

厦门经济特区房地产开发集团有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告



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:【新世纪债评(2022)010156】

|         |  |       |                                |  |
|---------|--|-------|--------------------------------|--|
| 评级对象:   | 厦门经济特区房地产开发集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期) |       |                                |  |
| 主体信用等级: | AA <sup>+</sup>                              |       |                                |  |
| 评级展望:   | 稳定   |       |                                |  |
| 债项信用等级  | AA <sup>+</sup>                              | 评级时间: | 2022 年 2 月 22 日                |  |
| 注册额度:   | 不超过 40 亿元(含)                                 | 发行目的: | 置换已偿还赎回公司债券本金的自有资金             |  |
| 本期发行:   | 不超过 9.30 亿元(含)                               | 偿还方式: | 每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付 |  |
| 存续期限:   | 5 年(3+2 年)                                   |       |                                |  |
| 增级安排:   | 无  |       |                                |  |

## 主要财务数据及指标

| 项 目                      | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年<br>前三季度 |
|--------------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 金额单位:人民币亿元               |        |        |        |                |
| 母公司口径数据:                 |        |        |        |                |
| 货币资金                     | 5.98   | 26.68  | 17.77  | 10.60          |
| 刚性债务                     | 90.62  | 113.43 | 109.92 | 102.21         |
| 所有者权益                    | 50.25  | 56.11  | 56.10  | 54.67          |
| 经营性现金净流入量                | -23.47 | -9.59  | -3.11  | -1.33          |
| 合并口径数据及指标:               |        |        |        |                |
| 总资产                      | 315.40 | 345.03 | 391.53 | 382.41         |
| 总负债                      | 252.07 | 271.08 | 312.89 | 299.84         |
| 刚性债务                     | 173.64 | 164.39 | 148.77 | 140.27         |
| 所有者权益                    | 63.33  | 73.95  | 78.65  | 82.57          |
| 营业收入                     | 40.26  | 61.27  | 90.67  | 65.06          |
| 净利润                      | 0.79   | 4.27   | 3.55   | 3.43           |
| 经营性现金净流入量                | -40.30 | 16.39  | 26.96  | 0.05           |
| EBITDA                   | 7.28   | 15.41  | 15.38  | -              |
| 资产负债率[%]                 | 79.92  | 78.57  | 79.91  | 78.41          |
| 权益资本与刚性债务<br>比率[%]       | 36.47  | 44.99  | 52.86  | 58.86          |
| 流动比率[%]                  | 238.46 | 212.01 | 161.76 | 281.23         |
| 现金比率[%]                  | 33.62  | 49.84  | 44.55  | 72.39          |
| 利息保障倍数[倍]                | 0.83   | 1.81   | 1.67   | -              |
| 净资产收益率[%]                | 1.12   | 6.22   | 4.65   | -              |
| 经营性现金净流入量与<br>流动负债比率[%]  | -41.01 | 13.79  | 16.12  | -              |
| 非筹资性现金净流入量<br>与负债总额比率[%] | -13.69 | 9.35   | 15.14  | -              |
| EBITDA/利息支出[倍]           | 0.92   | 1.89   | 1.83   | -              |
| EBITDA/刚性债务[倍]           | 0.05   | 0.09   | 0.10   | -              |

注:根据厦门特房集团经审计的 2018-2020 年及未经审计的 2021 年前三季度财务数据整理、计算。

## 评级观点

### 主要优势:

- 股东背景较强。厦门特房集团系厦门市国资委直属国有企业,股东背景较强,公司能够持续获得金融机构授信支持,且目前剩余授信规模较大。
- 主业协同优势。厦门特房集团主业涉及房地产开发、建筑施工、物业经营与管理等业务,相关业务之间可发挥一定的协同效应。
- 房地产项目效益良好。厦门特房集团在建及在售房地产项目拿地时间普遍较早,土地成本优势较明显,项目效益良好。

### 主要风险:

- 外部经营环境风险。厦门特房集团房地产项目区域分布相对集中,业务开展易受当地房地产政策变动及市场波动影响。另外,2020 年新冠疫情也对公司业务开展产生了一定程度的负面影响。
- 建筑施工业务占款风险。2020 年以来厦门特房集团建筑施工业务形成的应收账款及合同资产大幅增加,业务垫资压力加大。
- 盈利波动风险。厦门特房盈利受其房地产项目结转周期影响大,2019-2020 年公司房地产业务结转规模较小,在期间费用、相关税费及减值计提侵蚀下,公司经营收益为负,主要依靠非经常性损益实现盈利。
- 合作项目风险。2019 年,厦门特房集团转让了所持的部分中澳实业股权,后者开发的天津项目风险虽得到分散,但仍需关注项目后续开发和销售情况,以及公司投资回收和收益情况。

## 分析师

杨亿 yangyi@shxsj.com  
覃斌 qb@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

## ➤ 未来展望

通过对厦门特房集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA<sup>+</sup>主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA<sup>+</sup>信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 厦门经济特区房地产开发集团有限公司

### 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

厦门经济特区房地产开发集团有限公司（简称“厦门特房集团”、“该公司”或“公司”）前身为 1984 年成立的厦门经济特区房地产开发公司，由厦门市城建国有资产投资有限公司（简称“厦门国投”）全额出资组建。2006 年 6 月，根据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”）出具的《关于厦门经济特区房地产开发公司等四家企业国有资产划转的通知》（厦国资产[2006]97 号文件），厦门经济特区房地产开发公司、厦门筭筭新市区开发建设公司、厦门建坤实业发展公司、厦门房地产股份有限公司等 4 家原厦门国投下属企业合并成立厦门特房集团，出资人为厦门市国资委，实收资本为 9.41 亿元。2008 年、2010 年和 2012 年经历数次增资，公司实收资本增至 10.64 亿元，截至 2021 年 9 月末未发生变化。

该公司以房地产开发和建筑施工为核心主业，同时涉及物业经营管理和代建管理等业务。经过 30 多年的发展，公司累计完成超过 1,100 万平方米的项目开发量，房地产业务在厦门市及周边地区具有较高的市场地位。另外，公司已获得建筑工程施工总承包特级资质及其他多项专业工程施工资质，在福建省建筑行业内亦具有一定的知名度。公司主业涉及经营主体及其概况详见附录三。

### 2. 债项概况

#### （1）债券条款

该公司注册发行本次债券于 2021 年 7 月经董事会 2021 年第十二次会议审议通过，并于当年 8 月经厦门市国资委批准（厦国资产[2021]180 号）。公司于 2021 年 11 月取得中国证券监督管理委员会《关于同意厦门经济特区房地产开发集团有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可[2021]3652 号），本次债券注册额度不超过 40 亿元（含），拟分期发行，公司于 2021 年 12 月在额度内发行了 21 特房 05，发行规模为 15 亿元。本期债券发行金额为不超过 9.30 亿元（含），发行期限为 5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

**图表 1. 拟发行的本期债券概况**

|         |  |
|---------|--|
| 债券名称:   | 厦门经济特区房地产开发集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期) |
| 总发行规模:  | 不超过 40 亿元人民币(含)                              |
| 本期发行规模: | 不超过 9.30 亿元人民币(含)                            |
| 本期债券期限: | 5 年, 附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权      |
| 债券利率:   | 固定利率   |
| 定价方式:   | 按面值发行  |
| 偿还方式:   | 每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付             |
| 增级安排:   | 无  |

资料来源: 厦门特房集团

本期债券为固定利率债券, 债券票面利率将根据网下询价簿记结果, 由该公司与主承销商协商确定。

**票面利率调整选择权:** 该公司有权在本期债券存续期的第 3 年末调整债券后续计息期间的票面利率。若公司决定行使票面利率调整选择权, 自票面利率调整生效日起, 本期债券调整后的票面利率以公司发布的票面利率调整实施公告为准, 且票面利率的调整方向和幅度不限。公司承诺不晚于票面利率调整实施日前的 1 个交易日披露关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度(如有)的公告。若本期债券投资者享有回售选择权的, 公司承诺前款约定的公告将于本期债券回售登记期起始日前披露, 以确保投资者在行使回售选择权前充分知悉票面利率是否调整及相关事项。若公司决定不行使票面利率调整选择权, 则本期债券最后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。

**投资者回售选择权:** 投资者有权选择在本期债券存续期的第 3 年末将其持有的本期债券全部或部分按面值回售给该公司。为确保投资者回售选择权的顺利实现, 公司承诺履行如下义务: (1) 公司承诺将以适当方式提前了解本期债券持有人的回售意愿及回售规模, 提前测算并积极筹备回售资金; (2) 公司承诺将按照规定及约定及时披露回售实施及其提示性公告、回售结果公告、转售结果公告等, 确保投资者充分知悉相关安排; (3) 公司承诺回售登记期原则上不少于 3 个交易日; (4) 回售实施过程中如发生可能需要变更回售流程的重大事项, 公司承诺及时与投资者、交易场所、登记结算机构等积极沟通协调并及时披露变更公告, 确保相关变更不会影响投资者的实质权利, 且变更后的流程不违反相关规定; (5) 公司承诺按照交易场所、登记结算机构的规定及相关约定及时启动债券回售流程, 在各流程节点及时提交相关申请, 及时划付款项; (6) 如本期债券持有人全部选择回售的, 公司承诺在回售资金划付完毕且转售期届满(如有)后, 及时办理未转售债券的注销等手续。为确保回售选择权的顺利实施, 本期债券持有人承诺履行如下义务: (1) 本期债券持有人承诺于公司披露的回售登记期内按时进行回售申报或撤销, 且申报或撤销行为还应当同时符合本期债券交易场所、登记结算机构的相关规定。若债券持有人未按要求及时申报的, 视为同意放弃行使本次回售选择权并继续持有本期债券。公司与债券持有人另有约定的, 从其约定。(2) 公司按约定完成回售后, 本期债券

持有人承诺将积极配合公司完成债券注销、摘牌等相关工作。为确保回售顺利实施和保障投资者合法权益，公司可以在本次回售实施过程中决定延长已披露的回售登记期，或者新增回售登记期<sup>1</sup>。公司承诺将于原有回售登记期终止日前 3 个交易日，或者新增回售登记期起始日前 3 个交易日及时披露延长或者新增回售登记期的公告<sup>2</sup>，并于变更后的回售登记期结束日前至少另行发布一次回售实施提示性公告。新增的回售登记期间至少为 1 个交易日。如本期债券持有人认为需要在本次回售实施过程中延长或新增回售登记期的，可以与发行人沟通协商。发行人同意的，根据前款约定及时披露相关公告。

**发行人赎回选择权：**该公司有权在本期债券存续期间的第 3 年末赎回本期债券全部未偿份额。若公司决定行使赎回选择权，则承诺履行如下义务：（1）积极筹备赎回资金，确保按照债券募集说明书和相关文件的约定，按时偿付本期债券未偿本息；（2）公司承诺不晚于赎回资金发放日前 20 个交易日披露关于是否行使赎回选择权的公告，明确赎回债券基本情况、赎回实施办法、资金兑付日期及利息计算方法等安排；（3）公司承诺按照交易场所、登记结算机构的规定和相关约定及时启动债券赎回流程，在各流程节点及时提交相关申请，及时划付款项，确保债券赎回的顺利实施。若公司行使赎回选择权并按约定完成赎回资金划付，公司与本期债券持有人之间的债权债务关系终止，本期债券予以注销并摘牌。

截至 2022 年 1 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 84.13 亿元，债券还本付息情况（如有）均正常。

**图表 2. 截至 2022 年 1 月末公司尚在存续期内的债券概况**

| 债券简称           | 发行金额<br>(亿元) | 债券余额<br>(亿元) | 期限<br>(年) | 发行利率/行<br>权后利息<br>(%) | 起息日        | 到期日        | 本息兑付情况 |
|----------------|--------------|--------------|-----------|-----------------------|------------|------------|--------|
| 19 厦门特房 MTN001 | 3.00         | 3.00         | 3+N       | 6.00                  | 2019-11-21 | 2022-11-21 | 付息正常   |
| 20 厦特 01       | 15.00        | 15.00        | 2+1       | 4.24                  | 2020-07-07 | 2023-07-07 | 付息正常   |
| 20 厦特 02       | 5.50         | 5.50         | 2+1       | 4.25                  | 2020-10-23 | 2023-10-23 | 付息正常   |
| 21 特房 01       | 17.00        | 17.00        | 2+1       | 4.07                  | 2021-03-16 | 2024-03-16 | 未到付息期  |
| 21 厦门特房 MTN001 | 2.00         | 2.00         | 3         | 4.32                  | 2021-04-28 | 2024-04-28 | 未到付息期  |
| 21 特房 03       | 16.00        | 16.00        | 3+2       | 4.18                  | 2021-05-24 | 2026-05-24 | 未到付息期  |
| 21 特房 04       | 10.63        | 10.63        | 3+2       | 4.00                  | 2021-07-09 | 2026-07-09 | 未到付息期  |
| 21 特房 05       | 15.00        | 15.00        | 2+2       | 3.65                  | 2021-12-16 | 2025-12-16 | 未到付息期  |

资料来源：Wind

## （2）募集资金用途

该公司拟将本期债券所募资金扣除发行费用后全部用于置换已偿还赎回 20 特房 01 本金的自有资金。

<sup>1</sup> 仅限本次回售实施期间。如拟在本次回售实施期之外新增回售登记的，需由发行人和债券持有人根据募集说明书或持有人会议规则的相关约定予以实施。

<sup>2</sup> 紧急情况下，可以短于该约定，视个案具体情况决定。

### (3) 信用增进安排

本期债券未安排信用增级。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2021 年，全球疫情形势依然严峻，全球经济保持恢复的同时，面临通胀和货币政策收紧等多项挑战；百年变局下，大国博弈持续，地缘政治冲突不断，我国的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高。我国经济修复进程前高后低，经济发展存在压力。短期内，宏观政策将适当靠前发力为“稳”提供支持，我国经济增速有望保持在合理区间；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2021 年，新冠疫苗研发与接种持续推进，病毒变异以及部分国家防疫措施松散导致全球疫情防控形势依然严峻；全球经济保持恢复的同时，通胀压力显著上升，主要新兴经济体和发达经济体先后收紧货币政策。高债务压力以及经济修复节奏放缓预期下，全球经济面临疫情、通胀和政策收紧等多项挑战，尤其是美联储加速缩减购债规模后将开启加息进程，或对全球经济金融带来冲击。同时，百年变局加速演进的背景下，大国博弈持续，地缘政治冲突不断，全球竞合关系正在重构。总体上，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

2021 年，我国经济增速呈前高后低走势，经济发展面临“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力。就业形势整体稳定，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅创下有数据记录以来新高。工业增加值增速呈先快后承压走势，高技术制造业增长较快，汽车和纺织、食品制造等传统制造业增速较低；工业行业利润恢复总体较好，上游采掘业及初级工业品制造业盈利较好，而电力与下游消费品制造业较弱。消费恢复偏慢且受疫情影响波动明显，汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮较疫情前相比差距仍巨大；固定资产投资走势分化，制造业投资表现亮眼，基建投资先稳后弱，房地产投资则持续下行；我国疫情防控和产业链优势持续、海外需求回升以及价格上涨等因素共同促使出口强劲增长，机电产品和劳动密集型产品出口保持较快增速。人民币汇率稳中有升，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为经济短期内大盘稳定提供支持。我国财政政策保持积极，加快支出进度，通过减税降费和专项债聚焦对特定主体和薄弱领域提供精准支持；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行实行灵活适度的稳健货币政策，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快、资管新规过渡期结束以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续强化，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，宏观政策也将适当靠前发力为“稳”提供支持，我国经济增速有望保持在合理区间：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速将企稳回升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；我国的防疫与产业链优势有望保持，且 RCEP 已正式生效，出口的韧性仍较强，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速从高位有所回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## （2）行业因素

### A. 房地产行业

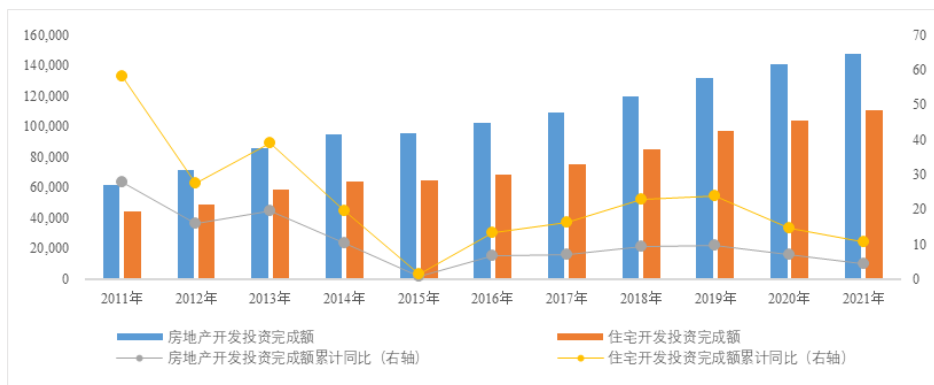
2021 年我国房地产开发投资保持正增长，但投资增速有所放缓；在行业积极去化背景下全年销售规模略有增长，但销售热度呈逐步降温趋势。土地市场方面，供需双缩，流拍率上升，土地溢价率收缩。2021 年国家坚定执行“房住不炒”，全方位调控机制下行业融资增量受限，而销售回款压力大、在建项目投入力度不减、债务集中到期等使得房企普遍面临流动性趋紧的挑战，并加速了个别大型民营房企流动性风险的暴露。12 月以来政策出现边际放松，行业融资环境及销售回款周期较前期将有所改善。

#### a) 行业概况

房地产业长期作为我国经济的主要支柱性产业之一。2011-2021 年我国房地产开发投资完成额从 6.18 万亿元升至 14.76 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 4.43 万亿元升至 11.12 万亿元，占比保持在 70% 上下且近年呈上升趋势。

近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为 9.9%、7.0%和 4.4%，放缓态势明显。从各地区<sup>3</sup>开发投资增长情况看，2021 年东部地区增长 4.2%，中部地区增长 8.2%，西部地区增长 2.2%，东北地区增长-0.8%，除中部地区外，其他地区增速较上年均呈现一定放缓。

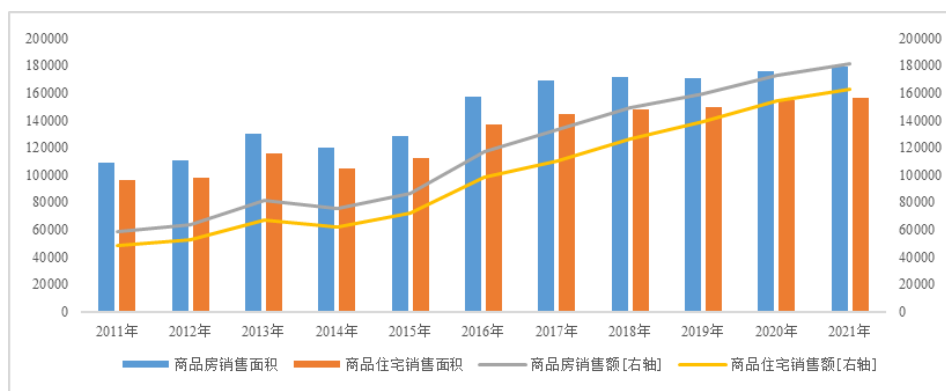
图表 3. 2011-2021 年我国房地产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

2018 年以来我国商品房年销售面积维持在 17 亿平方米以上，呈窄幅波动态势。2018-2020 年我国商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米和 17.61 亿平方米，增速分别为 1.3%、-0.1%和 2.6%。2019 年我国商品房销售面积为负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长，为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，其中住宅销售额增长 10.3%。2020 年在量价齐升下商品房销售额为 17.36 万亿元，同比增长 8.7%。进入 2021 年，前三季度商品房销售热度呈前高后低，并于 12 月翘尾（单月销售面积环比增长 41.17%，同比则下降 15.64%），全年实现商品房销售面积 17.94 亿平方米，实现销售额 18.19 万亿元。以月为单位，商品房销售面积累计同比呈持续下降趋势，至 2021 年末累计同比增速由 2 月的 104.9%降至 1.9%；住宅销售面积累计同比增速与上述走势高度趋同，即由 2 月的 108.4%降至 12 月的 1.1%。基于销售热度的下降，销售额累计同比增速由 2 月的 133.4%降至 12 月的 4.8%，持续收窄。

图表 4. 2011-2021 年我国商品房销售情况（单位：万平方米、亿元）

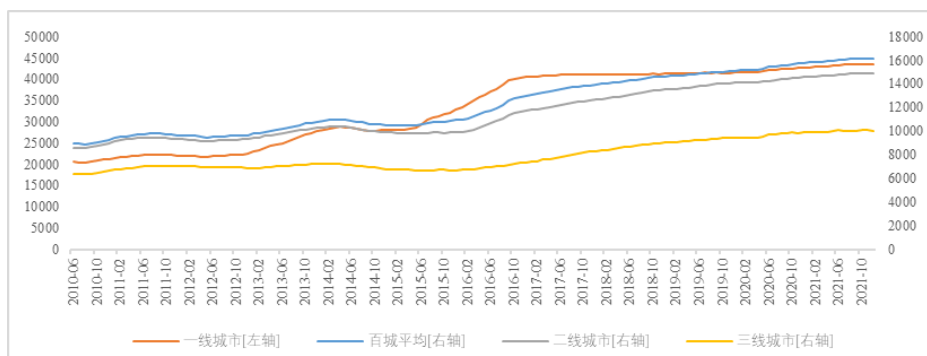


资料来源：国家统计局

<sup>3</sup> 各地区分区如下：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）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；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）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

销售额增速与销售面积增速之间的差额，体现了 2021 年总体销售价格尤其是住宅销售均价呈温和增长。根据 Wind 数据显示，2021 年百城<sup>4</sup>住宅价格指数同比增长 2.44%，与 2020 年 12 月相比，2021 年 12 月百城住宅均价上涨 385 元/平方米至 16,180 元/平方米；其中一线城市住宅均价上涨 838 元/平方米至 43,578 元/平方米，二线城市住宅均价上涨 335 元/平方米至 14,944 元/平方米，三线城市住宅均价上涨 180 元/平方米至 10,098 元/平方米，同比分别上涨 1.96%、2.29% 和 1.81%（上年涨幅分别为 2.59%、3.19% 和 4.64%）。

图表 5. 百城住宅均价走势（单位：元/平方米）



资料来源：Wind

土地市场方面，为缓解疫情对经济发展的负面影响，2020 年二季度起大部分城市加大了优质土地供应力度，全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年主要受土地新政实施及房企融资受限影响，全年供需两端收缩，土地交易量下行。根据 CREIS 中指数据显示，2021 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.81 亿平方米，同比减少 6.67%，其中住宅建设用地推出 5.44 亿平方米，同比下降 8.87%。全年 300 城各类用地成交 11.27 亿平方米，同比下降 12.79%，其中住宅建设用地成交 4.01 亿平方米，同比下降 22.31%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅建设推地 2,534.08 万平方米，同比增长 36.17%，成交 1,988.70 万平方米，同比增长 17.63%；二线城市住宅建设推地 21,400.11 万平方米，同比下降 7.07%，成交 15,930.03 万平方米，同比下降 23.18%；三四线城市住宅建设推地 30,495.10 万平方米，同比下降 12.47%，成交 22,192.92 万平方米，同比下降 24.01%。全年土地市场活跃度下行，流拍率上升，主要原因除了主要城市实行集中供地外，还与地产行业融资环境趋紧、房企普遍面临流动性压力及对房价预期的改变等因素有关，总体上房企拿地更为谨慎，土地市场流拍情况增多。受土拍交易规则的约束，2021 年土地成交均价有所增长但增幅收窄。

<sup>4</sup> 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 6. 2019-2021 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

| 指标                  | 2019 年   |        | 2020 年   |        | 2021 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）      | 13.97    | 1.06%  | 14.80    | 5.96%  | 13.81    | -6.67%  |
| 其中：住宅建设用地推出面积（亿平方米） | 5.75     | 6.22%  | 5.97     | 3.87%  | 5.44     | -8.87%  |
| 各类用地成交面积（亿平方米）      | 11.67    | 1.49%  | 12.93    | 10.78% | 11.27    | -12.79% |
| 其中：住宅建设用地成交面积（亿平方米） | 4.67     | 9.89%  | 5.16     | 10.49% | 4.01     | -22.31% |
| 各类用地成交出让金（万亿元）      | 5.22     | 20.40% | 6.14     | 17.84% | 5.72     | -6.97%  |
| 其中：住宅建设用地出让金（万亿元）   | 4.39     | 25.15% | 5.23     | 18.96% | 4.89     | -6.51%  |
| 各类用地成交楼面均价（元/平方米）   | 4,018.01 | 15.55% | 4,241.67 | 5.57%  | 4,897.54 | 15.46%  |
| 住宅建设用地成交楼面均价（元/平方米） | 4,120.50 | 14.22% | 4,456.51 | 8.15%  | 5,438.48 | 22.03%  |
| 各类用地成交溢价率           |          | 15.88% |          | 17.71% |          | 11.12%  |
| 住宅建设用地成交溢价率         |          | 14.13% |          | 15.31% |          | 11.02%  |

资料来源：CREIS 中指数据

注：住宅建设用地统计口径包括中指数据住宅用地与综合用地（含住宅）。

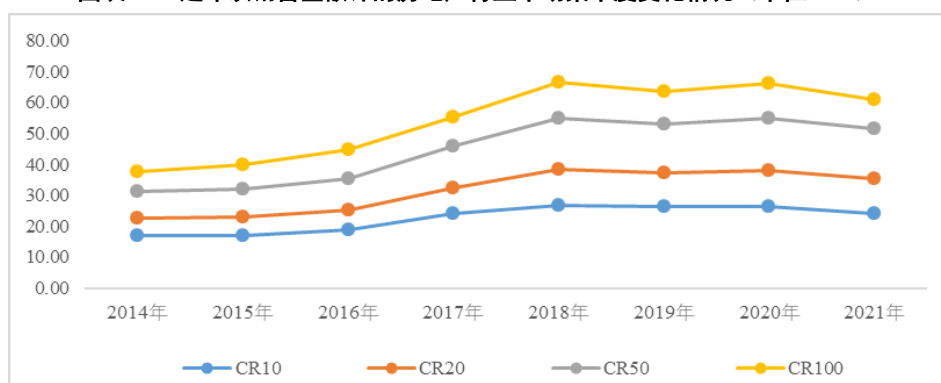
### b) 政策环境

2021 年以来我国房地产政策坚持“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调，国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业各参与主体，强调对资金流向的监管，并不断优化调控措施，保持房地产市场健康发展。在拿地环节，22 个重点城市实施集中供地政策，同时要求房企投销比不高于 40%，控制房企扩张速度，控制地价过热。在融资环节，央行执行房地产金融审慎管理制度，对金融机构提出贷款集中度限制，并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管，控制行业债务扩张速度。在销售环节，除已运行较为成熟的限购、限售手段外，还重申加强对预售资金的管理，同时贷款集中度限制还包括金融机构对个人住房贷款放款比例的限制。各地方政府亦针对各地市场特点围绕中央政府相关政策，通过行政、公积金、住房保障、市场监管及人口等政策层面调控市场，相关政策有收有放，目的是防止当地市场过热或过冷，稳定市场运行。如：年初北京、上海、武汉等多地政府发布“房地联动”机制，即在集中供地环节中，对相应地块未来的房屋销售指导价设置上限，以控制地价；深圳、成都、西安等推出“二手房指导价”以引导市场，等等。房地产行业长效调控机制的政策框架逐步落地实施。12 月以来在坚持不搞“大水漫灌”的前提下货币政策边际宽松，同时政策鼓励并购化债，部分地方政府出台购房利好政策，行业融资环境及销售回款周期较前期将有所改善。

### 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。2021 年以来由于行业内多家大中型民营房企出现流动性问题，行业集中度出现下滑。根据 Wind 数据，2021 年 CR10/CR20/CR50/CR100 比值由 2020 年的 26.49%/38.02%/55.04%/66.15% 下降至 24.20%/35.34%/51.55%/60.82%。随着部分大型民营房企的风险暴露，预计行业竞争格局将逐渐发生变化。地方性国有企业对房地产业的介入程度或加深，行业运行效率或将较明显弱化，资金成本控制能力的重要性将进一步凸显。

图表 7. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

#### d) 风险关注

**去化压力较大，行业投资或放缓。**房地产开发及居民购房环节债务依赖度高，融资政策对其经营影响大。一方面在房企融资环境变化及累积债务负担较重的背景下，企业加速回款动力进一步强化，住宅入市规模或将扩大，另一方面贷款集中度管理政策使得居民按揭贷款便利程度弱化，综合影响下住宅销售压力将加大。另外，我国将推进房地产税改革试点工作，目前政策实施细则尚未发布，市场观望气氛较浓。房地产税改革或将加大居民住宅持有成本，抑制投机性及投资性住宅购置需求，亦会在一定程度上影响住宅的去化。严紧的融资政策、销售回款承压等因素将显著影响房地产开发投资，尤其是土地购置意愿。2021 年在房企加快去库存与拿地力度下降的双重影响下房地产行业将进入低库存时期，2022 年投资规模与销售力度或将出现一定幅度下降，进而影响行业再投资。

**融资监管有所放松但幅度有限，行业仍面临一定的流动性风险释放压力。**房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力大、增量融资受限、在建项目投入不减、大额到期债务待偿的情境下，全行业流动性风险显著升高。为防范金融风险，年末金融调控政策有所放松，但在“房住不炒”的调控主基调下，政策放松幅度相对有限。在流动性承压的情形下，需重点关注开发企业的治理水平与项目品质，以及出售项目以实现自救的便捷程度。

**开发项目并购案例或将增加，财务稳健的房企将获益。**房地产行业与其他行业的显著区分在于，房地产业更注重个体项目，而非法人主体，当法人主体遭遇资金链断裂时，将更侧重于项目的整合与处置，对法人主体实施直接救助的必要性弱。转让开发项目或相关资产成为房企化解流动性紧张的一大途径，当前政策鼓励行业进行并购化债，预计 2022 年并购案例将有所增加。行业将进入调整期，财务稳健且拥有良好信用资质的房企可凭借充裕的现金流及较强的融资能力通过并购开发项目或资产获益。

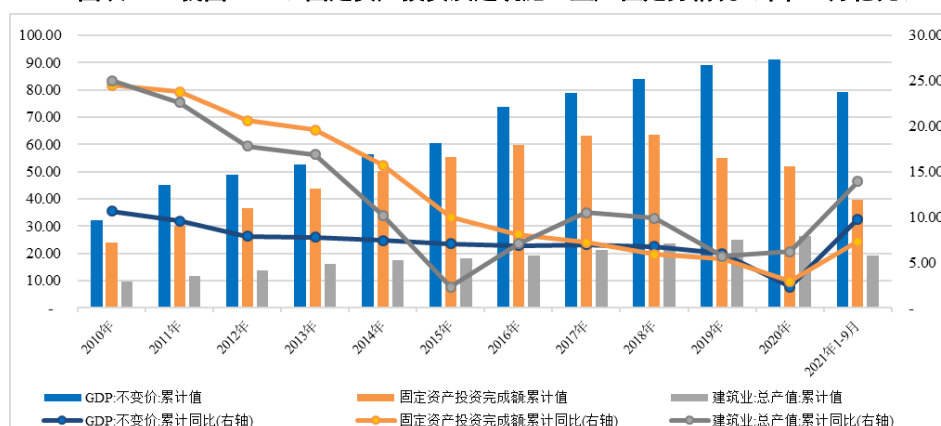
### B. 建筑施工行业

**2020 年受新冠疫情影响，我国宏观经济及固定资产投资增长承压。得益于疫情的快速有效控制，我国建筑行业运行趋于正常，当年全年施工产值增速为**

正，新签合同额同比增幅亦较大。2021 年前三季度建筑施工行业恢复情况整体良好，房企加速去化带动建筑工程投资快速增长，但在房地产政策调控背景下，从长远看房建市场增量或将受限。基础设施建设作为宏观逆周期调节的重要工具，未来投资前景仍看好，建筑施工行业短期内仍存在一定的发展机遇，房建投资对建筑工程的拉动作用或将减弱。

我国建筑施工行业发展与宏观经济变化，尤其是固定资产投资情况密切相关。近年来，随着我国经济发展进入新常态，GDP 增长趋缓，叠加去杠杆及限制地方融资背景下，固定资产投资维持增长但增速持续下滑。2020 年，全国实现国内生产总值 91.12 万亿元（按不变价口径，下同），固定资产投资累计完成 51.89 万亿元（按可比口径计算，下同），分别同比增长 2.3% 和 2.9%，主要受新冠疫情影响增速明显下滑，增幅同比分别下降 3.8 个百分点和 2.5 个百分点。2021 年前三季度，我国经济恢复情况良好，受上年同期比较基数较低影响，GDP 和固定资产投资完成额同比分别增长 9.8% 和 7.3% 至 79.19 万亿元和 39.78 万亿元。

图表 8. 我国 GDP、固定资产投资及建筑业产值走势情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind

2018-2020 年，我国建筑行业总产值分别为 23.51 万亿元、24.84 万亿元和 26.39 万亿元，新签合同额分别为 27.29 万亿元、28.92 万亿元和 32.52 万亿元。2018 年，国内外经济形势严峻、复杂，在房地产行业维持高压调控政策、金融监管趋严、信用政策收紧等因素综合作用下，房建和基础设施建设等固定投资意愿降低，建筑行业景气度受到影响，当年建筑业总产值增速同比下降 0.62 个百分点至 9.88%，新签合同额增速同比下降 12.51 个百分点至 7.16%。2019 年下半年开始，相关部门通过加速专项债发行、审批并允许专项债用作符合条件的重大项目资本金、降低基建重点领域项目最低资本金比例等举措推动已批复项目的投资落地，但当年全年产值增速仍进一步降至 4.19%，新签合同金额增速继续走弱至 6.00%，同比分别下降 4.19 个百分点和 1.14 个百分点。2020 年初，我国爆发新冠肺炎疫情，为防止疫情更快更大范围地扩散，国家出台延长春节假期、社区封闭管理、居家隔离等措施，同时各省级住建厅发布指导性的延后复工通知；随着国内疫情防控成效的显现，各地于 2、3 月起积极推行复工复产，建筑施工行业运行趋于正常。2020 年建筑行业完成总产值 26.39 万

亿元，同比增长 6.2%，增速较上年微升 0.52 个百分点，系自 2018 年以来连续两年下降后的首次回升；当年新签合同金额同比增长 12.43%，较上年上升 6.43 个百分点。2021 年前三季度建筑行业实现总产值 19.13 万亿元，同比增长 13.90%；当期新签合同金额为 21.94 万亿元，同比增长 7.80%。

房屋建筑市场方面，近年来我国坚持“房住不炒”和“因城施政”的主基调，近三年商品房销售面积小幅波动，销售额保持增长。2020 年我国商品房销售面积为 17.61 亿平方米，同比增长 2.6%，商品房销售额为 17.36 万亿元，同比增长 8.7%。2020 年我国房地产开发投资完成额为 14.14 万亿元，同比增长 7.0%，增速回落 2.9 个百分点。从房建工程投资来看，受前期销售导致的交房压力增加，2019-2020 年施工投入增速持续为正，其中 2020 年房屋建筑工程投资完成额为 8.19 万亿元，同比增长 8.8%，增速同比回落 3.0 个百分点。2020 年，我国房屋新开工面积和竣工面积分别为 22.44 亿平方米和 9.12 亿平方米，主要受新冠疫情因素影响，同比分别减少 1.2% 和 4.9%；期末房屋施工面积为 92.68 亿平方米，增长 3.7%。2020 年土地购置面积为 2.55 亿平方米，同比减少 1.2%；购置金额为 4.44 万亿元，同比增长 6.6%。2021 年前三季度，房地产开发企业拿地支出基本维持上年同期水平，企业重点加快存量项目建设及去化，强化周转，建设投资加速，带动开发投资额增长。当期我国房地产开发投资完成额为 11.26 万亿元，同比增长 8.8%，其中建筑工程投资额为 6.64 万亿元，同比增长 13.9%。

2018 年政府工作报告中强调启动新的三年棚改攻坚计划，2018-2020 年三年开工 1,500 万套棚改攻坚计划。2018 年棚改计划开工 580 万套任务，全年实际完成改造开工 626 套，完成投资 1.74 万亿元；2019 年棚改计划开工 289 万套，全年完成改造开工 316 万套，完成投资约 1.20 万亿元；2020 年棚户区改造开工 209 万套，基本建成 203 万套。棚户区改造是住房保障政策的实施重点，以前年度对房建市场有较大的拉动作用，但随着棚户区改造的逐步推进，棚户区改造需求有所下降。在融资环境趋紧、房地产调控政策深化的大环境背景下，从长远来看房屋建筑市场将面临增长乏力的问题。

目前看，国内疫情虽得到有效控制，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控措施仍将持续。受此影响，建筑企业的防疫成本管控难度仍较大。长期来看，为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，未来基建投资前景仍看好，房建投资对建筑工程的拉动作用或将减弱。

### **(3) 区域市场因素**

2021 年 9 月以来厦门地区房地产市场调控政策有所强化。土地市场方面，厦门自 2021 年起实行集中供地，前两批次市场热度较高，供地全部成交，第三批成交相对冷淡。房地产成交及价格方面，承接上年行情，2021 年以来厦门商品住宅成交量大幅增长，住宅价格延续上涨走势。

政策方面，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》，随后在高压政策调控之下，厦门房地产市场进入深度调整周期；2019 年厦门市房地产市场调控基调持稳，未追加重大调控政策，亦未出台放松政策。2019 年政策微调主要涉及公积金贷款流动性系数调降、二手房增值税附加税率调降和翔安区出台人才购房补贴政策等。2020 年厦门市楼市政策变动主要涉及新增技能落户门槛提高、本科毕业生留厦发放一次性补贴、放贷定价切换为参考 LPR 定价以及二手房公积金贷款申请材料精简化等。2021 年 9 月以来厦门出台相关政策强化房地产市场调控，核心在于强化房地价联动、住房价格管理、限购限售管理、房地产金融管理和交易市场秩序管理。

土地市场方面，根据 Wind 数据显示，2018-2020 年厦门市新增供应住宅类土地规划建筑面积分别为 144.56 万平方米、166.58 万平方米和 325.18 万平方米，成交面积分别为 144.56 万平方米、164.84 万平方米和 304.30 万平方米，成交价款总额分别为 345.39 亿元、450.75 亿元和 594.34 亿元，2020 年厦门市住宅类用地供应同比大幅增加，开发商拿地热情高涨。同期，厦门市成交地块楼面均价分别为 2.39 万元/平方米、2.73 万元/平方米和 1.95 万元/平方米，其中 2019 年增幅较大主要系岛内思明区和湖里区土地供应成交占比加大，土地价格明显高于岛外 4 区，2020 年岛外供地占比上升，土地均价有所回落。2021 年，厦门市成为全国 22 个实行集中供地试点城市之一，根据厦门市人民政府供应计划，当年计划供应各类住宅用地合计 195 万平方米。第一及第二批住宅用地分别于当年 4 月和 5 月挂牌供应，第三批用地原计划于 9 月推出，但受突发新冠疫情影响，供应时间推迟至 11 月。第一及第二批分别供应各类住宅用地 5 宗和 11 宗，各批次合计供应土地面积分别为 19.25 万平方米和 53.83 万平方米，对应建筑面积分别为 54.27 万平方米和 145.31 万平方米；第三批供应地块 14 宗，土地面积合计 51.91 万平方米，建筑面积合计 143.82 万平方米，推出土地后共有 6 宗土地撤牌，土地面积合计 13.67 万平方米，建筑面积合计 39.11 万平方米，因此实际第三批供地实际供应土地宗地面积为 38.24 万平方米，建筑面积合计 104.71 万平方米。成交方面，第一批及第二批供应的各类住宅用地全部成交，成交价款分别为 190.05 亿元和 344.05 亿元；第三批供应的土地流拍 1 宗，成交 7 宗，成交价款合计 259.75 亿元。2021 年供应住宅类用地楼面均价为 2.66 万元/平方米。

房地产开发投资方面，根据 Wind 数据显示，2018-2020 年厦门市房地产开发投资完成额分别为 884.58 亿元、899.53 亿元和 1,055.76 亿元，房地产新开工面积分别为 414.56 万平方米、505.22 万平方米和 405.68 万平方米，2020 年受新冠疫情影响新开工规模有所缩减，当年房地产开发投资增长主要系土地购置投入增加带动。市场供应和成交方面，同期商品住宅批准预售面积分别为 129.24 万平方米、252.24 万平方米和 259.86 万平方米，2019 年商品住宅入市规模同比显著扩大，2020 年入市规模大体维持；新建商品房成交面积分别为 70.02 万平方米、151.85 万平方米和 253.83 万平方米，供销率<sup>5</sup>分别为 54.18%、

<sup>5</sup> 供销率=成交面积/批准预售面积\*100%

60.20%和 97.68%，2018 年受政策调控影响，成交低迷，供销率明显下降，2019 年销售量虽大幅增加，但因供应量增幅大，供销率仍处于较低水平，2020 年厦门住宅供销率同比明显提升，但仍未进入去库存阶段。价格方面，2019 年虽然岛外低单价高层住宅项目销售占比较高，但受岛内部分高端项目入市影响，全市住宅成交均价仍小幅增长，当年月度新建商品住宅价格指数（定基数）均值为 154.84 点，同比提升 2.78 点；2020 年岛内 2 区销售面积占比提升，全市住宅价格涨幅同比有所扩大，当年月度新建商品住宅价格指数（定基数）均值为 160.11 点，同比提升 5.27 点。2021 年前三季度，厦门市房地产开发投资完成额为 822.68 亿元，同比增长 5.71%；当期住宅批准预售面积为 182.07 万平方米，同比减少 10.18%，住宅成交面积为 310.33 万平方米，同比增长 99.21%，交易热度较高；2021 年以来厦门市商品住宅价格延续上涨走势。

图表 9. 厦门市新建商品住宅价格指数（定基数）（单位：点）



资料来源：Wind

注：左图以 2015 年为 100 点，右图以 2020 年为 100 点。

## 2. 业务运营

该公司核心主业为房地产开发和建筑施工业务，同时涉足物业经营、物业管理和代建管理等业务。2021 年前三季度公司房地产项目签约销售情况良好，合同销售规模同比大幅增加。公司房地产项目土地成本优势较明显，盈利空间较大。2020 年受新冠疫情影响，公司新签外部建筑施工合同金额锐减，2021 年前三季度呈恢复性增长；公司建筑施工业务盈利空间小，且 2020 年以来垫资压力有所加大。受交付周期影响，2020 年公司房地产业务结转规模不大，在期间费用、税费及减值计提的侵蚀下，公司经营收益为负，当年主要在减持股票产生的收益补充下实现盈利；2021 年前三季度公司房地产结转规模大幅增加，带动当期利润大幅增长。

该公司核心主业为房地产开发和建筑施工业务。公司是厦门市国有房地产骨干企业，在厦门开发建设了一大批具有重大影响力的大型住宅项目；公司在深耕厦门市场的同时，已将业务区域拓展至漳州和泉州等地。公司旗下建筑施

工业业务运营实体以往主要服务于公司自身房地产业务，近年来主要得益于施工资质的提升，外部建筑施工项目承接力度有所加大。除上述业务外，公司还涉及物业经营、物业管理和代建管理业务，前二者系房地产开发业务的下游延伸，代建管理业务承接项目以政府项目为主，具有一定的社会公益性。

**图表 10. 公司核心主业基本情况**

| 主营业务/产品或服务 | 市场覆盖范围             | 业务的核心驱动因素  |
|------------|--------------------|------------|
| 房地产开发      | 厦门、漳州和泉州等地         | 规模/资本/市场地位 |
| 建筑施工       | 厦门为主，同时涉及福建省部分其他城市 | 资质/品牌      |

资料来源：厦门特房集团

### (1) 主业运营状况/竞争地位

**图表 11. 公司核心业务收入及变化情况**

| 主导产品或服务            | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前三季度 |
|--------------------|--------|--------|--------|------------|
| 营业收入合计             | 40.26  | 61.27  | 90.67  | 65.06      |
| 其中：(1) 房地产开发业务（亿元） | 20.33  | 18.55  | 29.64  | 41.93      |
| 在营业收入中所占比重（%）      | 50.50  | 30.27  | 32.69  | 64.44      |
| (2) 建筑施工业务（亿元）     | 16.52  | 39.09  | 56.49  | 19.11      |
| 在营业收入中所占比重（%）      | 41.03  | 63.79  | 62.31  | 29.38      |
| (3) 租赁及酒店业务（亿元）    | 1.38   | 1.70   | 2.12   | 2.48       |
| 在营业收入中所占比重（%）      | 3.42   | 2.77   | 2.34   | 3.81       |
| (4) 物业管理业务（亿元）     | 1.01   | 1.18   | 1.39   | 0.85       |
| 在营业收入中所占比重（%）      | 2.52   | 1.92   | 1.54   | 1.31       |
| (5) 代建管理业务（亿元）     | 0.25   | 0.23   | 0.46   | 0.28       |
| 在营业收入中所占比重（%）      | 0.62   | 0.37   | 0.50   | 0.43       |
| 毛利率（%）             | 35.94  | 19.91  | 19.00  | 33.45      |
| 其中：(1) 房地产开发业务（%）  | 63.10  | 50.58  | 41.09  | 46.02      |
| (2) 建筑施工业务（%）      | 5.73   | 4.33   | 5.87   | 3.64       |
| (3) 租赁及酒店业务（%）     | 51.86  | 58.33  | 53.71  | 68.91      |
| (4) 物业管理业务（%）      | 10.05  | 10.12  | 16.95  | 1.42       |
| (5) 代建管理业务（%）      | -7.53  | -6.13  | 30.33  | 18.88      |

资料来源：厦门特房集团

2018-2020 年，该公司营业收入分别为 40.26 亿元、61.27 亿元和 90.67 亿元。受交付周期影响，近三年房地产业务结转收入规模波动较大，营业收入增长主要来自建筑施工业务。公司 2017 年取得建筑施工总承包特级资质，2018 年以来在承接集团内部房地产项目基础上，积极拓展承接外部项目，施工业务收入大幅增加，2019-2020 年该业务收入占营业收入的比重均超过 60%，房地产开发业务收入比重降至 30% 左右。公司物业租赁、酒店经营、代建管理、物业管理等业务收入规模则相对较小。2018-2020 年，公司综合毛利率分别为 35.94%、19.91% 和 19.00%，2019 年以来大幅下降，主要因利润空间较小的建筑施工业务收入占比显著上升所致。

2021 年前三季度，主要因房地产业务结转收入大幅增加带动，该公司营业收入同比增长 60.06% 至 65.06 亿元；主要因高毛利率的房地产业务收入占比上

升，公司综合毛利率同比提升 17.52 个百分点至 33.45%。

#### A. 房地产开发业务

该公司房地产开发业务经营主体主要包括本部、厦门特房滨海房地产有限公司、厦门特房嘉湾房地产有限公司、厦门特房嘉美房地产有限公司、漳州特房开发有限公司（简称“漳州特房”）等。公司深耕厦门市场多年，早期已进入漳州，后续陆续拓展进入天津和泉州等地，公司在厦门和漳州区域市场具有较高的知名度。公司于天津开发的“鼓浪·水镇”项目体量较大，因规划调整等原因，项目建设滞缓，投资回收期较长。2019 年，公司转让了项目公司天津市中澳成功实业有限公司（简称“中澳实业”）部分股权，后者不再纳入公司合并范围。本次股权转让产生了较大金额转让收益，同时也在较大程度上缓解了公司后续开发建设过程中的投资压力。

图表 12. 公司房地产开发运营情况表

| 项目             | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前三季度 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 开发投资金额（万平方米）   | 31.18  | 66.33  | 49.12  | 38.74      |
| 新开工面积（万平方米）    | 61.38  | 84.39  | 62.57  | 22.96      |
| 竣工面积（万平方米）     | 30.96  | 10.71  | 33.98  | -          |
| 合同销售面积（万平方米）   | 20.12  | 35.17  | 28.30  | 35.36      |
| 合同销售金额（亿元）     | 33.28  | 72.38  | 60.28  | 70.39      |
| 合同销售均价（万元/平方米） | 1.65   | 2.06   | 2.13   | 1.99       |

资料来源：厦门特房集团

2018-2020 年，该公司房地产新开工面积分别为 61.38 万平方米、84.39 万平方米和 62.57 万平方米，房地产项目开发投资金额分别为 31.18 亿元、66.33 亿元和 49.12 亿元，2020 年新开工面积及开发投资金额均同比有所回落。同期，公司合同销售面积分别为 20.12 万平方米、35.17 万平方米和 28.30 万平方米，合同销售金额分别为 33.28 亿元、72.38 亿元和 60.28 亿元，其中 2019 年增量较大，主要系因莱昂公馆和樾琴湾推盘销售；2020 年销售主力较上年变化不大，当年新推芙蓉书院项目，全年保持较大规模合同销售规模。2021 年前三季度，公司新开工面积相对较小，当期完成开发投资金额 38.74 亿元，同比减少 5.81%；因达到预售条件的存量项目推盘量增加，当期合同销售面积同比增长 61.83%至 35.36 万平方米，合同销售金额同比增长 45.04%至 70.39 亿元。

图表 13. 公司主要房地产项目近三年一期合同销售情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目名称      | 区位         | 2018 年 |       | 2019 年 |       | 2020 年 |       | 2021 年前三季度 |       |
|-----------|------------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|------------|-------|
|           |            | 面积     | 金额    | 面积     | 金额    | 面积     | 金额    | 面积         | 金额    |
| 银溪墅府      | 厦门市同安区     | 2.69   | 6.53  | 5.06   | 13.37 | 3.68   | 4.94  | 1.82       | 2.11  |
| 锦绣碧湖      | 漳州市龙文区     | 10.47  | 17.31 | 11.99  | 19.72 | 11.95  | 20.74 | 13.87      | 23.07 |
| 鼓浪水镇      | 天津市滨海新区    | 3.94   | 4.17  | 2.78   | 2.98  | -      | -     | -          | -     |
| 缘美公寓、翔美公寓 | 厦门市湖里区、翔安区 | 0.45   | 1.93  | 0.25   | 0.82  | 0.03   | 0.06  | -          | -     |
| 锦绣香里      | 泉州市安溪县     | 1.57   | 1.25  | 0.30   | 0.25  | 0.12   | 0.11  | 1.90       | 1.13  |
| 莱昂公馆      | 厦门市翔安区     | -      | -     | 6.79   | 16.03 | 3.92   | 7.94  | 6.24       | 16.39 |
| 樾琴湾       | 厦门市同安区     | -      | -     | 5.38   | 15.13 | 7.09   | 21.35 | 4.40       | 6.47  |
| 芙蓉书院      | 厦门市翔安区     | -      | -     | -      | -     | 1.12   | 3.59  | 2.60       | 8.04  |

| 项目名称 | 区位     | 2018 年 |       | 2019 年 |       | 2020 年 |       | 2021 年<br>前三季度 |       |
|------|--------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|----------------|-------|
|      |        | 面积     | 金额    | 面积     | 金额    | 面积     | 金额    | 面积             | 金额    |
| 樾熙湾  | 厦门市同安区 | -      | -     | -      | -     | -      | -     | 3.99           | 12.62 |
| 其他   | -      | 1.00   | 2.09  | 2.62   | 4.09  | 0.40   | 1.57  | 0.53           | 0.55  |
| 合计   | -      | 20.12  | 33.28 | 35.17  | 72.38 | 28.30  | 60.28 | 35.36          | 70.39 |

资料来源：厦门特房集团

注：1）因股权转让，中澳实业自 2019 年 9 月起不再纳入公司合并范围，故上表 2019 年鼓浪水镇销售数据仅统计至当年 8 月；2）上表存在加总尾差。

中澳实业转让后，该公司主要房地产项目（如图表 13 所示）集中于厦门、漳州和泉州市；除波特曼酒店和新经济产业园项目部分楼宇拟自持外，其余大多数项目拟出售，业态以住宅为主，配套少量商业。上述主要项目计划总投资合计 532.97 亿元，截至 2021 年 9 月末已累计投资 395.79 亿元，后续按规划尚待投资 137.18 亿元。截至同期末，上述项目规划可售面积合计 568.66 万平方米，其中已取得销售许可面积合计 399.29 万平方米，已签约销售面积为 348.15 万平方米，待售面积合计 51.15 万平方米，按照对应项目销售均价计算，待售部分货值为 99.13 亿元。具体项目看，多数项目去化率<sup>6</sup>较高，仅剩尾盘待售；莱昂公馆于 2019 年首次开盘，最近一期于 2021 年 3 月加推房源，芙蓉书院于 2020 年 5 月首次开盘，2021 年 3 月加推，截至 2021 年 9 月末上述两项目去化率分别为 31.69% 和 69.55%，去化率较低主要因一次性办理项目各楼盘预售证，但鉴于项目楼盘较多、户型差异较大，公司采取“少量”、“多次”的推介策略所致，若按照开盘面积计算，去化率则分别为 75.76% 和 80.75%，销售情况尚可；樾熙湾项目于 2021 年 7 月首次开盘，8 月加推，因推盘时间较短，截至 2021 年 9 月末去化率仅为 48.90%；另外，位于泉州市的锦绣香里首期于 2018 年 9 月开盘，2021 年 3 月加推，该项目整体去化速度相对较慢，截至 2021 年 9 月末去化率为 51.38%。位于漳州市的锦绣碧湖项目开发体量大，项目涉及 A、B、C、D 四个地块，项目占地面积合计约 63 万平方米，总建筑面积为 182.53 万平方米，计划投资总额为 145.18 亿元，采用滚动开发模式，截至 2021 年 9 月末已累计投资 72.54 亿元，2021 年 10-12 月、2022 年和 2023 年计划投资 13.47 亿元、16.05 亿元和 10.89 亿元；该项目涉及住宅、商业及办公业态，其中住宅的产品定位主要系改善型住房，项目首期于 2016 年 6 月开盘，最近一期于 2020 年 9 月推盘，截至 2021 年 9 月末去化率为 76.89%，2021 年第四季度计划加推 C 地块二期住宅。

图表 14. 公司主要房地产项目投资及销售情况（单位：亿元、万平方米）

| 项目名称 | 区位     | 业态    | 建设周期      | 计划投资额 | 已累计投资额 | 规划可售建筑面积 | 已取得预售证面积 | 已签约销售面积 | 销售均价（万元/平方米） | 累计签约销售金额 | 累计回笼资金金额 |
|------|--------|-------|-----------|-------|--------|----------|----------|---------|--------------|----------|----------|
| 锦绣祥安 | 厦门市翔安区 | 住宅、商业 | 2007-2015 | 15.10 | 15.10  | 36.74    | 34.02    | 31.91   | 0.65         | 20.88    | 20.88    |
| 美地雅登 | 厦门市翔安区 | 住宅、商业 | 2007-2015 | 19.02 | 18.84  | 49.59    | 49.13    | 48.72   | 0.70         | 34.24    | 34.24    |
| 黎安小镇 | 厦门市翔安区 | 住宅、商业 | 2010-2017 | 25.40 | 25.40  | 36.77    | 35.63    | 32.98   | 1.14         | 37.71    | 37.71    |

<sup>6</sup> 未经特别说明则为取证去化率，即累计签约销售面积/取得预售证面积。

| 项目名称                      | 区位     | 业态    | 建设周期      | 计划投资额  | 已累计投资额 | 规划可售建筑面积 | 已取得预售证面积 | 已签约销售面积 | 销售均价(万元/平方米) | 累计签约销售金额 | 累计回笼资金金额 |
|---------------------------|--------|-------|-----------|--------|--------|----------|----------|---------|--------------|----------|----------|
| 银溪春墅                      | 厦门市同安区 | 住宅、商业 | 2007-2016 | 8.15   | 7.98   | 15.71    | 14.51    | 14.49   | 0.77         | 11.11    | 11.11    |
| 山水杰座                      | 厦门市湖里区 | 住宅、商业 | 2011-2015 | 9.94   | 9.94   | 9.22     | 8.50     | 8.34    | 2.31         | 19.28    | 19.28    |
| 山水尚座                      | 厦门市湖里区 | 住宅、商业 | 2010-2013 | 7.76   | 7.76   | 9.26     | 9.26     | 9.25    | 1.54         | 14.26    | 14.26    |
| 银溪墅府                      | 厦门市同安区 | 住宅、商业 | 2013-2021 | 44.65  | 44.65  | 49.08    | 48.83    | 45.78   | 1.68         | 76.99    | 76.83    |
| 樾琴湾项目                     | 厦门市同安区 | 住宅、商业 | 2016-2024 | 28.63  | 24.49  | 38.55    | 17.02    | 16.78   | 2.38         | 39.98    | 39.72    |
| 樾熙湾项目                     | 厦门市同安区 | 住宅、商业 | 2020-2023 | 16.50  | 13.21  | 9.00     | 8.16     | 3.99    | 3.16         | 12.62    | 4.27     |
| 芙蓉书院                      | 厦门市翔安区 | 住宅、商业 | 2019-2022 | 28.52  | 22.78  | 11.74    | 11.74    | 3.72    | 3.13         | 11.63    | 7.41     |
| 莱昂公馆                      | 厦门市翔安区 | 住宅、商业 | 2016-2024 | 37.91  | 28.81  | 35.71    | 24.24    | 16.86   | 2.38         | 40.15    | 31.91    |
| 温莎公馆                      | 厦门市湖里区 | 住宅、商业 | 2011-2016 | 15.56  | 15.56  | 9.94     | 9.91     | 9.85    | 2.57         | 25.31    | 25.31    |
| 翔美公寓                      | 厦门市翔安区 | 住宅、商业 | 2015-2017 | 7.61   | 7.61   | 10.34    | 0.29     | 0.29    | 2.07         | 0.60     | 0.60     |
| 缘美公寓                      | 厦门市湖里区 | 住宅、商业 | 2015-2018 | 9.05   | 8.93   | 6.93     | 0.47     | 0.47    | 4.90         | 2.35     | 2.35     |
| 锦绣香里                      | 泉州     | 住宅、商业 | 2018-2021 | 12.50  | 10.40  | 19.60    | 7.96     | 4.09    | 0.72         | 2.94     | 2.55     |
| 锦绣一方                      | 漳州     | 住宅、商业 | 2004-2016 | 16.14  | 16.14  | 44.29    | 44.29    | 43.99   | 0.50         | 22.01    | 22.01    |
| 锦绣碧湖                      | 漳州     | 住宅、商业 | 2015-2025 | 145.18 | 72.54  | 166.92   | 75.33    | 56.63   | 1.57         | 89.06    | 75.33    |
| 嘉美 2021TP01 项目            | 厦门市同安区 | 住宅、商业 | 2021-2024 | 8.67   | 5.82   | 4.19     | -        | -       | -            | -        | -        |
| 嘉美 2021TP02 项目            | 厦门市同安区 | 住宅、商业 | 2021-2024 | 11.34  | 7.67   | 5.08     | -        | -       | -            | -        | -        |
| 波特曼酒店 (2012TP01、2012TP02) | 厦门市同安区 | 酒店    | 2014-2021 | 25.50  | 22.28  | -        | -        | -       | -            | -        | -        |
| 新经济产业园                    | 厦门市同安区 | 综合    | 2020-2024 | 39.84  | 9.88   | -        | -        | -       | -            | -        | -        |
| 合计                        | -      | -     | -         | 532.97 | 395.79 | 568.66   | 399.29   | 348.14  | -            | 461.12   | 425.77   |

资料来源：厦门特房集团（截至 2021 年 9 月末）

注：波特曼酒店拟自持；新经济产业园项目计划部分自持，目前具体销售规划暂未确定。

2018-2020 年，该公司分别结转房地产业务收入 20.33 亿元、18.55 亿元和 29.64 亿元，受房屋交付周期影响，波动较大；同期房地产业务毛利率分别为 63.10%、50.58%和 41.09%，虽因结转项目及区域构成变化而有所下降，但整体上得益于项目土地成本优势，项目盈利空间仍较大。2021 年前三季度，公司房地产业务结转收入 41.93 亿元，同比增加 34.00 亿元，毛利率为 46.02%。

近年来该公司拿地较为谨慎。2018 年 7 月公司通过招拍挂在厦门市翔安区独立竞得 1 幅商住用地，宗地面积 3.58 万平方米，土地出让金为 17.02 亿元，系芙蓉书院项目用地；另外，同年 9 月公司与厦门国贸控股建设开发有限公司（简称“厦门国贸”）、厦门地铁置业有限公司通过联合拍卖方式以 25.39 亿元在厦门市集美区竞得 1 幅商住用地，宗地面积 3.20 万平方米，其中公司支付土地款 5 亿元，该项目由厦门国贸操盘，未纳入公司合并范围。2019 年公司竞得厦门市同安区商住用地 1 幅，宗地面积 2.16 万平方米，土地出让金为 10.44

亿元，该地块系樾熙湾项目用地。2020 年 2 月，公司竞得厦门市同安区 1 幅地块，地块性质为软件及研发用地、酒店、租赁公寓、商业用地，该地块为新经济产业园项目用地，宗地面积为 17.05 万平方米，土地出让金为 4.54 亿元。2021 年 6 月，公司摘得嘉美 2021TP01 项目和嘉美 2021TP02 项目用地共 2 宗，宗地面积合计 2.19 万平方米，土地出让金合计 13.10 亿元，截至 2021 年 9 月末款项已全额缴付。除分期开发项目后期开发用地外，公司目前无其他土地储备。

## B. 建筑施工

该公司建筑施工业务主要由厦门特房建设工程集团有限公司（简称“特房建工”）负责经营。特房建工成立于 1951 年，前身为福建省四建建筑工程有限公司。2017 年特房建工取得房屋建筑施工总承包特级资质，另具有多项专业承包资质。特房建工陆续完成了厦门市政务服务中心、厦门产业技术研究院创新大厦、厦门市工人文化宫等大型公用、民用建筑施工项目，积累了丰富的施工经验。

该公司绝大部分房地产项目由特房建工承建。2018-2020 年及 2021 年前三季度，公司内部房地产项目施工产值分别为 22.46 亿元、15.96 亿元、20.10 亿元和 10.96 亿元。内部项目施工合同主要根据集团内部产品中心测算后定价。公司房地产和建筑施工业务可发挥协同优势，一方面有助于控制自身房地产项目的工程质量和开发进度；另一方面可凭借内部项目承接满足建筑施工业务资质晋升标准，同时建立良好的市场口碑，助力外部业务的承接。

2017 年晋升特级资质后，特房建工加大了外部项目拓展力度，施工业务范围由厦门市内逐步拓展至福建省其他城市（包括福州市、泉州市和南平等地）。2018-2019 年特房建工外部项目中标数量和金额较以往明显增加，新签合同金额分别为 48.79 亿元和 54.90 亿元，同比分别增长 154.11% 和 12.52%。2020 年主要受前期新冠疫情影响，当年新签外部项目合同金额同比锐减 52.64% 至 26.00 亿元；2021 年前三季度，新签外部项目有所增加，合同金额为 28.59 亿元。为控制回款风险，公司在投标前对客户和项目进行甄选，有针对性的选择国有企业及政府类投资项目（如保障房、安置房、医院和学校等）。公司国资背景为其承接政府类项目提供了一定便利，2018-2020 年及 2021 年前三季度新签政府类项目合同金额分别为 38.08 亿元、34.93 亿元、8.83 亿元和 7.35 亿元。截至 2021 年 9 月末，公司在手未完工外部项目合同金额为 92.66 亿元。

2018-2020 年该公司建筑施工收入分别为 16.52 亿元、39.09 亿元和 56.49 亿元，随着外部项目承接量的增加而逐年增加。由于市场竞争激烈，且公司建筑施工业务处于拓展阶段，为保证项目中标，公司承接的项目利润空间较小，2018-2020 年业务毛利率分别为 5.73%、4.33% 和 5.87%。2021 年前三季度，该业务收入同比减少 35.27% 至 19.11 亿元，主要系因特房建工重点推进集团内部项目建设，外部项目收入有所减少；当期业务毛利率为 3.64%，同比下降 0.67 个百分点。

建筑施工款项结算及支付方面，该公司在项目启动时一般预收部分款项，施工期间按照工程进度收款，通常按月结算，竣工后基本可取得 70-90% 的工程款项，公司通常按合同金额的 3-5% 预留质保金，质保期通常为 3-5 年。由于公司承建项目业主方的履约易受其资金储备及融资环境趋紧等因素影响，建筑施工业务开展面临较大的垫资压力，需关注业务实际回款情况。

### C. 物业运营及管理

该公司保有部分开发物业自持经营。截至 2021 年 9 月末，租赁物业可租面积合计 58.93 万平方米，主要由子公司厦门市特房资产运营有限公司负责经营。

该公司租赁物业主要分布于厦门市，物业类型包括住宅区商业街、办公楼、厂房和车位等，公司主要租赁物业如图表 14 所示。除特房波特曼财富中心外，其他租赁物业体量相对较小。特房波特曼财富中心含 A 座、B 座、裙楼及地下车库，合计可租面积达 33.57 万平方米；其中 A 座及 B 座办公楼可租面积合计 15.45 万平方米，裙楼商业可租面积（含 B1 层裙楼商业及后勤服务用房）为 7.35 万平方米，地下车库可出租面积为 10.77 万平方米。

波特曼财富中心于 2017 年末入市，招租进度欠佳，截至 2021 年 9 月末出租率仅为 55.29%。公司于 2021 年 6 月与星盛商业管理股份有限公司（简称“星盛商业”）签署战略合作协议，将波特曼财富中心裙楼部分整租给星盛商业，由其进行商事运营，租期为 20 年，波特曼财富中心后续招租及运营提升情况有待进一步观察。因退租影响，官任大厦和惠元大厦 2019 年出租率有所下降，后者 2020 年以来部分可租单元完成招租，出租率回升，截至 2021 年 9 月末已恢复满租。锦绣一方商业受租赁到期租户未移交物业及疫情期间部分租户退租共同影响，2020 年出租率有所下降，截至 2021 年 9 月末出租率为 88.54%。截至 2021 年 9 月末公司其他主要租赁物业保持满租状态。2018-2020 年公司租金收入分别为 1.38 亿元、1.70 亿元和 1.51 亿元，其中 2020 年主要因新冠疫情爆发，公司根据相关政策要求，对租赁物业承租者实行租金减免措施，以致当期租金收入同比有所减少。2021 年前三季度公司实现租金收入 1.65 亿元，同比增长 29.63%。

图表 15. 公司主要租赁物业基本情况

| 物业名称        | 可租面积（万平方米） |         |         |             | 出租率（%）  |         |         |             |
|-------------|------------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|-------------|
|             | 2018 年末    | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 |
| 锦绣翔安一期集中商业  | 1.15       | 1.15    | 1.15    | 1.15        | 100.00  | 100.00  | 100.00  | 100.00      |
| 官任大厦        | 0.98       | 1.04    | 1.04    | 1.04        | 100.00  | 87.79   | 82.89   | 90.01       |
| 瑞景商业广场      | 3.69       | 3.69    | 3.69    | 3.69        | 100.00  | 100.00  | 100.00  | 100.00      |
| 波特曼财富中心     | 29.96      | 29.96   | 31.39   | 31.39       | 41.56   | 61.44   | 54.92   | 55.29       |
| 锦绣一方商业      | 3.30       | 3.30    | 3.21    | 3.30        | 100.00  | 100.00  | 86.02   | 88.54       |
| 黎安小镇 c 集中商业 | 1.34       | 1.34    | 1.34    | 1.34        | 100.00  | 100.00  | 100.00  | 100.00      |
| 康乐农贸市场      | 0.44       | 0.44    | 0.44    | 0.44        | 100.00  | 100.00  | 100.00  | 100.00      |
| 惠元大厦        | 0.49       | 0.49    | 0.49    | 0.49        | 96.70   | 61.27   | 98.00   | 100.00      |

| 物业名称      | 可租面积（万平方米） |         |         |             | 出租率（%）  |         |         |             |
|-----------|------------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|-------------|
|           | 2018 年末    | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 |
| 锦绣一方（幼儿园） | 0.41       | 0.41    | 0.41    | 0.41        | 100.00  | 100.00  | 100.00  | 100.00      |
| 锦绣碧湖（幼儿园） | -          | 0.91    | 0.91    | 0.91        | -       | 100.00  | 100.00  | 100.00      |

资料来源：厦门特房集团

除上述租赁物业外，该公司其他经营性物业还包括位于厦门市环东海域的厦门特房波特曼七星湾酒店（简称“波特曼酒店”）。波特曼酒店按照 5 星级标准建造，计划投资额为 25.50 亿元，占地面积 9.25 万平方米，总建筑面积 19.73 万平方米，拥有客房 756 间。该酒店于 2019 年 12 月试营业，但受新冠疫情影响，于 2020 年 1 月 30 日起暂停试营业，当年 4 月下旬恢复试营业。主要在新冠疫情冲击下，2020 年波特曼酒店客房平均入住率仅为 27.75%，当年实现收入 0.55 亿元。2021 年前三季度波特曼酒店实现收入 0.75 亿元，客房平均入住率提升至 31.68%。公司目前正着手调整经营策略，加大商务会议、拍卖和婚庆等业务拓展力度，波特曼酒店后续经营业绩提升情况有待进一步观察。

该公司还为其开发及部分代建物业提供物业管理服务，主要经营实体为厦门特房物业服务有限公司（简称“特房物业”）管理公司。特房物业成立于 2005 年，物业管理经验较为丰富。截至 2021 年 9 月末物业管理面积为 568.54 万平方米，服务项目覆盖写字楼、商业物业、大型园区、高层住宅、别墅等多种物业类型。近三年公司物业管理收入稳中有升，2018-2020 年分别为 1.01 亿元、1.18 亿元和 1.39 亿元；毛利率分别为 10.05%、10.12%和 16.95%。2021 年前三季度物业管理收入同比微减 2.50%至 0.85 亿元，毛利率为 1.42%，主要因人工成本上涨，毛利率大幅下降。

#### D. 代建管理

该公司代建管理业务经营主体系本部、厦门市房地产股份有限公司和厦门市特房海湾投资有限公司。

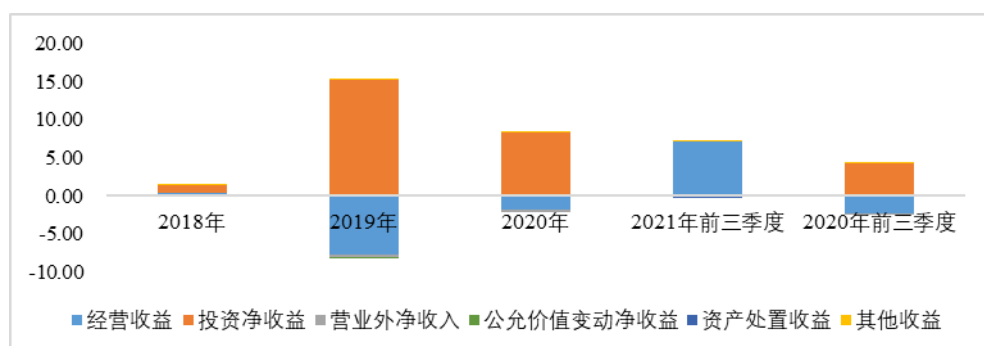
该公司承接的代建管理项目大多数由政府或相关机构直接下派，项目类型涵盖公共建筑、道路、景观、排洪等配套设施，集中在厦门市内和周边地区；另外，少量非政府项目通过市场公开、邀请招标等形式获取。业务开展方式方面，公司作为项目组织与管理方，不介入工程施工。公司参与项目的立项、可行性研究等前期工作，通过公开招标或代理招标确认施工单位、材料采购单位和监理单位，同时派驻现场管理人员对项目质量、进度和安全进行全程监控。项目建设完成后，由公司完成验收并交付业主单位。政府代建项目的建设资金全部来自财政拨款，公司按照财政付款进度向施工方支付工程款，基本无垫资压力；非政府项目，公司一般会建议业主方参照市财政拨付资金办法的基础上做适当调整，亦基本不存在垫资情况。

该公司以审定结算额为基数收取代建管理费，其中政府项目管理费一般收

取 1-3%<sup>7</sup>的代建管理费；非政府项目取费标准以承接业务时投标或谈判结果确定。2018-2020 年，公司分别确认代建管理收入 2,506.95 万元、2,294.02 万元和 4,550.94 万元。同期，该业务毛利率分别为-7.53%、-6.13%和 30.33%。其中，2018-2019 年因公司将代建项目的人工费用等从管理费用调整进入业务成本核算，公司代建项目以政府项目为主，具有较强的社会公益性，取费比率较低，而成本费用较高，故出现成本倒挂的情况；公司通过压缩项目周期，并根据代建项目所处建设阶段差异化投入人力进行成本控制，2020 年该业务毛利率明显提升。2021 年前三季度公司代建管理收入同比增加 662.45 万元至 2,808.01 万元，业务毛利率为 18.88%。

## (2) 盈利性

图表 16. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据厦门特房集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业总收入-营业总成本<sup>8</sup>

该公司营业毛利绝大部分由房地产业务贡献，2018-2020 年公司营业毛利分别为 14.47 亿元、12.20 亿元和 17.22 亿元，主要受房地产交付周期影响而产生一定的波动。公司期间费用（其中管理费用含研发费用）金额较大，同期分别为 10.23 亿元、11.89 亿元和 11.44 亿元，保持相对稳定；主要得益于收入增长，期间费用率有所下降，同期分别为 25.41%、19.40%和 12.61%。公司期间费用以管理费用和财务费用为主，销售费用相对较小；2018-2020 年管理费用分别为 3.65 亿元、4.50 亿元和 3.90 亿元，2020 年减少主要因员工工资、福利及社保费减少所致；财务费用分别为 4.89 亿元、5.68 亿元和 5.45 亿元，近三年利息支出金额持续增加，2020 年主要得益于利息收入增加，当年财务费用同比小幅缩减。公司税金及附加以土地增值税为主，2018-2020 年分别为 3.60 亿元、3.73 亿元和 5.88 亿元，其中 2020 年因房地产结转规模扩大而增加。公司资产减值损失分别为 1,880.10 万元、4.41 亿元和 1.80 亿元，其中 2019 年金额较大，主要系当年公司对锦绣香里和芙蓉书院项目的计提存货跌价准备，2020 年主要系按照账龄法计提的应收账款坏账准备。2018-2020 年，公司经营收益分别为 0.45 亿元、-7.83 亿元和-1.89 亿元，主要在期间费用、税费及资产

<sup>7</sup> 多层建设项目及所属公建配套建筑安装工程按照 3%取费，高层建设项目和厂房建设项目及所属公建配套实行分段取计，取费区间为 2-3%；勘察设计及设备购置按审定结算额取费 1%。部分项目给予一定优惠，按照上述取费标准的 80%计取。

<sup>8</sup> 为保持口径一致性，2019 年营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

减值损失的计提共同影响下，公司主业盈利能力较弱，2019-2020 年持续处于经营性亏损状态。

2021 年前三季度，主要因房地产业务结转规模大幅增加，带动该公司营业毛利同比大幅增加 15.29 亿元至 21.76 亿元。期间费用为 6.87 亿元，同比增加 0.51 亿元。主要因计提大额土地增值税，当期公司税金及附加同比增加 5.98 亿元至 7.87 亿元。当期公司经营收益同比大幅增加 9.45 亿元至 7.11 亿元。

**图表 17. 公司营业利润结构分析**

| 公司营业利润结构       | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前三季度 |
|----------------|--------|--------|--------|------------|
| 营业收入合计（亿元）     | 40.26  | 61.27  | 90.67  | 65.06      |
| 营业毛利（亿元）       | 14.47  | 12.20  | 17.22  | 21.76      |
| 其中：房地产业务（亿元）   | 12.83  | 9.38   | 12.18  | 19.30      |
| 期间费用率（%）       | 25.41  | 19.40  | 12.61  | 10.56      |
| 其中：财务费用率（%）    | 12.14  | 9.27   | 6.01   | 4.87       |
| 全年利息支出总额（亿元）   | 7.89   | 8.13   | 8.42   | -          |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | 2.69   | 0.84   | 0.75   | -          |

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

2018-2020 年，该公司投资收益分别为 0.87 亿元、15.27 亿元和 8.32 亿元，其中，2018 年主要来源于所持金融资产股权投资的分红以及权益法下确认的合、联营企业投资收益；2019 年金额大，主要系处置中澳实业股权事项产生（其中因处置中澳实业 31.46% 股权产生的投资收益为 10.51 亿元，且因处置后公司仍持有中澳实业 20% 的股权，故对其剩余投资采用公允价值计量，因此产生投资收益 3.87 亿元）；2020 年因清仓减持兴业证券股票产生投资收益 8.41 亿元。2018-2020 年，公司营业外净收入分别为 -0.17 亿元、-0.20 亿元和 -0.20 亿元，持续为负主要系捐赠、交付违约金及滞纳金等所致。同期，公司净利润分别为 0.79 亿元、4.27 亿元和 3.55 亿元，2019-2020 年主要在投资收益的补充下实现盈利。

2021 年前三季度，该公司投资收益等其他盈利影响因素金额均很小，当期公司实现净利润 3.43 亿元，同比增加 2.91 亿元。

**图表 18. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）**

| 影响公司盈利的其他因素               | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前三季度 |
|---------------------------|--------|--------|--------|------------|
| 投资收益                      | 0.87   | 15.27  | 8.32   | -0.03      |
| 其中：可供出售金融资产取得的投资收益        | 0.38   | 0.16   | 0.06   | -          |
| 权益法核算的长期股权投资收益            | 0.34   | 0.05   | -0.30  | -0.06      |
| 处置可供出售金融资产取得的投资收益         | 0.12   | 0.52   | 8.43   | -          |
| 处置长期股权投资产生的投资收益           | 0.001  | 10.57  | -      | -          |
| 丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得 | -      | 3.87   | -      | -          |
| 营业外净收入                    | -0.17  | -0.20  | -0.20  | 0.003      |
| 其他收益                      | 0.16   | 0.19   | 0.19   | 0.07       |

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

### (3) 运营规划/经营战略

该公司未来将贯彻落实地产及施工双核发展战略。房地产业务方面，根据当前规划，2021 年 10-12 月、2022 年和 2023 年公司在建拟建房地产项目计划分别投资 11.27 亿元、43.43 亿元和 39.48 亿元；另外，公司拟择机扩充土地储备，结合当前拿地意向，2022 年预计拿地支出为 23 亿元。

图表 19. 公司未来投融资规划（单位：亿元）

| 主导产品或服务         | 2021 年 10-12 月 | 2022 年 | 2023 年 |
|-----------------|----------------|--------|--------|
| 房地产业务支出计划       | 11.27          | 66.43  | 39.48  |
| 其中：在建、拟建房地产项目支出 | 11.27          | 43.43  | 39.48  |
| 土地购置支出          | -              | 23.00  | -      |
| 融资安排（净额）        | -5.07          | 22.99  | 4.63   |
| 其中：权益类融资        | -              | -5.00  | -      |
| 债务类融资           | -5.07          | 27.99  | 4.63   |

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

注：2022 年权益类融资为负，系规划偿付的永续债。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司为厦门市国资委直属企业，股东背景较强。公司法人治理结构健全，组织机构设置较为合理，并建立了必要的内部管理制度，可较有效地控制经营及财务环节的主要风险。

#### (1) 产权关系

该公司系厦门市国资委全资控股的国有独资企业，产权结构清晰。

#### (2) 主要关联方及关联交易

根据审计报告所载，2018 年末该公司应收关联方款项为 5.86 亿元，系对联营企业厦门新沿线联合置业有限公司（简称“新沿线公司”）提供的股东借款，该借款利率为 5.22%；应付关联方款项为 0.27 亿元，系应付厦门云景房地产开发有限公司的往来款。2019 年末公司应收关联方款项余额合计 20.43 亿元，较上年末大幅增加，系因公司处置中澳实业部分股权致后者不再纳入公司合并范围，当年末公司对中澳实业下属公司的其他应收款项余额合计 15.36 亿元，主要系公司作为股东向其提供的项目开发款项，公司提供的上述股东借款利率为 14.03%；当年末公司应付关联方款项余额为 1.72 亿元。2020 年公司收回部分对联营企业的股东借款，当年末应收关联方款项合计金额减至 9.12 亿元（其中对中澳实业下属公司股东借款余额为 5.37 亿元，剩余系应收中澳实业下属

公司和新沿线公司工程款)；应付关联方款项余额为 1.76 亿元；另外，公司对合并范围以外公司提供的担保余额合计 1.16 亿元（被担保方均系中澳实业下属公司）。

### **(3) 公司治理**

该公司不设股东会，由厦门市国资委单独行使股东会相关职权，厦门市国资委会同有关部门对公司下达国有资产保值增值指标，并进行监督、考核。

该公司根据《公司法》设立了董事会、监事会以及在董事会领导下的经营管理团队。公司董事会由 7 名董事组成，包括职工代表 1 人，非职工代表由厦门市国资委报经厦门市委组织部同意后予以任命，设董事长 1 名。2020 年根据职工代表大会选举结果，公司职工董事发生变化；根据厦门市国资委任免（厦国资组[2021]278 号和厦国资组[2022]21 号），2021 年以来公司董事会成员发生较大变动。公司监事会原由 5 名监事组成，2019 年因按照《厦门市市级机构改革实施方案》市属国有企业监事会的职责划入市审计局的要求，厦门市国资委印发相关通知（厦国资组[2019]140 号），免去原监事会主席及 2 名监事职务；2022 年 1 月，根据厦门市国资委厦国资组[2022]21 号文件，免除公司 1 名监事职务，目前公司监事会由 1 名职工监事组成。高管方面，因有关人员退休及厦门市国资委任命，2020 年以来共有 2 名高管人员发生变化。整体看，公司当前高管普遍具有较为丰富的房地产行业工作经验，且多数在公司及下属单位工作多年，在物业开发和工程施工等领域积累了丰富的经营管理经验，为公司决策及经营管理活动的持续和稳步开展提供了条件。

## **2. 运营管理**

### **(1) 管理架构/模式**

该公司本部设有开发经营部、资产运营部、营销中心、产品中心、建设与管理部、财务部、人事行政部、法律事务部、审计管理部、企划与投资部等多个职能部门，并通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。公司组织结构详见附录二。

该公司业务运营主要由各专业子公司承担，并采取集中管理与分级管理相结合的方式对下属子公司进行管控。同时，公司建立健全了财务管理、融资决策、项目建设、内部管理等关键环节的内部控制体系，形成了一套较规范的管理流程和程序，并根据经营环境和发展战略等变化，持续对相关规章制度进行更新完善。

### **(2) 经营决策机制与风险控制**

投资决策方面，该公司加强项目的可行性研究，完善投资审查、评估制度，严格履行投资审批程序，实行项目责任追究制，使投资流程规范化、科学化，从而有效防范和建设投融资风险。针对重大经营合同签订，公司制定

了各自不同的审批程序和批准权限，在董事长授权范围外的投资均需通过董事会或厦门市国资委审议通过。

项目建设方面，该公司就项目招投标、工程款拨付、决算送审、监理管理等多方面制定了相应的流程和管理规范，并能有效执行，保障了公司对工程安全、质量、工期等方面的管理效率和效果。

对外担保方面，该公司原则上不对集团外企业提供担保，若需对外担保，由董事会审批后上报市国资委审批；公司内部互保，均需上报董事会审议通过。

关联交易方面，该公司制定了关联交易政策，明确了公司关联方的范围以及关联交易的决策程序，并划分各级部门对关联交易的审批权限，以确保关联交易不损害公司自身利益。

### **(3) 投融资及日常资金管理**

财务管理方面，该公司通过财务预算和资金集中管理对子公司进行管控。下属子公司的预算制定和调整均由公司董事会审批，预算执行情况纳入子公司考核内容。此外，公司对下属子公司资金进行集中管理，根据各个项目的需要统筹、调拨资金；各子公司内部资金调拨，均需上报公司本部职能部门，取得内部资金调拨申请审批单后方可执行。

融资管理方面，该公司财务部负责整体融资方案的组织与实施，统一筹划和管理子公司的对外融资事宜。子公司的融资方案只有在经公司本部董事会审议通过后，方可以自身名义取得借款。

### **(4) 不良行为记录**

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（截至 2021 年 11 月 10 日）、漳州特房本部（截至 2021 年 11 月 5 日）、特房建工本部（截至 2021 年 10 月 27 日）不存在欠贷欠息及债务违约情况。经查国家企业信用信息公示系统，截至 2022 年 1 月末公司本部及核心子公司不存在重大行政处罚、亦不存在被列入经营异常及严重违法失信企业名单（黑名单）的情况。

## **财务**

该公司财务杠杆保持相对稳定，当前仍处于偏高水平。近年来公司债务规模有所压减，但债务中直接融资占比较高，2021 年以来多支债券陆续到期及行权，公司通过新发债券予以置换，当前债务期限结构有所改善。2020 年公司业务现金流回笼情况良好，加之收回合作项目拆借款，经营性现金流保持大额净流入状态；2021 年前三季度公司经营性现金流基本平衡。公司资产以房地产项目存货为主，目前具备可售条件的项目货值较大，且可动用货币资金较

充裕，能够为即期债务的偿付提供一定保障。

## 1. 数据与调整

中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2018-2020 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计意见。公司执行财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》及其补充规定。

该公司 2018 年度和 2019 年度财务报表的编制分别遵循财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）和《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）文件的要求。因分析开展需要，本评级报告所列示的“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”；并将“应付利息”纳入刚性债务（其他短期刚性债务）核算。2021 年 1 月 1 日起，公司执行新金融工具准则（财会[2017]8 号、9 号和 14 号）、新收入准则（财会[2017]22 号）和新租赁准则（财会[2018]35 号）。

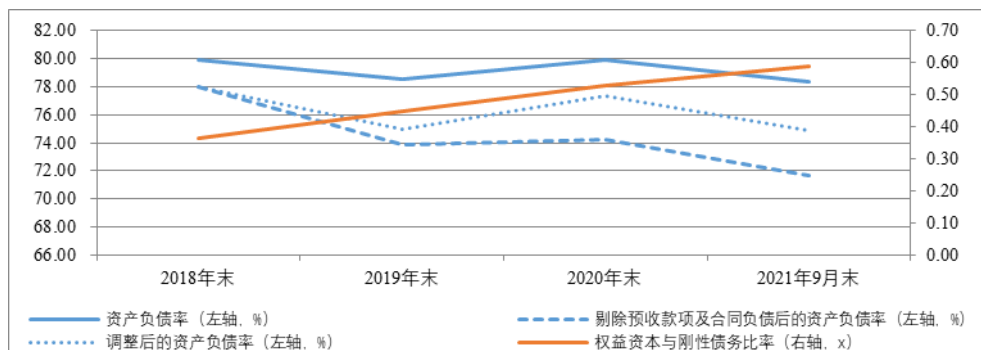
2018 年末，该公司纳入合并范围内的子公司数量为 54 家。2019 年 8 月，公司转让了中澳实业 31.46% 的股权，持股比例降至 20% 并丧失控制权，故中澳实业及其下属 7 家子公司不再纳入公司合并范围；另外，当年公司还处置了下属厦门宏士达建筑工程有限公司（简称“厦门宏士达”）100% 的股权。2019 年公司新设子公司 1 家，注销子公司 1 家。截至 2019 年末公司合并范围内子公司数量降至 45 家。2020 年注销子公司 2 家，当年末合并范围内子公司数量降至 43 家。2021 年前三季度，公司投资设立子公司 3 家，合并范围子公司增至 46 家。

2019 年该公司发行了永续中期票据 19 厦门特房 MTN001，发行规模 3 亿元，期限为 3+N 年，纳入“其他权益工具”核算。2020 年公司下属特房建工发行了一期永续期债权融资计划（简称“20 闽特房建工 ZR001”），发行规模为 2 亿元，期限为 2+N 年，纳入“少数股东权益”核算；公司下属厦门市特房新经济产业园运营有限公司发行了一期永续期债权融资计划，发行规模为 4.50 亿元，期限为 10+N 年，纳入“少数股东权益”核算。本评级报告以下部分对上述永续期/永续债务融资工具纳入债务核算后对部分数据的影响进行了分析披露。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 20. 公司财务杠杆水平变动趋势<sup>9</sup>



资料来源：根据厦门特房集团所提供数据绘制

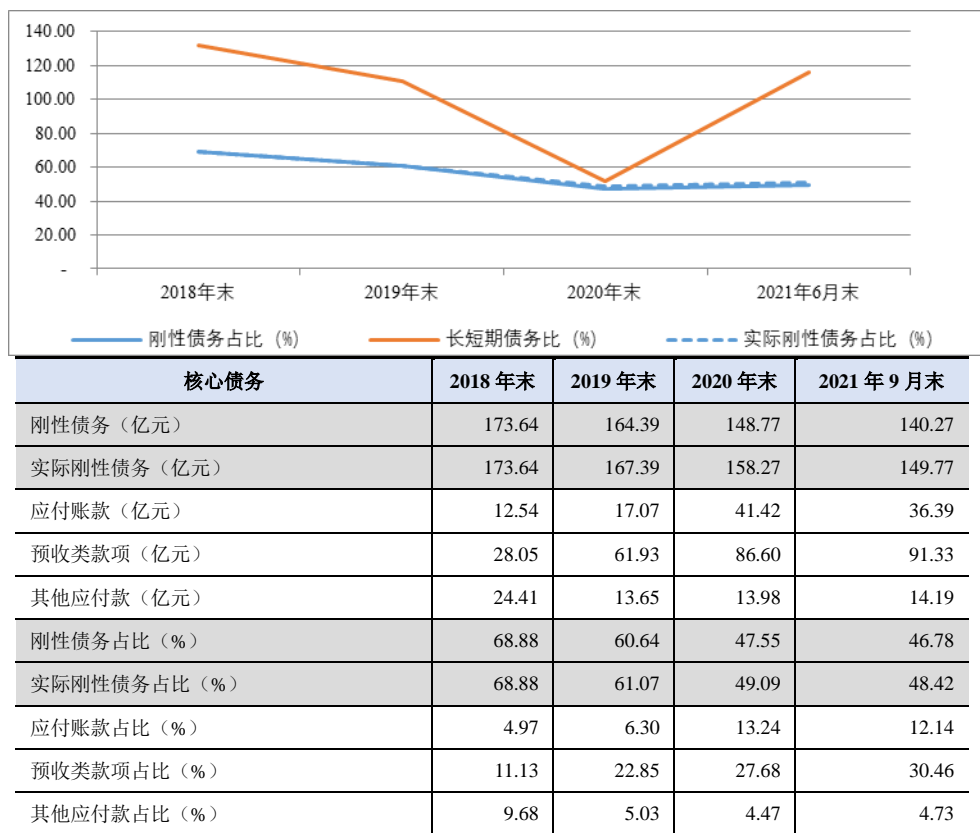
2018-2020年末,该公司负债总额分别为252.07亿元、271.08亿元和312.89亿元,其中2020年末增量较大主要系预售房款及应付账款增加所致。同期末公司所有者权益分别为63.33亿元、73.95亿元和78.65亿元。其中,2019年因丧失中澳实业控制权后所有者权益调整、金融资产市值上升带来的其他综合收益增长、利润留存及发行永续中期票据19 厦门特房 MTN001 等因素共同影响,当年末公司所有者权益较上年末净增加10.62亿元;2020年主要因利润留存和发行永续期债务融资工具,所有者权益保持增长。2018-2020年末,资产负债率分别为79.92%、78.57%和79.91%,剔除预收类款项(包括预收款项、合同负债以及其他非流动负债中的预收房款,下同)影响后的资产负债率分别为77.96%、73.88%和74.21%,若进一步将永续期/永续债务融资工具视为债务进行核算,则公司调整后的资产负债率分别为77.96%、74.94%和77.32%。同期末,权益资本与刚性债务比率分别为0.36、0.45和0.53,考虑永续债影响的实际权益资本与刚性债务比率分别为0.36、0.42和0.44。

2021年9月末,该公司负债较上年末减少13.05亿元至299.84亿元;主要因利润留存及将前期收到的财政拨款转增资本公积,公司所有者权益较上年末增加3.92亿元至82.57亿元。当期末资产负债率回落至78.41%,剔除预收类款项影响后则为71.63%,进一步考虑永续债的影响,调整后资产负债率为74.90%;权益资本与刚性债务比率升至0.59,考虑永续债影响后则为0.49。综合看,公司财务杠杆处于偏高水平,权益与刚性债务比率虽有所提升,但覆盖程度仍偏弱。

<sup>9</sup> 剔除预收款项及合同负债后的资产负债率=(负债总额-预收款项-合同负债-其他非流动负债中的预收房款)/(资产总额-预收款项-合同负债-其他非流动负债中的预收房款)\*100%;调整后的资产负债率=(负债总额-预收款项-合同负债-其他非流动负债中的预收房款+永续债)/(资产总额-预收款项-合同负债-其他非流动负债中的预收房款)\*100%。

## (2) 债务结构

图表 21. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据厦门特房集团所提供数据绘制

注：占比指占负债总额的比重；“实际”指标根据将永续债调整为债务后的数据计算。

该公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收类款项和其他应付款构成，近年来随着刚性债务的缩减，其占负债总额的比重持续下降。应付账款主要系应付未结算工程款项，随着公司建筑施工业务的拓展，应付账款余额呈增长趋势，截至 2020 年末账龄在一年内的部分占比为 82.57%。预收类款项主要系预收购房款，2019 年以来主要因樾琴湾、锦绣碧湖和莱昂公馆等项目预售金额较大，相关物业未达交付条件，预收款项持续增长。其他应付款主要系公司应付往来款和工程业务产生的押金及保证金等，其中 2018-2020 年末往来款分别为 16.22 亿元、6.05 亿元和 4.80 亿元，2019 年以来明显减少主要系因中澳实业不再纳入合并范围，合作方向中澳实业提供的拆借款项不再体现所致。2021 年 9 月末，主要因房地产预售回款大于结转金额，预收类款项较上年末增加 4.73 亿元；因应付工程款项结算支付，应付账款较上年末减少 5.02 亿元；除上述二科目以外，其他主要非刚性债务负债科目变化均不大。

2018-2020 年末，该公司长短期债务比分别为 131.70%、110.52%和 52.11%，主要因预售房款和应付账款的增加，该指标整体呈下降趋势。2021 年 9 月末，主要因预收类款项中合同负债大额结转，同时其中预计于一年以后结转的预售房款增加，公司长短期债务比大幅提升至 175.29%。

### (3) 刚性债务

图表 22. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

| 刚性债务种类      | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 |
|-------------|---------|---------|---------|-------------|
| 短期刚性债务合计    | 34.13   | 27.58   | 48.05   | 8.03        |
| 其中：短期借款     | 18.04   | 10.53   | 1.52    | 3.31        |
| 一年内到期的非流动负债 | 14.29   | 14.00   | 43.50   | 4.27        |
| 应付票据        | -       | -       | 0.28    | 0.46        |
| 应付利息        | 1.80    | 3.05    | 2.75    | -           |
| 中长期刚性债务合计   | 139.50  | 136.81  | 100.73  | 132.24      |
| 其中：长期借款     | 54.06   | 39.30   | 37.95   | 38.73       |
| 应付债券        | 85.45   | 97.51   | 62.77   | 93.51       |
| 综合融资成本（年化）  | 5.15%   | 4.81%   | 4.98%   | 4.48%       |

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理。其中，2018-2019 年末综合融资成本系根据财务报表数据估算，2020 年末和 2021 年 9 月末根据借款及债券明细测算。

注：2021 年 9 月末一年内到期的非流动负债中不包括一年内到期的租赁负债。

2018-2020 年末及 2021 年 9 月末，该公司刚性债务分别为 173.64 亿元、164.39 亿元、148.77 亿元和 140.27 亿元（若将永续债纳入核算，金额则分别为 173.64 亿元、167.39 亿元、158.27 亿元和 149.77 亿元），规模持续收缩。

从融资渠道方面看，该公司直接融资占刚性债务的比重较高，近年来借款余额（含短期借款、长期借款及一年内到期的长期借款）占比逐年下降，2018-2020 年末借款融资余额分别为 86.39 亿元、58.83 亿元和 47.78 亿元，占刚性债务的比重分别为 49.75%、35.79%和 32.12%。公司借款以抵押借款和担保/保证借款为主，担保主要由公司本部向下属公司提供。从债务期限结构看，同期末中长期刚性债务占比分别为 80.34%、83.22%和 67.70%，其中 2020 年末因部分长期债务即将于一年内到期而重分类至一年内到期的非流动负债科目，中长期刚性债务占比下降。2021 年 9 月末，公司直接及间接融资构成未发生重大变化；主要因公司新发行债券置换到期债券，中长期债务占比回升至 94.28%。

图表 23. 截至 2021 年 9 月末公司借款和债券到期剩余期限及利率区间分布情况

| 到期剩余期限<br>利率区间 | 1 年以内 | 1~2 年<br>(不含 2 年) | 2~3 年<br>(不含 3 年) | 3~5 年<br>(不含 5 年) | 5 年及以上 |
|----------------|-------|-------------------|-------------------|-------------------|--------|
| 3%~4% (不含 4%)  | 3.30  | -                 | -                 | -                 | -      |
| 4%~5% (不含 5%)  | 42.68 | 25.34             | 32.55             | 14.37             | 7.53   |
| 5%~6% (不含 6%)  | 3.91  | 0.95              | 0.76              | 1.92              | 10.84  |
| 6%~7% (不含 7%)  | -     | 3.00              | -                 | -                 | -      |
| 合计:            | 49.89 | 29.30             | 33.31             | 16.29             | 18.37  |

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

注：1) 上表将永续债纳入统计；2) 若债券设置回售条款，则到期剩余期限根据回售行权日判断；3) 利率区间根据借款及债券于 2021 年 9 月末现行利率汇总填列。

### 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           | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前三季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 营业收入现金率（%）        | 116.99 | 174.40 | 100.96 | 120.77     |
| 业务现金收支净额（亿元）      | -32.34 | 14.45  | 10.14  | -0.82      |
| 其他因素现金收支净额（亿元）    | -7.96  | 1.94   | 16.81  | 0.87       |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | -40.30 | 16.39  | 26.96  | 0.05       |
| EBITDA（亿元）        | 7.28   | 15.41  | 15.38  | -          |
| EBITDA/刚性债务（倍）    | 0.05   | 0.09   | 0.10   | -          |
| EBITDA/全部利息支出（倍）  | 0.92   | 1.89   | 1.83   | -          |

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

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。

2018-2020 年，该公司营业收入现金率分别为 116.99%、174.40% 和 100.96%，其中 2019 年同比大幅提升，主要系因当年预售回款金额较大，但达交付条件的物业不多，收入结转规模较小所致；2020 年回落主要系建筑施工业务收入确认及回款不同步所致。同期，业务现金收支净额分别为-32.34 亿元、14.45 亿元和 10.14 亿元，其中 2019 年主要因房地产业务销售资金回笼大幅增加而转正；2020 年房地产业务销售资金回笼情况仍较好，工程业务回款率虽较低，但商业信用利用规模亦较大，当年业务现金收支净额仍维持净流入状态。2018-2020 年，公司经营性现金净流量分别为-40.30 亿元、16.39 亿元和 26.96 亿元，其中 2020 年呈大额净流入状态，除因主业现金收支净额持续为正外，还主要得益于天津项目和新沿线公司股东拆借款项的回收。

2021 年前三季度，主要因房地产业务回款大于结转规模，该公司营业收入现金率达到 120.77%。当期因开发投入及税金等现金支出较大，业务现金净流量呈小额净流出状态，经营性现金净流量为 0.05 亿元。

2018-2020 年，该公司 EBITDA 分别为 7.28 亿元、15.41 亿元和 15.38 亿元，2019 年以来 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖倍数虽较 2018 年有所提升，但整体看覆盖情况仍欠佳。

#### (2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标                      | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前三季度 |
|------------------------------|--------|--------|--------|------------|
| 回收投资与投资支付净流入额                | 10.30  | 3.43   | 18.87  | 1.71       |
| 取得投资收益收到的现金                  | 0.53   | 0.18   | 0.16   | 0.04       |
| 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 | -1.55  | -1.15  | -1.77  | -0.33      |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额            | -      | 5.60   | -0.03  | 0.0001     |
| 投资环节产生的现金流量净额                | 9.29   | 8.06   | 17.24  | 1.42       |

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

2018-2020 年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为 9.29 亿元、8.06 亿元和 17.24 亿元，保持大额净流入态势。其中，2018 年主要系因赎回理财产品；2019 年除赎回理财外，另外因处置中澳实业和厦门宏士达股权产生的现金净额较大；2020 年则主要系因减持兴业证券股票。2021 年前三季度公司投资活动现金收支主要体现于理财产品的申赎，当期投资性现金流净额为 1.42 亿元。

### (3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标           | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年前三季度 |
|-------------------|--------|--------|--------|------------|
| 权益类净融资额           | -1.60  | 2.83   | 5.09   | -0.86      |
| 其中：永续债            | -      | 3.00   | 6.50   | -          |
| 债务类净融资额           | 22.86  | 0.42   | -24.40 | -13.39     |
| 其中：现金利息支出         | -7.41  | -8.23  | -8.55  | -5.29      |
| 其他因素对筹资环节现金流量影响净额 | -0.09  | -0.05  | 2.38   | 0.29       |
| 筹资环节产生的现金流量净额     | 21.16  | 3.20   | -16.94 | -13.95     |

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

注：上表利息支出以负值填列。

2018-2020 年，该公司吸收投资收到的现金分别为 0.07 亿元、3.07 亿元和 6.50 亿元，其中 2019-2020 年金额较大，主要系因公司及下属子公司分别发行了 3 亿元的永续中票（19 厦门特房 MTN001）及 2 期合计金额为 6.50 亿元的可续期债权融资计划；2018-2020 年公司现金分红支出分别为 1.67 亿元、0.24 亿元和 1.41 亿元；扣除分红后，权益类融资净额分别为-1.60 亿元、2.83 亿元和 5.09 亿元。同期，公司债务类净融资额分别为 22.86 亿元、0.42 亿元和-24.40 亿元，2018 年债务融资增量较大，故呈现较大金额净流入，2020 年因集中偿还到期债务，而呈现大额净流出。同期，筹资环节产生的现金流量净额分别为 21.16 亿元、3.20 亿元和-16.94 亿元。

2021 年前三季度，主要因该公司净偿还债务，筹资性现金流维持较大金额净流出状态。

## 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     |        | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 |
|-------------|--------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动资产        | 金额（亿元） | 259.42  | 272.99  | 332.74  | 306.31      |
|             | 占总资产比重 | 82.25%  | 79.12%  | 84.98%  | 80.10%      |
| 其中：货币资金（亿元） |        | 36.57   | 64.17   | 91.57   | 78.74       |
| 应收账款（亿元）    |        | 2.31    | 1.70    | 27.16   | 5.79        |
| 合同资产（亿元）    |        | -       | -       | -       | 10.28       |
| 其他应收款（亿元）   |        | 1.29    | 16.53   | 7.64    | 8.29        |
| 存货（亿元）      |        | 214.33  | 183.03  | 196.91  | 197.41      |
| 其他流动资产（亿元）  |        | 4.23    | 7.01    | 8.78    | 4.49        |

| 主要数据及指标          |        | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 |
|------------------|--------|---------|---------|---------|-------------|
| 非流动资产            | 金额（亿元） | 55.98   | 72.03   | 58.79   | 76.10       |
|                  | 占总资产比重 | 17.75%  | 20.88%  | 15.02%  | 19.90%      |
| 其中：可供出售金融资产（亿元）  |        | 12.07   | 16.82   | 2.67    | -           |
| 长期股权投资（亿元）       |        | 2.53    | 7.65    | 7.32    | 7.21        |
| 投资性房地产（亿元）       |        | 7.13    | 7.98    | 9.46    | 10.63       |
| 固定资产（亿元）         |        | 2.10    | 20.90   | 21.20   | 24.47       |
| 在建工程（亿元）         |        | 17.40   | 3.73    | 4.73    | 6.05        |
| 递延所得税资产（亿元）      |        | 6.86    | 9.12    | 12.15   | 10.24       |
| 其他非流动资产（亿元）      |        | 5.86    | 5.07    | -       | 13.60       |
| 期末全部受限资产账面价值（亿元） |        | 112.05  | 72.81   | 92.17   | 120.51      |
| 受限资产账面价值/总资产     |        | 35.53%  | 21.10%  | 23.54%  | 31.51%      |

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

2018-2020 年末，该公司资产总额分别为 315.40 亿元、345.03 亿元和 391.53 亿元；资产以流动资产为主，占比分别为 82.25%、79.12%和 84.98%。

2020 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、其他应收款、存货和其他流动资产。其中，货币资金为 91.57 亿元，其中仅 0.83 亿元因作为保证金及房改专用资金等而使用受限，受限比例为 0.90%。应收账款为 27.16 亿元，较上年末大幅增加，主要来源于建筑业务。其他应收款为 7.64 亿元，较上年末减少 8.89 亿元，主要系因收回部分对中澳实业下属子公司的拆借款项，当年末拆借款项余额为 5.29 亿元。存货为 196.91 亿元，其中开发成本和开发产品分别为 139.61 亿元和 46.83 亿元；出租开发产品为 14.09 亿元，系翔美公寓和缘美公寓人才限价房住宅及车位部分，因先租后售而非长期出租，故未入投资性房地产核算。其他流动资产为 8.78 亿元，主要系预缴/待抵扣的税费及 1.67 亿元国债逆回购理财产品。

2020 年末，该公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和递延所得税资产。其中，可供出售金融资产为 2.67 亿元，较上年末减少 14.15 亿元，主要系减持兴业证券股票所致。长期股权投资为 7.32 亿元，主要系持有的合、联营企业的股权，其中所持中澳实业股权账面价值为 4.78 亿元。投资性房地产为 9.46 亿元，主要系公司自持物业，均以成本法计量。固定资产和在建工程分别为 21.20 亿元和 4.73 亿元，前者主要系已转固的波特曼酒店及公司自用的房屋建筑物，后者主要系未达预定可使用状态的部分波特曼酒店工程。递延所得税资产为 12.15 亿元，主要系未来可抵扣的预缴土地增值税、亏损和资产减值损失所得税影响。另外，因收回向联营企业新沿线公司提供的股东暂借款，其他非流动资产余额为 0 亿元。

2021 年 9 月末，该公司资产总额较上年末减少 9.12 亿元，结构未发生重大变化。其中，货币资金较上年末减少 12.84 亿元至 78.74 亿元；应收账款减少 21.37 亿元，主要因执行新收入准则，公司将原纳入应收账款科目核

算的质保金等调整纳入合同资产和其他非流动资产核算所致；其他资产科目变化相对较小。

2021 年 9 月末，该公司受限资产账面价值合计 120.51 亿元，受限比率为 31.51%；具体受限资产除货币资金 0.47 亿元外，还包括存货 88.67 亿元、固定资产 24.40 亿元和投资性房地产 6.97 亿元，主要因作为借款抵押物而受限。

## 5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标（单位：%）

| 主要数据及指标                   | 2018 年末 | 2019 年末 | 2020 年末 | 2021 年 9 月末 |
|---------------------------|---------|---------|---------|-------------|
| 流动比率                      | 238.46  | 212.01  | 161.76  | 281.23      |
| 短期刚性债务现金覆盖率 <sup>10</sup> | 107.16  | 232.70  | 190.71  | 982.10      |

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

2018-2020 年末，该公司流动比率分别为 238.46%、212.01% 和 161.76%，其中 2019 年末下降主要系预收房款增加所致，2020 年末进一步下降除因预收款项增加外，还主要因应付款项及部分即将到期债券重分类至一年内到期的非流动负债科目所致。同期末，短期刚性债务现金覆盖率分别为 107.16%、232.70% 和 190.71%，波动虽较大，但整体看公司现金类资产较为充裕，对短期刚性债务的覆盖程度良好。2021 年 9 月末，公司流动比率和短期刚性债务现金覆盖率分别为 281.23% 和 982.10%，主要因合同负债结转及短期刚性债务缩减，两指标均较上年末显著提升。

## 6. 表外事项

根据审计报告所载，截至 2020 年末该公司涉及的未决诉讼共 3 起，公司均系原告。根据公司于 2021 年 10 月 21 日发布的《关于涉及重大诉讼的公告》，公司涉及 2 起未决诉讼，涉案金额合计 0.82 亿元，系承接的代建管理项目业主方平潭综合实验区交通投资集团有限公司未按照合同支付工程款，施工方中建三局集团有限公司将公司作为被告二提起诉讼所致；公司于 2021 年 12 月先后发布 2 则公告，上述 2 起诉讼均已通过调解结案。

根据该公司提供资料显示，截至 2021 年 9 月末公司对外担保余额为 49.58 亿元，其中按房地产经营惯例为商品房承购人提供按揭贷款担保余额为 48.78 亿元，该担保属于阶段性担保，代偿风险较小。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司集团本部对下属子公司（项目公司）基本实现全资控股，对子公司控制力很强，本部除开展少量房地产开发及代建业务外，主要承担了管理和部分融资职能。2020 年末，本部资产总额为 172.66 亿元，主要包括长期股权投资 66.27 亿元，主要系对下属项目公司的投资；存货 32.15 亿元，主要为

<sup>10</sup> 短期刚性债务现金覆盖率=（货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票）/短期刚性债务\*100%。其中，应收银行承兑汇票包含应收款项融资中的银行承兑汇票。

特房波特曼财富中心和若干项目尾盘；其他应收款 45.60 亿元（其中应收股利为 20.40 亿元，主要系应收子公司股利）；货币资金为 17.77 亿元。同期末，负债总额为 116.56 亿元，主要包括刚性债务 109.92 亿元和其他应付款 5.35 亿元。因本部对下属子公司资金实行统一调配，资金往来以出借方综合成本计息。2020 年公司本部实现收入 2.03 亿元，净利润 4.41 亿元，经营性现金净流量为 14.76 亿元。公司偿债资金主要依赖于自身房地产项目去化现金流以及对子公司拆借款的回收。

## 外部支持因素

### 1. 金融机构支持

该公司系厦门市国资委全资控股的企业，得益于良好的股东背景，公司与金融机构保持良好的合作关系，融资渠道较为通畅。截至 2021 年 9 月末公司共获银行联合授信额度 235.30 亿元（含直接融资额度），其中已使用额度为 151.46 亿元，尚有 83.84 亿元未使用，公司后续尚有一定的融资空间。

## 债项信用分析

### 1. 其他偿付保障措施

#### （1）可加速变现资产

2021 年 9 月末，该公司规划出售的商品房项目已取得销售证部分待售面积为 51.15 万平方米，该部分存货具备快速变现的能力，按照当前销售均价计算，货值达 99.13 亿元。

#### （2）再融资能力

该公司股东背景较强，与商业银行等金融机构保持良好的合作关系，融资渠道较为通畅，再融资能力较强。

## 评级结论

该公司系厦门市国资委全资控股的国有独资公司，公司核心主业为房地产开发和建筑施工业务，同时涉足物业经营、物业管理和代建管理等业务。2021 年前三季度公司房地产项目签约销售情况良好，合同销售规模同比大幅增加。公司房地产项目土地成本优势较明显，盈利空间较大。2020 年受新冠疫情影响，公司新签外部建筑施工合同金额锐减，2021 年前三季度呈恢复性增长；公司建筑施工业务盈利空间小，且 2020 年以来垫资压力有所加大。受

交付周期影响，2020 年公司房地产业务结转规模不大，在期间费用、税费及减值计提的侵蚀下，公司经营收益为负，当年主要在减持股票产生的收益补充下实现盈利；2021 年前三季度公司房地产结转规模大幅增加，带动当期利润大幅增长。

该公司财务杠杆保持相对稳定，当前仍处于偏高水平。近年来公司债务规模有所压减，但债务中直接融资占比较高，2021 年以来多支债券陆续到期及行权，公司通过新发债券予以置换，当前债务期限结构有所改善。2020 年公司业务现金流回笼情况良好，加之收回合作项目拆借款，经营性现金流保持大额净流入状态；2021 年前三季度公司经营性现金流基本平衡。公司资产以房地产项目存货为主，目前具备可售条件的项目货值较大，且可动用货币资金较充裕，能够为即期债务的偿付提供一定保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期公司债存续期（本期公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

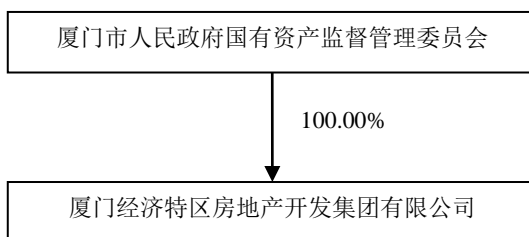
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

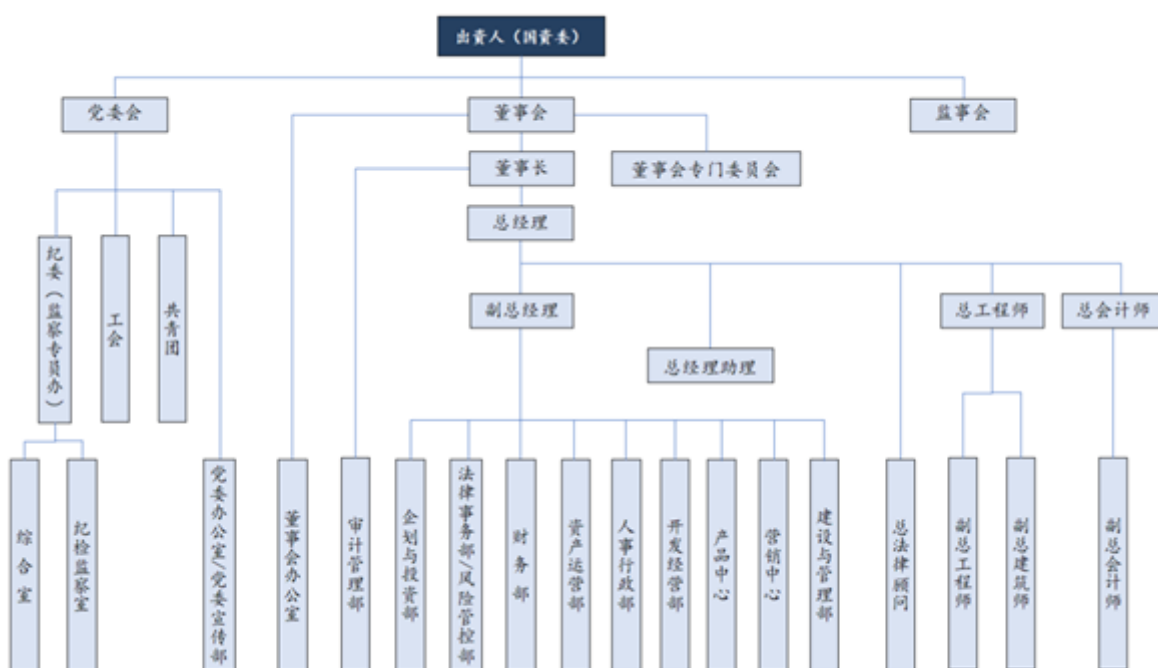
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门特房集团提供的资料绘制（截至 2021 年 9 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据厦门特房集团提供的资料绘制（截至本报告出具日）

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                     | 2020 年（末）主要财务数据（亿元） |       |       |       |            | 备注   |
|-------------------|--------|-------|-------------|--------------------------|---------------------|-------|-------|-------|------------|------|
|                   |        |       |             |                          | 刚性债务余额              | 所有者权益 | 营业收入  | 净利润   | 经营环节现金净流入量 |      |
| 厦门经济特区房地产开发集团有限公司 | 厦门特房集团 | 本部    | -           | 房地产开发                    | 109.92              | 56.10 | 2.03  | 4.41  | -3.11      | 本部口径 |
| 厦门市特房筑筑开发有限公司     | 特房筑筑   | 核心子公司 | 100.00      | 房地产开发、经营与管理              | 0.30                | 13.67 | 15.41 | 4.38  | 6.46       | 合并口径 |
| 漳州特房开发有限公司        | 漳州特房   | 核心子公司 | 100.00      | 房地产开发、经营与管理              | 3.45                | 8.24  | 0.45  | -0.77 | -0.06      |      |
| 厦门市房地产股份有限公司      | 厦门房股   | 核心子公司 | 93.15       | 房地产开发、经营与管理              | 0.04                | 1.80  | 0.29  | 0.18  | 1.67       |      |
| 厦门特房嘉湾房地产有限公司     | 特房嘉湾   | 核心子公司 | 100.00      | 房地产开发与经营、房地产经纪与代理、物业管理   | 3.50                | 6.97  | 0.00  | -0.37 | 5.06       |      |
| 厦门市特房海湾投资有限公司     | 特房海湾   | 核心子公司 | 100.00      | 产业投资、房地产开发与经营、房地产及市政道路建筑 | 6.38                | 8.91  | 1.16  | -0.16 | 0.01       | 合并口径 |
| 厦门特房建设工程集团有限公司    | 特房建工   | 核心子公司 | 100.00      | 房屋建筑工程施工总承包              | 5.75                | 15.25 | 75.59 | 1.09  | 15.51      | 合并口径 |
| 厦门特房旅游文化投资有限公司    | 特房旅投   | 核心子公司 | 100.00      | 酒店的投资、开发                 | 14.49               | 7.25  | 0.65  | -1.70 | 2.29       | 合并口径 |
| 厦门特房物业服务有限公司      | 特房物业   | 核心子公司 | 100.00      | 商业投资管理、资产管理等             | -                   | 1.41  | 1.67  | 0.28  | 0.48       | 合并口径 |

注：根据厦门特房集团 2020 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]      | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年前三季度 |
|----------------------|----------|----------|----------|------------|
| 资产总额 [亿元]            | 315.40   | 345.03   | 391.53   | 382.41     |
| 货币资金 [亿元]            | 36.57    | 64.17    | 91.57    | 78.74      |
| 刚性债务[亿元]             | 173.64   | 164.39   | 148.77   | 140.27     |
| 所有者权益 [亿元]           | 63.33    | 73.95    | 78.65    | 82.57      |
| 营业收入[亿元]             | 40.26    | 61.27    | 90.67    | 65.06      |
| 净利润 [亿元]             | 0.79     | 4.27     | 3.55     | 3.43       |
| EBITDA[亿元]           | 7.28     | 15.41    | 15.38    | -          |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | -40.30   | 16.39    | 26.96    | 0.05       |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | 9.29     | 8.06     | 17.24    | 1.42       |
| 资产负债率[%]             | 79.92    | 78.57    | 79.91    | 78.41      |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 36.47    | 44.99    | 52.86    | 58.86      |
| 流动比率[%]              | 238.46   | 212.01   | 161.76   | 281.23     |
| 现金比率[%]              | 33.62    | 49.84    | 44.55    | 72.39      |
| 利息保障倍数[倍]            | 0.83     | 1.81     | 1.67     | -          |
| 担保比率[%]              | 61.62    | 51.29    | 69.89    | 60.04      |
| 营业周期[天]              | 2,792.50 | 1,489.74 | 1,002.17 | -          |
| 毛利率[%]               | 35.94    | 19.91    | 19.00    | 33.45      |
| 营业利润率[%]             | 3.69     | 12.44    | 7.30     | 10.93      |
| 总资产报酬率[%]            | 2.19     | 4.46     | 3.83     | -          |
| 净资产收益率[%]            | 1.12     | 6.22     | 4.65     | -          |
| 净资产收益率*[%]           | 1.75     | 7.33     | 5.22     | -          |
| 营业收入现金率[%]           | 116.99   | 174.40   | 100.96   | 120.77     |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | -41.01   | 13.79    | 16.12    | -          |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -13.69   | 9.35     | 15.14    | -          |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 0.92     | 1.89     | 1.83     | -          |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.05     | 0.09     | 0.10     | -          |

注：表中数据依据厦门特房集团经审计的 2018-2020 年度及未经审计的 2021 年前三季度财务数据整理、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<br>资<br>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<br>机<br>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 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。

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<br>资<br>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<br>机<br>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（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。

## 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尽职调查和诚信义务，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。

本信用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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

## 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。