积和竣工面积存在一定波动。2019 年新开工面积较上年增长 21.55% 至 71.01 万平方米，竣工面积较上年增长 44.44%。

图表 11. 公司商品房项目施工情况（单位：万平方米）

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
当年新开工面积	57.99	38.25	58.42	71.01
当年竣工面积	18.79	86.38	48.18	69.59
当年末在建面积	184.31	136.18	146.42	147.84

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。2017-2019 年实现合同销售面积分别为 43.86 万平方米、56.99 万平方米和 31.13 万平方米；同期实现合同销售金额分别为 67.73 亿

元、64.05 亿元和 47.72 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；2018 年合同销售单价较上年有所下降，主要系售价较低的昆明万辉项目销售占比增大所致。由于市场环境整体下行，2019 年公司销售金额与面积分别较上年下降 45.38% 和 25.50%。截至 2020 年 3 月末，公司尚有已售未结转面积 70.02 万平方米，已售未结转房款 96.64 亿元。

图表 12. 公司商品房项目结转及合同销售情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
当年商品房合同销售面积（万平方米）	24.72	43.86	56.99	31.13	1.54
当年商品房合同销售金额（亿元）	42.23	67.73	64.05	47.72	3.00
当年商品房销售单价（万元/平方米）	1.71	1.54	1.12	1.53	1.95
当年销售结转面积（万平方米）	30.08	42.90	25.20	34.38	2.71
当年销售结转收入（亿元）	37.94	58.87	56.18	63.89	7.16
当年结转销售均价（万元/平方米）	1.26	1.37	2.23	1.86	2.65

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 2020 年 3 月末，公司总可售面积达 194.39 万平方米，其中已售 128.14 万平方米，尚有在售面积 66.25 万平方米（见下表），未售面积主要集中为昆明市、龙岩市、漳州市和泉州等城市或厦门市周边城市。同期末，公司在售(含未竣工)项目总投资额 169.69 亿元，已完成投资 127.82 亿元，尚有投资缺口 41.87 亿元，已售金额 224.7 亿元，累计已回笼资金 214.83 亿元，总体看公司在售项目已回笼资金足以覆盖其资金缺口，后期投资压力不大。从在售房地产明细情况看，公司商业办公类地产和昆明市地产去化较慢，需持续关注后续去化压力。

图表 13. 截至 2020 年 3 月末公司主要在售（含未竣工）房地产项目（单位：亿元、万平方米）

项目名称	所在地	总投资额	已投资额	开工时间	计划竣工时间	开盘预售时间	可售面积	已售面积	去化率	累计销售金额	已回笼资金	备注
莲花新城 4#地块	集美	8.53	8.27	2015.1	2019.1	2016.6	11.66	9.19	78.84	29.45	29.41	主要剩余未车位。
莲花新城 5#地块	集美	7.17	6.25	2015.11	2019.5	2018.5	7.53	4.83	64.15	15.75	15.37	正常销售，车位库存占一半以上。
莲花国际 1#地块	集美	2.05	1.42	2015.12	2019.6	2018.8	2.69	0.11	4.09	0.21	0.21	产品类型为 soho。车位和底商都还未开盘销售。
莲花国际 1-4#地块	集美	8.41	7.19	2015.12	2019.8	2017.10	9.77	2.38	24.37	8.02	8.01	
莲花国际 5#地块	集美	3.98	3.91	2012.12	2015.8	2013.10	5.67	4.53	79.85	7.57	7.61	
莲花国际 6#地块	集美	4.04	3.33	2014.3	2016.12	2015.3	4.83	2.69	55.65	5.19	5.19	
森语苑	昆明	4.37	1.93	2018.8	2020.5	2018.12	7.17	1.33	18.54	1.37	1.28	市场环境因素。正常去化。
水晶湖郡 B3（高层）	集美	8.16	4.28	2016.2	2021.2	2018.12	3.64	2.32	63.74	7.80	5.70	正常去化。
水晶湖郡 C 区北	集美	22.55	16.39	2014.6	2018.5	2015.5	29.61	23.46	79.24	51.98	51.91	
水晶湖郡	集	10.45	5.6	2017.2	2021.7	2018.10	12.25	4.89	39.91	13.94	13.67	

项目名称	所在地	总投资额	已投资额	开工时间	计划竣工时间	开盘预售时间	可售面积	已售面积	去化率	累计销售金额	已回笼资金	备注
B3	美											
水晶嘉园	龙岩	6.46	6.39	2013.9	2017.6	2014.8	13.29	11.19	84.22	8.30	8.29	只剩余车位和少量街墅。
水晶中央	龙岩	14.55	12.69	2015.7	2020.1	2017.5	13.97	10.57	75.64	13.93	13.9	住宅只剩余少量。车位和商铺还未开盘销售。
水晶湖畔	漳州	9.75	8.94	2016.2	2019.2	2017.7	11.94	5.58	46.73	11.07	7.62	因为市场原因。正常去化，车位尚未开盘销售，商铺只推出一半。
水晶澜庭一期	龙岩	9.81	7.09	2017.11	2021.2	2018.9	12.35	9.83	79.59	11.88	11.74	正常去化。
水晶澜庭二期	龙岩	7.62	4.46	2018.11	2021.4	2019.8	8.76	7.00	79.91	8.78	6.31	
水晶榕著（水晶山居）	福州	23.79	19.46	2018.12	2021.3	2019.9	10.78	0.41	3.80	1.10	0.88	
保利住宅第5湾	泉州	18.00	10.22	2017.12	2020.6	2018.4	28.48	27.83	97.72	28.36	27.73	正常去化。
合计	-	169.69	127.82	-	-	-	194.39	128.14	-	224.7	214.83	-

资料来源：厦门住宅

2020年3月末，该公司在建但尚未开始销售的房地产项目共7个，预计总投资102.85亿元，规划建筑总面积63.96万平方米，已投资65.29亿元，仍有37.56亿元资金缺口，资金将主要来自销售回款和银行贷款，预计比例为3:7，若未来融资环境变化，公司或面临较大的投融资压力。公司在建项目大部分位于福建省漳州龙海市、福州市和龙岩市等城市，未来销售情况受政策影响明显。

图表 14. 截至 2020 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	总投资额	已投资规模	开工时间	计划竣工时间	规划建筑面积	占地面积
水晶澜庭三期	龙岩	9.58	3.88	2019年9月	2023年3月	10.90	3.20
水晶合院	翔安	11.64	8.7	2018年12月	2021年10月	4.48	1.32
水晶芸溪祥府	同安	16.21	11.6	2018年11月	2021年12月	6.35	1.85
水晶地铁公元	集美	30.92	20.97	2019年7月	2022年4月	14.18	2.38
水晶尚庭	海沧	14.14	10.25	2019年11月	2023年2月	5.80	1.43
漳州园博1号院一期	漳州	16.40	8.9	2019年12月	2020年10月	13.17	4.26
银滩万泉城二区四组团B、C区	北海	3.96	0.99	2019年8月	2022年12月	9.08	7.26
合计	-	102.85	65.29			63.96	21.69

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主要通过招拍挂方式获得，2007年及以前取得的昆明地区地块为未进行土地整理的毛地，通过出让形式获得。截至2020年3月末，公司储备土地面积70.73万平方米，拟建成可出售面积为125.99万平方米，土地价款合计35.24亿元，已全部付清。从现有土

地储备面积来看，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为74.13%，主要位于福建同安和昆明市，平均土地成本较低，可为商品房销售的盈利空间提供支撑。但昆明地块受当地政府拆迁进度影响，相应地块开发速度迟缓。从现有土地储备总价来看，2017年（含）以来取得的土地成本合计占比97.42%，主要位于漳州、厦门及龙岩。由于储备土地多位于三四线城市，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 15. 截至 2020 年 3 月末公司土地储备情况（单位：平方米、万元）

持有待开发土地区域	土地用途	取得方式	取得时间	土地成交金额	土地面积	规划建筑面积	权益比例
漳州	商住	拍卖	2017年3月9日	115,107	58,572	116,800	60%
漳州	商住	拍卖	2017年3月9日	49,865	25,384	48,746	60%
厦门	商住	拍卖	2004年6月1日	2,898	53,272	88,432	100%
厦门	商住	拍卖	2019年8月22日	145,000	25,949	72,500	49.5%
龙岩	商住	拍卖	2019年9月4日	33,300	47,881	87,865	100%
昆明	商住	出让	2005年6月1日	148	44,323	74,855	100%
昆明	商住	出让	2005年6月1日	184	54,907	92,730	100%
昆明	商住	出让	2005年9月26日	40	7,691	42,578	100%
昆明	商住	出让	2005年9月26日	183	35,068	194,132	100%
昆明	商住	出让	2006年7月1日	1,829	322,080	386,496	100%
昆明	商住	出让	2007年10月16日	110	4,445	8,001	100%
昆明	商住	出让	2007年10月16日	245	9,910	17,838	100%
昆明	商住	出让	2011年6月1日	3,487	17,833	28,975	100%
合计	-	-	-	352,396	707,315	1,259,948	-

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⁷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⁸，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。2017-2019年和2020年一季度，公司在代建项目上

⁷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。

⁸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。

分别支出 11.15 亿元、22.31 亿元、33.58 亿元和 5.21 亿元，同期分别收到财政及项目业主付款 11.96 亿元、25.81 亿元、32.01 亿元和 5.83 亿元，资金平衡情况总体较好。2019 年及 2020 年第一季度，公司代建业务收入分别为 0.34 亿元和 0.17 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 28.85 亿元，由市财政和该公司共同出资。其中：市财政承担 22.52 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 6.33 亿元⁹，用于诚毅书城项目投资建设。截至 2020 年 3 月末，公司已支付了诚毅书城项目投资款 4.45 亿元¹⁰，预计后续还将支付约 2.50 亿元项目尾款；诚毅书城项目主体工程已竣工，现整体出租给厦门宝象国际贸易有限公司（简称“宝象国际”），并由宝象国际承担后续装修费用，租期 20 年，签约日期 2019 年 3 月 1 日，预计累计可获得租金 6.39 亿元。宝象国际计划与红星美凯龙家居集团股份有限公司合作经营诚毅书城项目。其余项目政府交由公司运营并由公司自负盈亏（其中图书馆项目仅运营地下停车场），嘉庚艺术中心、诚毅科技馆和城市展览馆（市民中心）已进入运营期，由于项目处于运营初期，项目基本无盈利或略有亏损。其中城市展览馆（市民中心）未单独核算；诚毅科技馆为国家 4A 级景区，主营室内科技展览，可获得政府补贴，分 5 年发放，2015 年以来累计获得补贴 0.45 亿元；嘉庚艺术中心出租给保利文化集团股份公司，租期 10 年，公司负责设备维护和物业管理；地下商业街（南北段）尚未运营。

图表 16. 公司主要文化产业项目情况¹¹

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）	2020 年截止 3 月末收入（万元）	备注
诚毅书城	11.27	6.33	4.45	92.34	公司出资，自持物业
诚毅科技馆	5.38	7.3	4.47	208.4	政府出资，受托经营，自负盈亏
嘉庚艺术中心	6.18	5.82	5.45	133.40	政府出资，受托经营，自负盈亏
城市展览馆（市民中心）	3.54	2.2	0.08	34.33	政府出资，受托经营，自负盈亏
诚毅图书馆	4.13	3.93	6.14	7.54	政府出资，受托经营地下停车场，自负盈亏
地下商业街（南北段）	2.00	3.27	3.54	0.2	政府出资，受托经营，自负盈亏
合计	35.56	28.85	24.13	476.21	

资料来源：厦门住宅

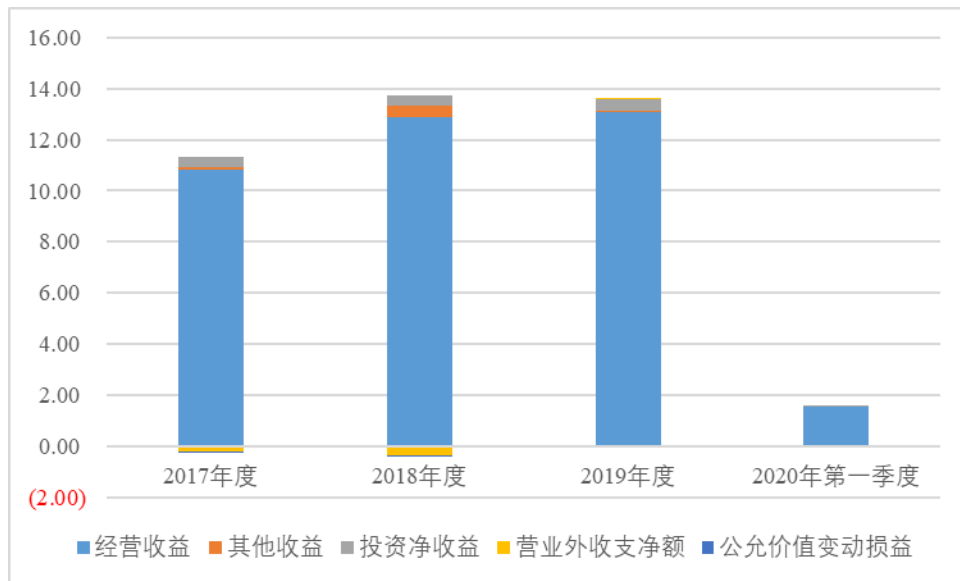
⁹ 最终的投资建设款以办理财务竣工决算后，并经厦门市财政审核所审定的金额为准。

¹⁰ 正在办理结算尚未支付的款项约 2.50 亿元。

¹¹ 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 17. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据厦门住宅所提供数据绘制。

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。2017-2019年，公司经营收益分别为10.84亿元、12.87亿元和13.06亿元。

该公司的期间费用以财务费用和管理费用为主，2017-2019年期间费用分别为4.44亿元、5.57亿元和6.01亿元，期间费用率分别为8.93%、9.69%和10.09%，期间费用控制水平较稳定。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 18. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017年度	2018年度	2019年度	2020年第一季度
营业收入合计（亿元）	62.39	62.00	70.31	8.69
综合毛利率（%）	44.85	53.25	55.09	51.62
毛利（亿元）	27.98	33.02	38.74	4.49
期间费用（亿元）	5.57	6.01	7.10	1.47
其中：销售费用	1.19	1.09	1.16	0.14
管理费用	2.07	2.20	2.44	0.44
财务费用	2.32	2.62	3.39	0.87
研发费用	-	0.09	0.10	0.02
期间费用率（%）	8.93	9.69	10.09	16.95
资产减值损失（亿元）	1.86	4.27	1.85	0.00
经营收益	10.84	12.87	13.06	1.52
全年利息支出总额（亿元）	3.52	4.64	5.97	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.48	1.09	1.41	-

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2017-2019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 0.39 亿元、0.37 亿元和 0.45 亿元，对利润有所补充。此外，同期公司营业外净收入分别为-0.14 亿元¹²、0.12 亿元和 0.13 亿元，未对利润形成有效补充，其中 2017 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。营业外收入主要来自政府补助，2016-2018 年分别为 765.45 万元、4,773.89 万元和 687.37 万元，其中 2018 年较上年大幅增加，主要系当年获得公建项目运营补贴¹³4457.79 万元所致。政府补助规模有限，营业外支出主要为滞纳金、违约赔偿金及罚款支出。

图表 19. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益（万元）	3,923.4	3,734.62	4,471.28	310.27	408.88
其中：理财产品（万元）	2,232.28	1,841.28	1,264.87	310.27	404.63
可供出售金融资产收益（万元）	1,516.11	2,182.65	3,434.82	-	--
营业外收入（万元）	1,184.32	5,025.99	2,665.84	370.60	4.11
其中：政府补助（万元）	765.45	4,773.89	687.37	232.23	102.21
无需支付的款项（万元）	143.7	12.05	1,408.54	-	-

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2017-2019 年，该公司分别实现净利润 7.06 亿元、7.98 亿元和 8.36 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，2019 年，公司的净资产收益率和总资产报酬率分别为 11.98% 和 10.25%。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。

2020 年一季度，该公司房地产业务结转收入较上年同期显著增加，当期营业利润 1.58 亿元。公司营业外收入规模较小，对公司盈利贡献有限，当期净利润 1.35 亿元。

(3) 运营规划/经营战略

国内经济转型升级，房地产行业也进入转型调整期。面对行业变化，该公司将进一步开拓“深耕厦门、拓展海西”的发展布局，紧随厦门市“新城+基地”发展蓝图，积极谋划土地资源收储、代建项目储备、发债筹融资等抢资源战略，加快做大做强房地产开发、代建两大主业规模和水平，做优做精园林绿化、文旅投资、商业管理、物业增值服务新兴产业，着手拓展建材产业、旧城旧村改造、养老地产、租赁公寓等转型升级发展平台。公司 2021 年的资本性支出计划为 7.0 亿元，将主要用于除房地产开发业务以外的项目支出。同期，营运资金需求净额分别为 50.00 亿元，主要用于地产项目的土地购置于开发，同期对应融资需求为 3.0 亿元，公司预计将主要通过债务融资工具获取融资。整体来看，公司营运资金需求较大，绝大多数资金依赖存续地产项目销售回款。

¹²2017 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。

¹³该补贴为万舜公司受政府委托经营的集美区公建群项目 2015 年 7 月-2018 年 6 月期间场馆运营差额补贴（除诚毅书城外其他所有代运营项目），2019 年的补贴仍在申请当中。

管理

跟踪期内，该公司产权和治理结构无显著变化。因房地产合作开发模式，公司与关联方存在一定的资金往来。

跟踪期内，该公司产权结构、法人治理结构及管理水平等方面均无重大变化。公司唯一出资人和实际控制人仍为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”）。公司产权状况详见附录一。

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，2019 年末，公司产生的应收关联方款项 14.94 亿元，应付关联方款项 14.68 亿元。

根据该公司提供的日期为 2020 年 4 月 17 日的《企业信用报告》，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。

图表 20. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2020/4/17	无法提供	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/4/17	不涉及	无	不涉及
诉讼	全国法院失信被执行人名单查询系统	2020/4/17	不涉及	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2020/4/17	不涉及	无	无
质量	公开信息披露	2020/4/17	不涉及	无	无
安全	公开信息披露	2020/4/17	不涉及	无	无

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。

财务

2019 年，该公司随着业务扩展，负债规模有所增加，但公司近半数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。但公司过于依赖债券融资，易受融资环境变化影响。同时由于债券面临到期导致公司短期刚性债务较上年末迅速增加，公司即期偿债压力增加。此外，尽管公司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，能为偿还债务提供一定保障。

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 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。中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年及 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以

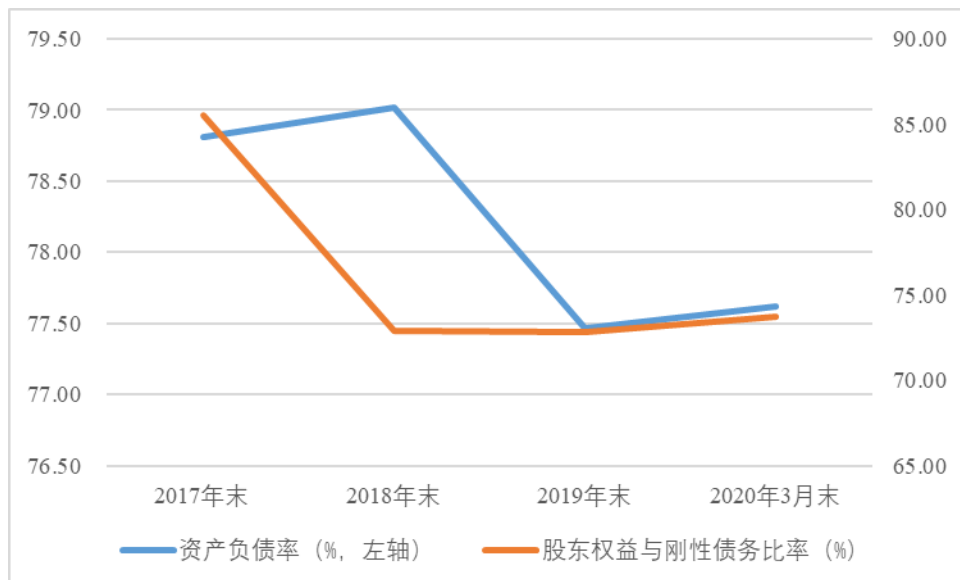
及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。2019年，公司针对执行《财政部关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》和《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》的相关规定进行了会计政策变更。

截至 2019 年末，该公司纳入合并范围的二级子公司共有 13 家，当年通过非同一控制下的企业合并新增 2 家二级子公司，分别是厦门万翔同实业有限公司和龙岩市厦龙经济区建设发展有限公司。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势

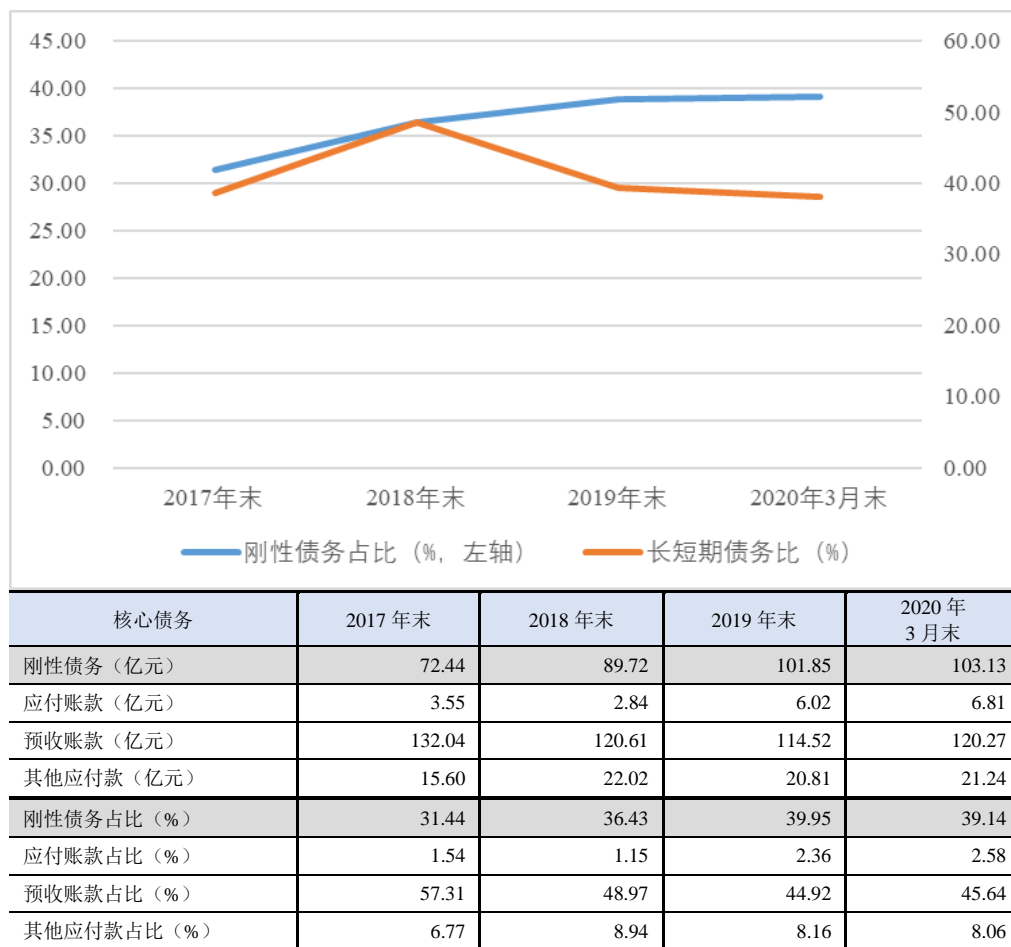


资料来源：根据厦门住宅所提供数据绘制。

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。2017-2019 年末，公司负债总额分别为 230.40 亿元、246.32 亿元和 254.96 亿元，呈逐年递增趋势。同期末，公司资产负债率分别为 78.81%、79.01%和 77.47%，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 61.94 亿元、65.42 亿元和 74.15 亿元。权益资本对刚性债务的覆盖程度呈现一定波动，2019 年末较上年末略降至 72.80%。2020 年 3 月末，公司资产负债率略有上升至 77.62%，权益资本对刚性债务的覆盖程度略降至 73.69%。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



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，2019 年末分别为 114.52 亿元、101.85 亿元和 25.38 亿元，在负债总额中占比分别为 44.92%、39.95%和 9.95%。其中预收账款主要为预收售房款，2019 年末较上年末下降 5.05%，主要系当年交房结转大于新房预售所致。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¹⁴，2019 年末较上年末下降 5.47%。刚性债务较上年末增长 13.51%至 101.85 亿元，主要系新增债券融资增加土地储备及项目开发所致。

在期限结构上，该公司负债以流动负债为主，2019 年末流动负债余额为 183.06 亿元，非流动负债余额为 71.90 亿元。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，债务偿付压力尚可控。

2020 年 3 月末，该公司负债总额维持上年末水平，当年预售力度有所加强，预收账款较 2019 年末增长 5.02%至 120.27 亿元，其他核心债务较上年末变化不大。

¹⁴共同拿地时合资方出的拍地款计入公司其他应付款

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	10.30	10.49	31.98	32.61
其中：短期借款	0.50	-	-	-
一年内到期的非流动负债	8.73	8.68	29.10	29.04
应付短期债券	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	-
其他短期刚性债务	1.06	1.81	2.88	3.57
中长期刚性债务合计	62.15	79.23	69.86	70.51
其中：长期借款	17.31	17.50	20.32	20.96
应付债券	44.84	61.73	49.54	49.55
其他中长期刚性债务	-	-	-	-
刚性债务合计	72.44	89.72	101.85	103.13
综合融资成本（年化，%）	5.38	5.72	5.00	5.00

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司刚性债务分别为 72.44 亿元、89.72 亿元和 101.85 亿元。公司刚性债务以中长期为主，2019 年末中长期刚性债务占比 68.59%，占负债总额的 32.17%。公司短期刚性债务较上年迅速增加，主要系当年末公司债券到期计入一年内到期的非流动负债所致。公司短期刚性债务主要由一年内到期的非流动负债和应付利息构成，其中一年内到期的长期借款 10.22 亿元，一年内到期的应付债券 18.88 亿元，分别为“18 住宅 02”和“18 住宅 04”。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 20.32 亿元，主要为保证借款，融资成本区间为 4-5%。同期末应付债券 49.54 亿元，较上年末减少 19.75%，主要系“16 住宅 01”及“16 住宅 03”已于 2019 年发生回售所致。其中“16 住宅 01”赎回 1.00 亿元，存续余额 4.00 亿元；“16 住宅 03”全部赎回。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业周期（天）	1,600.31	2,176.36	2,134.11
营业收入现金率（%）	100.16	96.64	94.90
业务现金收支净额（亿元）	-10.53	-15.43	24.81
其他因素现金收支净额（亿元）	2.11	13.39	-2.34
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-8.42	-2.04	-5.01
EBITDA（亿元）	14.45	18.24	19.31
EBITDA/刚性债务（倍）	0.22	0.22	0.20

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.10	3.93	3.23

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。

2017-2019 年，该公司营业周期分别为 1,600.31 天、2,176.36 天和 2,134.11 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。其中 2017 年营业周期大幅缩短，主要系当年项目竣工交付量较大所致。由于收入结转和销售时间不匹配，近三年公司收入集中结转但销售有所放缓，营业收入现金率整体呈下滑趋势，2017-2019 年分别为 100.16%、96.64% 和 94.90%。同期公司业务收支现金净额分别为-10.53 亿元、-15.43 亿元和 24.81 亿元，其中 2017 年和 2018 年大幅净流出主要系公司持续增加土地储备以及新开工项目持续增加所致。2019 年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，2017-2019 年其他因素现金收支净额分别为 2.11 亿元、13.39 亿元和-2.34 亿元。其中 2018 年大幅净流入主要系合作开发模式下收到的项目公司其他股东方款项显著增加所致。同期，公司经营环节产生的现金流净额分别为-8.42 亿元、-2.04 亿元和-5.01 亿元。2020 年第一季度，公司经营活动现金净流出 2.71 亿元，较上年同期净流出规模减少 74.89%，主要系受疫情影响当期项目建设进度放缓所致。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 14.55 亿元、18.24 亿元和 19.31 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程度较强。

（2）投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度
回收投资与投资支付净流入额	21.16	0.68	-1.94
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	-1.72	-0.92	1.80
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	0.30
投资环节产生的现金流量净额	19.44	-0.24	3.44

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结构性存款产品，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；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。2017-2019 年，公司投资活动产生的现金净流量分别为 19.44 亿元、-0.24 亿

元和 3.44 亿元。其中 2017 年，随着结构性存款产品到期资金的回收¹⁵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。2018 年收回与购买结构性存款的现金流入与流出规模基本平衡。2019 年公司投资支付现金大幅下降，但由于收回投资收到的现金下降幅度更大，当年投资活动净流出 3.44 亿元。2020 年一季度，公司投资活动现金流净流出 0.54 亿元，主要系投资环节理财资金净流出所致。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度
权益类净融资额	-0.35	-2.36	-2.96
其中：分配利润支付的现金	2.04	2.66	5.06
债务类净融资额	10.18	12.82	5.66
其中：现金利息支出	3.47	3.89	4.41
其他融资净额	-3.12	-0.07	-0.89
筹资环节产生的现金流量净额	6.70	10.39	1.80

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，2017-2019 年债务类净融资额分别为 10.18 亿元、12.82 亿元和 5.66 亿元，债务融资规模随着业务推进有所波动。公司股东（或子公司其他少数股东）的权益性现金注入较少，2017-2019 年分别流入 1.69 亿元、0.30 亿元和 2.10 亿元，同期公司分配股利支付的现金分别为 2.04 亿元、2.66 亿元和 5.06 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 6.70 亿元、10.39 亿元和 1.80 亿元。2020 年一季度，筹资环节净流出 0.09 亿元。总体看，随着公司储备项目的集中建设，公司对外部融资依赖仍较高，未来筹资环节压力或有所上升。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	257.49	276.81	284.17	293.43
	88.08%	88.80%	86.35	86.43
其中：现金类资产（亿元）	70.13	76.63	69.38	66.03
应收账款（亿元）	0.33	0.44	0.56	0.73
存货（亿元）	164.89	180.38	188.41	197.69
其他应收款	14.46	12.33	13.61	14.23
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	34.86	34.93	44.94	46.08
	11.92%	11.20	13.65	13.57

¹⁵2016 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。

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
其中：在建工程（亿元）	9.36	5.34	5.27	5.65
可供出售金融资产（亿元）	9.21	6.18	9.38	10.04
投资性房地产（亿元）	2.78	10.26	11.76	11.68
长期股权投资（亿元）	1.84	1.76	3.16	3.16
期末全部受限资产账面金额（亿元）	8.41	12.32	11.71	6.46
受限资产账面余额/总资产（%）	2.88	3.95	3.56	1.91

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 292.35 亿元、311.74 亿元和 329.11 亿元。公司资产以流动资产为主，同期末占比分别为 88.08%、88.80% 和 86.35%。2019 年末公司受限资产账面价值占总资产比重为 3.56%。

2019 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 69.48 亿元，包括货币资金 69.38 亿元及应收银行承兑汇票 0.10 亿元，其中不可动用货币资金 0.84 亿元。存货账面价值 188.41 亿元，占资产总额的 57.25%，较上年末增长 4.45%，主要系开发投入加大及土地购置增加所致；主要由在建房地产开发产品（113.93 亿元）、拟开发土地（20.95 亿元）和代建项目（26.33 亿元）构成，分别较上年末变动 30.62%、-65.05% 和 79.12%。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¹⁶，其中三年（含）以下其他应收款占比 83.79%，欠款前五名其他应收款占比 91.70%，主要为应收厦门市万科房地产有限公司、厦门兆旻隆房地产开发有限公司等关联方往来款和清产核资未核销项目。

2019 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 5.27 亿元，主要系公司在建办公大楼项目和承接的厦门市航空港地块开发项目，较上年末变化不大。可供出售金融资产 9.38 亿元，主要由持有的金达威公司¹⁷、兴业证券公司和交通银行股份构成，较上年末上升 32.89%，主要系股价上涨所致。投资性房地产账面价值 11.76 亿元，主要由房屋、建筑物资产构成，较上年末增长 14.58%，主要系在建工程结转所致。长期股权投资账面价值 3.16 亿元，较上年末增长 79.45%，主要系新增对联营企业厦门兆特置业有限公司的股权投资 2.48 亿元所致。

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 2019 年末余额 0.84 亿元，主要由保函保证金、履约保证金和售房监管户资金等构成；受限存货主要系贷款抵押担保形成，同期末余额 10.87 亿元。

¹⁶ 公司与其他房地产公司合资成立项目子公司形成关联方。

¹⁷ 全称为“厦门市金达威集团股份有限公司”，股票代码“002626.SZ”，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。2019 年实现营业收入 31.92 亿元，归属于上市公司股东净利润 4.54 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率	154.88%	166.91%	155.24%	153.80%
速动比率	53.53%	57.40%	50.38%	48.15%
现金比率	42.18%	46.21%	37.96%	34.65%

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司流动比率分别为 154.88%、166.91% 和 155.24%。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 53.53%、57.40% 和 50.38%，实际资产流动性一般。2020 年 3 月末，公司流动比率和速动比率均有所下滑，现金比率降至 34.65%，总体看公司资产流动性一般，但货币资金较充裕，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，2017-2019 年末担保余额分别为 87.80 亿元、76.13 亿元和 75.23 亿元，担保比率分别为 141.75%、116.37% 和 106.76%。此外，截至 2019 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、管理职能及市政工程和保障房代建业务。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。2019 年末，公司本部总资产为 131.08 亿元，除包括长期股权投资 39.45 亿元（主要系对子公司投资）之外，主要包括：货币资金 15.14 亿元（含受限 0.36 亿元），占合并范围货币资金的 21.82%；存货 22.72 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 46.95 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 86.92 亿元，其中刚性债务余额为 71.86 亿元，占合并范围刚性债务的 70.55%；所有者权益为 44.16 亿元。2019 年公司本部实现收入 0.23 亿元，投资收益 6.78 亿元，净利润 4.38 亿元；经营性现金净流量为 -4.76 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 2020 年 3 月末，该公司共获得贷款授信 156.00 亿元，其中 56.95 亿元额度尚未使用。贷款授信中五大商业银行授信占比为 35.90%。五大商业银

行贷款利率区间为 4-5%。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。

评级结论

该公司是厦门市国有资产经营与投资的主体之一，厦门市国资委对其管控力度较强。公司组织机构设置较合理，各部门间协作顺畅。公司在财务管理、业务管理等方面建立了相应的运行管理制度，运作较为规范。

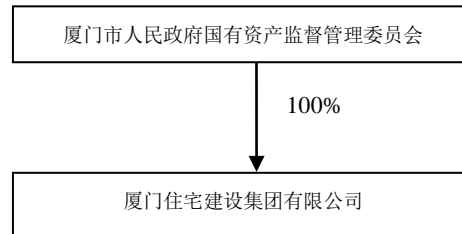
该公司营业收入主要来自房地产开发业务，由于项目建设进度及结转收入的影响，近三年公司营业收入存在一定波动。由于结转项目对应土地入手较早、成本较低，同期公司毛利率维持在较高水平。2019 年公司拍得两块土地，成交均价较高，且在售项目及在手土地储备多位于厦门市周边地市，在当前市场环境下，销售不确定性仍较大。同期公司代建项目垫资压力不大，资金平衡较好；其他业务收入贡献仍较小。

2019 年，该公司随着业务扩展，负债规模有所增加，但公司近半数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。同时，由于债券面临到期导致公司短期刚性债务较上年末迅速增加，公司即期偿债压力增加。此外，尽管公司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，能为偿还债务提供一定保障。

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）厦门市土地市场成交情况；（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）公司代建项目垫资情况；（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：

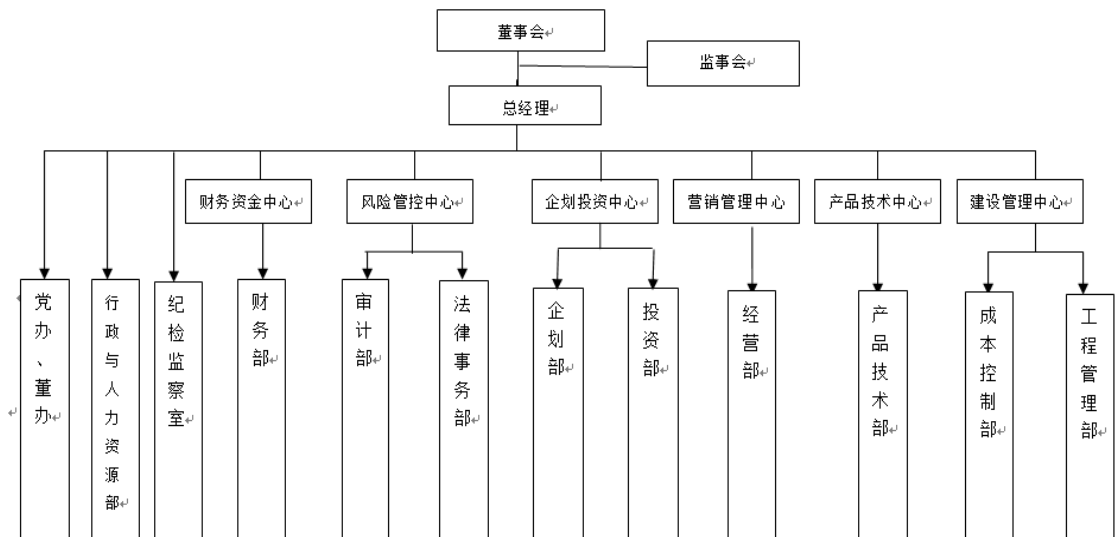
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门住宅提供的资料绘制（截至 2020 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 2020 年 3 月末）。

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	2019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	15.13	71.86	44.16	0.23	4.38	-4.76
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	2.09	3.75	19.95	0.17	3.28	-3.88
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	9.71	3.04	19.5	24.46	8.05	6.44
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	1.88	3.7	8.53	0.63	0.08	1.26
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	0.8	1.9	2.96	0.33	-0.46	0.62
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	0.88	2.31	3.2	1.11	-0.002	-1.40
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	7.76	1.15	13.32	24.89	7.58	2.60

注：根据厦门住宅及其子公司 2019 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]	2017年	2018年	2019年	2020年 第一季度
资产总额 [亿元]	292.35	311.74	329.11	339.50
货币资金 [亿元]	70.13	76.63	69.38	66.03
刚性债务[亿元]	72.44	89.72	101.85	103.13
所有者权益 [亿元]	61.94	65.42	74.15	76.00
营业收入[亿元]	62.39	62.00	70.31	8.69
净利润 [亿元]	7.06	7.98	8.36	1.35
EBITDA[亿元]	14.45	18.24	19.31	—
经营性现金净流入量[亿元]	-8.42	-2.04	-5.01	-2.71
投资性现金净流入量[亿元]	19.44	-0.24	-3.44	-0.54
资产负债率[%]	78.81	79.01	77.47	77.62
权益资本与刚性债务比率[%]	85.51	72.91	72.80	73.69
流动比率[%]	154.88	166.91	155.24	153.80
现金比率[%]	53.53	57.40	37.96	34.65
利息保障倍数[倍]	4.01	3.65	3.05	—
担保比率[%]	141.75	116.37	106.76	—
营业周期[天]	1,600.31	2,176.36	2,134.11	-
毛利率[%]	44.85	53.25	55.09	51.62
营业利润率[%]	18.11	22.13	19.31	18.12
总资产报酬率[%]	5.14	5.60	5.68	—
净资产收益率[%]	11.70	12.53	11.98	—
净资产收益率*[%]	10.02	6.85	10.25	—
营业收入现金率[%]	100.16	96.64	94.90	151.83
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.43	-1.23	-2.87	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.93	-0.86	-2.00	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.10	3.93	-4.85	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.22	-3.37	—

注：表中数据依据厦门住宅经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 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本息的约定偿付日有效。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）
- 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS001（发布于2019年8月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。