



内部编号:2023060952

厦门经济特区房地产开发集团有限公司

及其发行的公开发行债券

跟踪评级报告

分析师: 杨亿  yangyi@shxsj.com
何婕妤  hejieyu@shxsj.com

评级总监: 张明海 
联系电话: (021) 63501349
联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层
公司网站: www.shxsj.com



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.

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调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本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。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

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，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告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。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。



编号：【新世纪跟踪（2023）100658】

评级对象： 厦门经济特区房地产开发集团有限公司及其发行的公开发行债券

	本次跟踪		前次跟踪		首次评级	
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
21 厦门特房 MTN001:	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 14 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 1 月 25 日			
21 特房 03:	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 14 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 5 月 10 日			
21 特房 04:	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 14 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 6 月 25 日			
21 特房 05:	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 14 日	AA+/稳定/AA+/2021 年 11 月 24 日			
22 特房 01:	AA+/稳定/AA+/2023 年 6 月 27 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 6 月 14 日	AA+/稳定/AA+/2022 年 2 月 22 日			
22 特房 02:	AA+/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	-	AA+/稳定/AAA/2022 年 6 月 14 日			
22 特房 03:	AA+/稳定/AAA/2023 年 6 月 27 日	-	AA+/稳定/AAA/2022 年 6 月 14 日			

跟踪评级观点

主要优势：

- 股东支持。2022 年厦门特房集团控股股东变更为厦门轨道集团，但实际控制人仍为厦门市国资委，股东背景较强。同年厦门轨道集团以货币资金对公司增资 15.00 亿元，并向公司提供资金拆借及融资担保。
- 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，以及物业经营与物业管理等，相关业务之间具有一定的协同效应。
- 担保增信。厦门轨道集团为 22 特房 02 和 22 特房 03 本息偿付提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，能够有效增强上述债券本息偿付的安全性。

主要风险：

- 外部环境风险。厦门特房集团房地产业务开展易受宏观经济及调控政策等外部环境因素变动的的影响。
- 项目去化及减值风险。厦门特房集团部分房地产项目销售进展缓慢，2022 年公司对部分项目计提了较大金额的存货跌价准备并导致出现较大额净亏损，关注相关项目后续去化情况及减值压力。
- 合作项目风险。因联营企业中澳实业所开发的天津项目推进情况欠佳，2022 年厦门特房集团对所持其股权计提了较大金额的减值准备。关注中澳实业未来展业情况，以及对其股权投资及拆借款项的回收情况。
- 建筑施工业务结算及回款风险。厦门特房集团建筑施工业务形成的应收账款及合同资产规模较大，持续面临一定的结算及回款风险。

评级关注：

- 厦门特房集团于 2023 年 6 月 25 日收到厦门市国资委文件，将公司所持特房建工 100% 股权、厦门房股 93.15% 股权以及特房海湾 100% 股权无偿划转至厦门建投集团，该事项将减少公司实收资本 15.05 亿元。截至目前上述股权划转事项所涉及的工商变更及股权登记过户手续正在办理中，新世纪评级将持续关注上述事项的后续进展。

未来展望

通过对厦门特房集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为 21 厦门特房 MTN001、21 特房 03、21 特房 04、21 特房 05 和 22 特房 01 还本付息安全性很强，并维持上述债券 AA+ 信用等级；22 特房 02 和 22 特房 03 由厦门轨道集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
发行人母公司口径数据：				

主要财务数据及指标

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 第一季度
货币资金[亿元]	17.77	6.64	13.90	4.30
刚性债务[亿元]	112.92	93.78	93.42	76.15
所有者权益[亿元]	53.10	48.98	67.80	67.08
经营性现金净流入量[亿元]	-3.11	5.94	-8.56	8.50
发行人合并口径数据及指标:				
总资产[亿元]	391.53	389.30	414.24	384.33
总负债[亿元]	322.39	317.92	338.69	309.57
刚性债务[亿元]	158.27	145.44	153.00	133.06
所有者权益[亿元]	69.15	71.38	73.55	72.76
营业收入[亿元]	90.67	105.62	101.04	11.53
净利润[亿元]	3.55	2.26	-7.26	-0.72
经营性现金净流入量[亿元]	26.96	6.71	-22.00	-6.68
EBITDA[亿元]	15.38	15.35	4.58	-
经调整的资产负债率[%]	77.32	77.20	77.51	74.77
权益资本与刚性债务比率[%]	43.69	49.08	49.38	56.19
流动比率[%]	161.76	172.15	167.68	161.06
现金短债比[倍]	1.91	7.01	5.44	4.82
存货销售比[倍]	0.48	0.43	0.39	-
毛利率[%]	19.00	31.21	23.78	7.50
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.12	3.49	-11.82	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.82	1.83	-6.44	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.83	2.44	0.65	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.10	0.03	-
担保人合并口径数据及指标:				
	2020 年	2021 年	2022 年	
总资产[亿元]	1,006.81	1,178.28	1,809.55	
所有者权益[亿元]	580.86	609.03	691.88	
营业收入[亿元]	5.94	9.65	107.91	
净利润[亿元]	5.45	6.06	3.69	

注 1: 发行人数据根据厦门特房集团经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年第一季度财务数据整理、计算; 担保人数据根据厦门轨道集团经审计的 2020-2022 年财务数据填列。

注 2: 本次评级中将厦门特房集团及其子公司发行的永续债调整至应付债券核算, 并将其他非流动负债中预收售房款调整至合同负债核算, 具体调整情况详见“数据与调整”。上表数据及指标根据调整后的数据计算填列。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型: 工商企业评级方法与模型(房地产开发) FM-GS020(2022.12)

评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	3	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa
	调整因素	流动性因素	0
		ESG 因素	0
		表外因素	0
其他因素		0	
调整理由: 无			
个体信用级别		aa	
外部支持	支持因素	+1	
	支持理由: 该公司作为厦门轨道集团重要的子公司, 能在资金及融资担保等方面获得支持。		

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）

评级要素	风险程度
主体信用级别	AA ⁺

同类企业比较表

企业名称（简称）	2022 年/末主要经营及财务数据					
	合同销售额（亿元）	总资产（亿元）	毛利率（%）	经调整的资产负债率（%）	EBITDA/利息支出（倍）	现金短债比（倍）
保利发展	4,573	14,704.64	21.99	70.39	2.69	2.18
龙湖拓展	2,016	6,844.69	21.48	61.24	6.58	2.77
厦门国贸地产	302*	894.08	15.11	63.50	2.56*	2.18
厦门安居控股	18	624.90	26.56	57.32	1.41	4.99
渝开发	3	73.70	34.85	41.08	4.34	2.34
厦门特房集团	59	414.24	23.78	77.77	0.65	5.43

注 1：保利发展全称为保利发展控股集团股份有限公司，龙湖拓展全称为重庆龙湖企业拓展有限公司，厦门国贸地产全称为厦门国贸房地产有限公司，厦门安居控股全称为厦门安居控股集团有限公司，渝开发全称为重庆渝开发股份有限公司。

注 2：保利发展的合同销售额系全口径合同销售额，其余企业的合同销售额系合并口径的合同销售额；厦门国贸地产标“*”数据系 2021 年数据。

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照厦门经济特区房地产开发集团有限公司 2021 年度第一期中期票据（简称“21 厦门特房 MTN001”）、2021 年公开发行公司债券（第二期）（简称“21 特房 03”）、2021 年公开发行公司债券（第三期）（简称“21 特房 04”）、2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第四期）（简称“21 特房 05”）、2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（简称“22 特房 01”）和 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（分为 2 个品种，分别简称“22 特房 02”和“22 特房 03”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据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”）提供的经审计的 2022 年财务报表、未经审计的 2023 年第一季度及相关经营数据，对厦门特房集团的财务状况、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。

2021 年 4 月，该公司在中国银行间市场交易商协会成功注册了 4.20 亿元中期票据发行额度（中市协注[2021]MTN272 号）。公司发行了 21 厦门特房 MTN001，发行金额为 2 亿元，期限为 3 年，发行利率为 4.32%，所募资金已用于偿还到期中期票据。

2020 年 11 月，该公司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[2020]3181 号），注册额度为不超过 56.13 亿元（含）。2021 年 5 月和 7 月公司先后发行了 21 特房 03 和 21 特房 04，发行金额分别为 16.00 亿元和 10.63 亿元；21 特房 03 和 21 特房 04 期限均为 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。21 特房 03 和 21 特房 04 所募资金均已用于偿还公司债券本息。

2021 年 11 月，该公司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），注册规模为不超过 40 亿元（含）。公司于当年 12 月发行了 21 特房 05，发行金额为 15.00 亿元，期限为 4 年，附第 2 年发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权；公司于 2022 年 3 月发行了 22 特房 01，发行金额为 8.90 亿元，期限为 5 年，附第 3 年发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权；公司于 2022 年 6 月发行了 22 特房 02 和 22 特房 03，发行金额分别为 5.00 亿元和 10.00 亿元，期限分别为 3 年和 5 年，分别附第 2 年和第 3 年发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权。上述债券募集资金均已用于偿还公司债券本息或置换赎回公司债券本金投入的自有资金。

截至 2023 年 5 月末，除上述债券外，该公司无其他存续债券。上述债券待偿还本金余额合计 67.53 亿元，付息情况（若有）均正常。2023 年内 21 特房 05 即将行权，待偿还本金余额为 15.00 亿元；2024 年即将到期和行权的债券待偿还本金余额分别为 2.00 亿元和 31.63 亿元。

图表 1. 截至 2023 年 5 月末公司尚在存续期内的债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	起息日	到期日	本息兑付情况
21 厦门特房 MTN001	2.00	2.00	3	4.32	2021-04-28	2024-04-28	付息正常
21 特房 03	16.00	16.00	3+2	4.18	2021-05-24	2026-05-24	付息正常
21 特房 04	10.63	10.63	3+2	4.00	2021-07-09	2026-07-09	付息正常
21 特房 05	15.00	15.00	2+2	3.65	2021-12-16	2025-12-16	付息正常
22 特房 01	8.90	8.90	3+2	3.88	2022-03-18	2027-03-18	付息正常
22 特房 02	5.00	5.00	2+1	2.93	2022-06-28	2025-06-28	未到付息期
22 特房 03	10.00	10.00	3+2	3.18	2022-06-28	2027-06-28	未到付息期

资料来源：Wind

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年第一季度，我国经济呈温和复苏态势；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，我国经济基本面长期向好。

2023 年第一季度，全球经济景气度在服务业的拉动下有所回升，主要经济体的通胀压力依然很大，美欧经济增长的疲弱预期未发生明显变化，我国经济发展面临的外部环境低迷且不稳。美联储、欧洲央行加息导致银行业风险暴露，政府的快速救助行动虽在一定程度上缓解了市场压力，但金融领域的潜在风险并未完全消除；美欧货币政策紧缩下，美元、欧元的供给持续回落，对全球流动性环境、外债压力大的新兴市场国家带来挑战。大国博弈背景下的贸易限制与保护不利于全球贸易发展，俄乌军事冲突的演变尚不明确，对全球经济发展构成又一重大不确定性。

我国经济总体呈温和复苏态势。就业压力有待进一步缓解，消费者物价指数小幅上涨。工业中采矿业的生产与盈利增长明显放缓；除电气机械及器材、烟草制品等少部分制造业外，大多数制造业生产及经营绩效持续承压，且高技术制造业的表现自有数据以来首次弱于行业平均水平；公用事业中电力行业盈利状况继续改善。消费快速改善，其中餐饮消费显著回暖，除汽车、家电和通讯器材外的商品零售普遍增长；基建和制造业投资延续中高速增长，房地产开发投资降幅在政策扶持下明显收窄；剔除汇率因素后的出口仍偏弱。人民币跨境支付清算取得新的进展，实际有效汇率稳中略升，境外机构对人民币证券资产的持有规模重回增长，人民币的基本面基础较为坚实。

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；短期内宏观政策调控力度仍较大，为推动经济运行整体好转提供支持。我国积极的财政政策加力提效，专项债靠前发行，延续和优化实施部分阶段性税费优惠政策，在有效支持高质量发展中保障财政可持续和地方债务风险可控。央行实行精准有力的稳健货币政策，综合运用降准、再贷款再贴现等多种货币政策工具，加大对国内需求和供给体系的支持力度，保持流动性合理充裕，引导金融机构支持小微企业、科技创新和绿色发展。我国金融监管体系大变革，有利于金融业的统一监管及防范化解金融风险长效机制的构建，对金融业的长期健康发展和金融资源有效配置具有重大积极意义。

2023 年，随着各类促消费政策和稳地产政策逐步显效，我国经济将恢复性增长：高频小额商品消费以及服务消费将拉动消费进一步恢复；基建投资表现平稳，制造业投资增速有所回落，房地产投资降幅明显收窄；出口在外需放缓影响下呈现疲态，或将对工业生产形成拖累。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

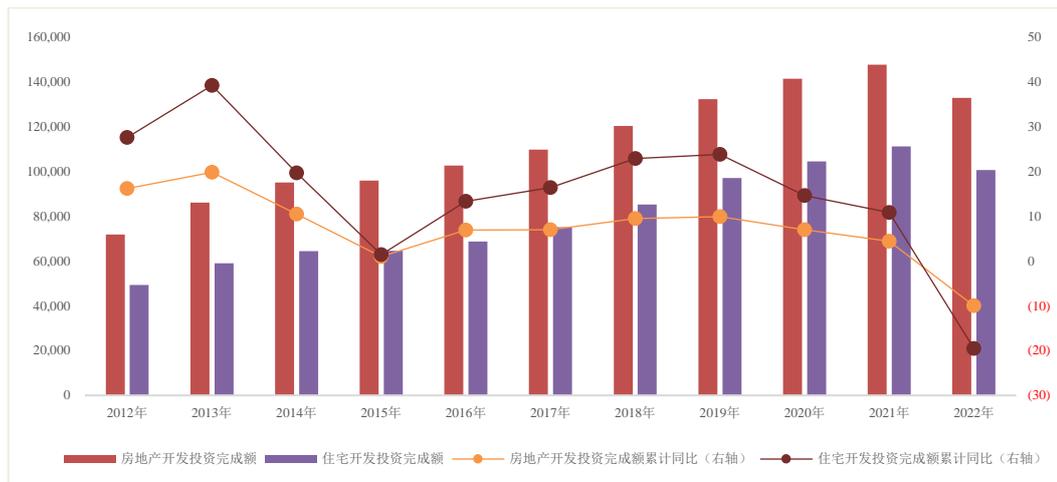
A. 房地产行业

2022 年我国房地产投资、融资与销售数据同比全面下行，土地市场呈现供需持续双缩。2022 年第四季度以来房地产融资政策逐步放松，行业融资环境有明显改善，行业内优质企业资金压力边际放缓，但销售端需求仍较为低迷。长期看我国房地产行业高速扩张期已过，需探索出新的发展模式，实现平稳过渡。

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2012-2022 年我国房地产开发投资完成额从 7.18 万亿元升至 13.29 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 4.94 万亿元升至 10.06 万亿元。近三年我国房地产开发投

资完成额同比增速分别为 7.0%、4.4%和-10.%，放缓态势明显，2022 年为近二十年来首次负增长。

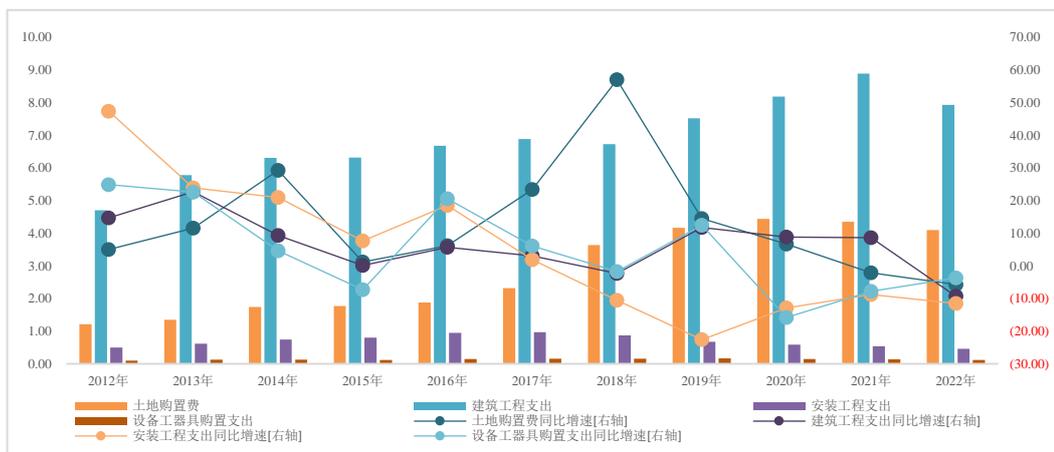
图表 2. 我国房地产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国家统计局

房地产开发投资主要由土地购置支出和建筑工程支出构成。2012 年以来我国房地产行业土地购置支出连续多年保持增长，从 1.21 万亿元增长至 2020 年的 4.45 万亿元；2021-2022 年趋势向下，土地购置支出分别为 4.35 万亿元和 4.10 万亿元。2012-2021 年我国地产行业建筑工程支出由 4.71 万亿元增至 8.89 万亿元，其中 2021 年同比增长 8.55%，2022 年同比降至 7.93 万亿元。

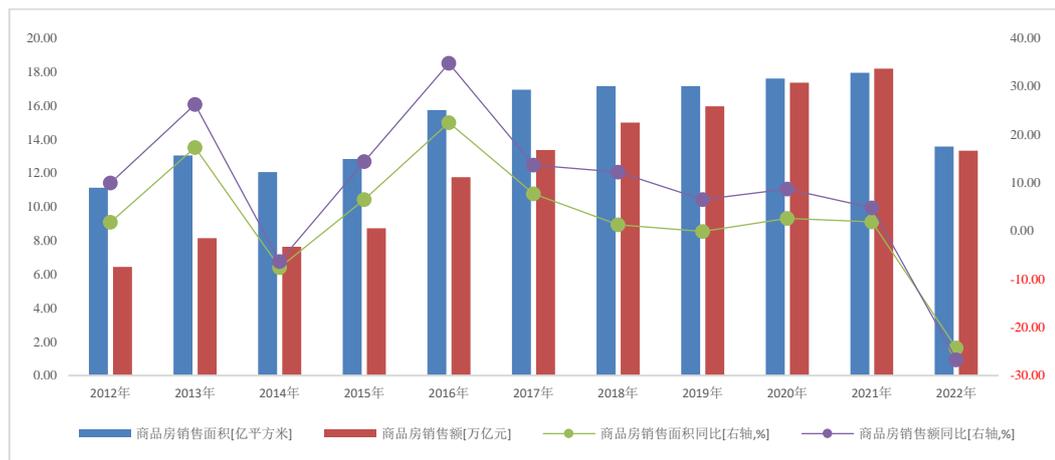
图表 3. 我国商品房建设支出情况（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，国家统计局

2018 年以来我国商品房销售面积变动明显趋缓。2018-2021 年商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米、17.61 亿平方米和 17.94 亿平方米，增速分别为 1.33%、-0.10%、2.60%和 1.90%；同期商品房销售金额分别为 15.00 万亿元、15.97 万亿元、17.36 万亿元和 18.19 万亿元，增速分别为 12.17%、6.50%、8.69%和 4.79%。在销售面积趋稳的情况下，销售金额增长相对较快，房价持续上涨但涨幅回落。同期我国商品房销售均价分别为 8,736.90 元/平方米、9,310.28 元/平方米、9,859.53 元/平方米和 10,139.13 元/平方米，涨幅分别为 10.70%、6.56%、5.90%和 2.84%。2022 年经济下行压力加大，房产购置意愿趋弱，叠加行业风险事件频出，全年全国商品房销售面积、销售金额和均价分别为 13.58 亿平方米、13.33 万亿元和 9,813.82 元/平方米，同比分别下降 24.30%、26.70%和 3.21%；其中商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为 11.46 亿平方米、11.67 万亿元和 10,184.59 元/平方米，同比降幅分别为 26.80%、28.30%和 2.03%。

图表 4. 我国商品房销售情况



资料来源：Wind，国家统计局

资金获取方面，2022 年我国房地产开发到位资金 14.90 万亿元，同比减少 25.90%。其中：国内贷款 1.74 万亿元，同比下降 25.4%；自筹资金 5.29 万亿元，同比下降 19.1%；定金及预收款 4.93 万亿元，同比下降 33.3%；个人按揭贷款 2.38 万亿元，同比下降 26.5%。根据中指数据库口径，2019-2022 年房企融资总量分别为 2.39 万亿元、2.27 万亿元、1.77 万亿元和 0.88 万亿元，2022 年同比下降 50.24%。

土地市场方面，2020 年二季度起大部分城市增加了优质土地供应并带动全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。2022 年行业销售不畅，融资偏紧，房企拿地意愿低迷，加上集中供地政策持续，土地供需量继续下滑。根据 CREIS 中指数据显示，2022 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 12.30 亿平方米，同比下降 9.90%，其中住宅类用地 3.51 亿平方米，同比下降 33.92%；全年各类建设用地成交 10.87 亿平方米，同比下降 3.65%，其中住宅建设用地成交 2.87 亿平方米，同比下降 28.48%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市推地 0.37 亿平方米，同比下降 21.66%，成交 0.35 亿平方米，同比下降 21.64%；二线城市推地 3.50 亿平方米，同比下降 23.12%，成交 3.14 亿平方米，同比下降 18.60%；三四线城市推地 8.43 亿平方米，同比下降 2.28%，成交 7.39 亿平方米，同比增长 5.73%。2022 年 300 城各类用地成交出让金为 4.14 万亿元，同比下降 27.53%；土地成交溢价率为 3.03%，持续回落。

图表 5. 近年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2020 年		2021 年		2022 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)	14.91	8.76%	13.65	-8.45%	12.30	-9.90%
其中：住宅类用地推出面积 (亿平方米)	5.97	4.95%	5.32	-10.96%	3.51	-33.92%
各类用地成交面积 (亿平方米)	12.93	10.31%	11.29	-12.74%	10.87	-3.65%
其中：住宅类用地成交面积 (亿平方米)	5.17	9.96%	4.02	-22.36%	2.87	-28.48%
各类用地成交出让金 (万亿元)	6.15	17.57%	5.72	-6.94%	4.14	-27.53%
其中：住宅类用地出让金 (万亿元)	5.23	18.63%	4.89	-6.54%	3.38	-30.97%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	2516	5.71%	2747	9.18%	2166	-21.15%
住宅建设用地成交楼面均价 (元/平方米)	4326	7.05%	5148	19.00%	5415	5.19%
各类用地成交溢价率		13.55%		9.83%		3.03%
住宅建设用地成交溢价率		17.93%		11.61%		3.79%

资料来源：CREIS

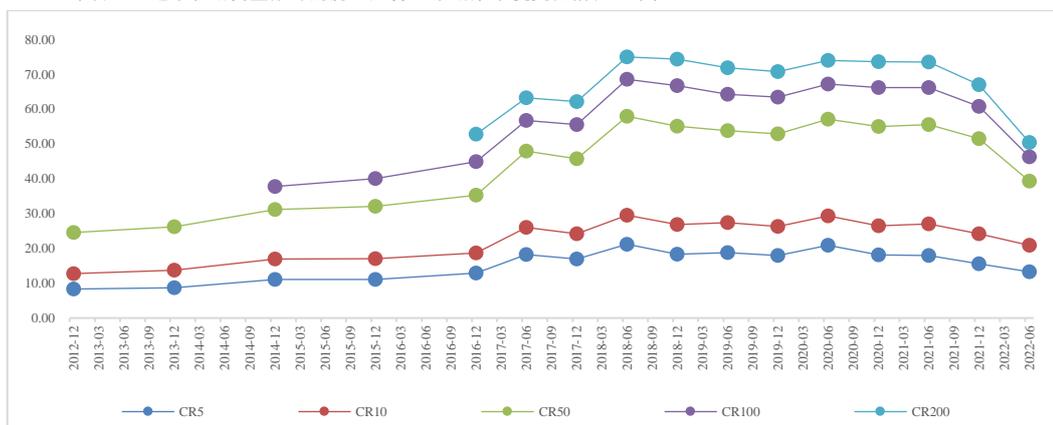
注：此处住宅类用地统计口径包括住宅用地与综合用地（含住宅）。

近年我国房地产行业调控政策保持“房住不炒”定位，同时强调“保交楼、保民生、保稳定”，稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制。严调控背景下房地产行业规模拐点显现，行业总体资金紧张，流动性承压。自 2021 年末以来调控政策逐步放松，但“房住不炒”下宽松幅度较为有限。2022 年 1-9 月，中央层面主要的调整措施包括两次降准、三次下调 5 年期以上 LPR 共 35BP、允许部分城市下

调或取消住房贷款利率下限、下调首套住房贷款公积金利率以及房屋置换可减免个税等。地方层面则继续以“因城施策”为原则，多地限购、限售、限贷、限价政策松绑，部分高能级城市亦放松和鼓励落户。但从行业数据看，宽松政策对改善行业现金流的作用较为有限。9月以来政策集中从金融机构部门发力，如指导政策性银行推出“保交楼”专项借款，以保证“保民生”的工作任务。11月央行、银保监会出台“金融十六条”，信贷、债券及股权融资“三箭齐发”，政策从融资端加大支持力度，并体现出“保项目”与“保企业”并行的特征。2023年2月自然资源部发布《关于进一步规范住宅用地供应信息公开工作的通知》（简称“《通知》”），对当前集中供地政策进行优化完善，该《通知》有利于降低同批次地块入市的竞争强度，缓解房企资金压力。当前行业政策较为宽松，以稳地价、稳房价，改善房企资产负债状况和修复市场信心为侧重点，保障房地产市场的平稳运行。

房地产开发行业是资金密集型产业，债务融资依赖度高。受益于城市化进程及经济增长等长期因素，“高杠杆、高成本、快周转”模式获得有效支撑，偏高的财务杠杆及融资成本、土地成本等，通常都能够通过快速周转加以消化。众多民营企业也凭借相对更高的经营效率不断发展壮大，并在房地产这一支柱性产业中获得一席之地。但近年来随着限售、限贷、限购乃至强化预售资金监管等一系列政策的落实，“快周转”策略逐步失灵，“高杠杆、高成本”失去支撑，部分民营房地产开发企业信用风险暴露。随着市场环境的变化，尤其是部分民营房地产企业的逐步退出，未来行业竞争格局将发生深刻变化，能够低成本获得土地和资金的大型企业或地方企业，或将在竞争中获得一定优势。随着部分民营房企信用风险的渐次暴露，房地产行业销售金额（CR）集中度于2018年达到峰值，其后总体上趋于下滑，其中2021年以来下滑趋势更为明显。根据Wind数据，2022年6月CR5/CR10/CR50/CR100/CR200比值由2018年12月的18.35%/26.89%/55.10%/66.73%/74.35%降至13.26%/20.89%/39.34%/46.26%/50.43%。

图表 6. 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

项目去化压力大。长期而言，房地产需求与经济发展水平及居民收入状况密切相关。我国在较短时间内完成了工业化与城市化进程的主要部分，房地产需求相应较集中释放，行业得以快速发展。随着经济增速的逐步放缓、人口增长趋缓以及房价的逐步高企，加之预期持有成本上升（房产税等），潜在需求或受到阶段性抑制。现阶段我国所处内外部环境较为复杂，经济发展面临多重挑战，居民就业与收入增长承压明显，房地产市场短期需求大幅回升的难度较大。以上市或发债的房地产企业存货占款数据¹看，2018-2022年9月末存货余额合计数分别为8.25万亿元、10.01万亿元、11.42万亿元、11.95万亿元和12.14万亿元，同比增幅分别为31.54%、21.32%、14.09%、4.70%和6.63%；同期上述房企存货去化率²分别为34.67%、31.81%、31.19%、34.50%和25.24%。

开发投资或放缓。2021年国内房地产开发企业土地购置意愿趋弱，2022年以来更是出现较大幅度下滑，土地成交量的减少将导致行业中短期内开工势能不足，行业增速或受限。2022年行业内新购置土地的主体以国有企业为主，项目开发周期或将大幅度延长，很大程度上将影响行业的运行效率。一

¹ 选取以房地产开发为主业的A股上市公司及发债企业共计126家。

² 存货去化率=当期销售额*(1-当期销售毛利率)/当期末存货*100%，2022年9月末存货去化率分母采用2022年前三季度销售额/0.75进行年化计算。当期销售额=当期末预收款项+当期末合同负债+当期营业收入-上期末预收款项-上期末合同负债。

方面，融资成本控制能力对企业信用质量的重要性将进一步提升，另一方面，项目销售去化速度的总体放缓，又将对开发投资增长进一步形成约束。

流动性压力犹存。房地产行业资金驱动特征极其明显。2022年第四季度以来行业融资环境得到大幅改善，部分经营相对稳健的优质房企得到一定资金救助，流动性压力有所缓解。但投资预期扭转下，项目销售压力仍存，随着大额债务的陆续到期，部分以往采用快周转开发模式的房地产开发企业仍然面临着流动性压力，部分出险民营开发商或将随着项目层面的风险缓慢出清而逐步退出市场。长期看，行业需探索出新的发展模式，实现平稳过渡。

A. 建筑施工行业

我国建筑施工行业景气度与固定资产投资增速密切相关，近年来行业总产值维持中低速增长。2022年受地方政府隐性债务严监管等因素影响，全年基础设施投资增速低迷。但2022年以来，经济下行压力加大，作为经济稳增长的重要着力点，基建投资有望提速。

我国建筑施工行业发展与宏观经济变化，尤其是与固定资产投资密切相关。近年来我国宏观经济下行压力加大，固定资产投资增速放缓，叠加外部因素冲击，建筑施工总产值增速承压。2022年我国国内生产总值为121.02万亿元，按不变价计算，同比增长3.0%；固定资产投资完成额为57.21万亿元，同比增长5.1%，增速较上年提升0.2个百分点，但仍处历史较低水平；建筑业总产值为31.20万亿元，同比增长6.5%，增速较上年下降4.5个百分点。

建筑施工行业主要下游需求来自基础设施建设和房屋建设投资两大领域。基建投资被普遍认为是经济稳增长的重要抓手，但在地方政府隐性债务监管趋严背景下，近年来基建投资增速持续低迷。

新签合同为建筑行业产值形成的基础，新签合同额变化趋势与产值走势趋同，但其对市场环境变化更加敏感，短周期内的波动趋势和变化幅度更加明显。2020~2022年，建筑业新签合同额保持增长，分别为32.52万亿元、34.46万亿元和36.65万亿元，同比增速分别为12.43%、5.96%和6.36%，短期内增速波动下降。

建筑施工企业工程施工成本包括材料成本、人工成本、机械使用成本和其他成本，其中以钢材、水泥等为主的建筑原材料占生产成本比重较大，约为40%-60%；人工成本占比约为20%-30%。受供给侧改革及环保限产等因素影响，近年来我国钢材、水泥、混凝土等主要建材价格指数上涨明显。2020年10月起，受全球流动性宽松的国家产能相对需求供应不足等因素叠加影响，国际铁矿石和焦炭价格大幅上涨，我国钢材企业生产成本上升，钢材市场价格走高；受“能耗双控”力度收紧、原燃材料价格上涨等因素的影响，2021年8月起，我国水泥价格大幅上涨并创出历史新高。虽然钢材、水泥等建材价格已于2021年11月起有所回落，但仍处于相对高位，下游建筑施工企业成本控制压力较大。

政策环境方面，2022年1月住建部发布《“十四五”建筑业发展规划》，提出了建筑业2035年远景目标以及“十四五”时期发展目标，并明确了七大主要任务：（1）加快智能建造与新型建筑工业化协同发展；（2）健全建筑市场运行机制；（3）完善工程建设组织模式；（4）培育建筑产业工人队伍；（5）完善工程质量安全保障体系；（6）稳步提升工程抗震防灾能力；（7）加快建筑业“走出去”步伐。

竞争格局方面，建筑施工行业进入壁垒较低，业内企业数量庞大，行业竞争激烈。截至2022年末，从业企业数量为143,621家，总产值为12.54万亿元、新签合同额为19.31万亿元。目前建筑施工行业集中度仍偏低，在经济形势变化、业主对施工企业资金实力要求更高，行业施工资质、招投标、安全管理日趋规范，以及国家推动重大投资项目落地实施的背景下，大中型国有建筑施工企业主要凭借丰富的施工经验和资金优势在工程承揽方面具有竞争优势。在激烈的市场竞争中，拥有技术、资金、装备优势的大型建筑企业集团在竞争中处于有利地位。近年，以中铁工、中铁建，中国建筑和中國交建等为代表的中央国有建设集团抓住近年来快速发展的市场机遇，利用其得天独厚政策优势、有利的市场布局、雄厚的资金实力和精良的装备优势等实行大规模扩张，逐步向规划设计施工一体化、投资建设管理一体化综合型特大建设集团方向演化，在超高层建筑、桥梁、地铁、隧道等领域形成较激烈的竞争氛围。省级建筑施工企业在各省区域内精耕细作，省内市场拥有一定竞争优势。随着业务区域的不断拓展，拥有超高层建筑、地铁建设、住宅建设、专业施工等领域专业技术的省级建筑企业在省外市场中的竞

争力逐渐增强。

风险和关注方面：（1）财务杠杆水平偏高，款项回收风险进一步积累。建筑施工企业对上下游的议价能力较弱，垫资施工、工程结算周期长及业主的信用意识薄弱等因素导致建筑施工企业营运资金压力较大，行业财务杠杆水平偏高。在强监管、去杠杆、严格规范地方政府举债、财政收入下滑以及房地产企业融资收紧政策密集出台等因素的综合作用下，下游业主方融资受限、资金压力加大，建筑施工企业回款风险进一步累积。（2）盈利水平或进一步弱化。除部分特殊施工类型外，我国建筑施工市场是完全竞争市场，尽管工程招投标机制和资质管理等形成了一定的进入门槛，但是建筑施工行业内企业竞争压力仍很大，建筑施工行业的利润率一直处于低水平。加之融资规模增大、融资成本上升导致财务费用负担加重，同时我国劳动力价格不断攀升，2021年以来钢材成本上升。中短期内，随着竞争的加剧和资金成本的上升，预计建筑施工行业整体盈利状况将进一步弱化。

（3）区域市场因素

2022年厦门市楼市前冷后热，第四季度起在宽松政策刺激下新建商品住宅销售量明显增加，但全年成交量同比大幅缩减，价格亦有所下跌。土地市场方面，厦门市2022年住宅用地供应有所缩减，成交相对淡。

政策方面，2020年厦门市楼市政策以稳为主，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月起厦门市出台相关政策强化房地产市场调控，核心在于强化房价地价联动、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。2022年厦门市房地产政策趋于宽松，3月岛外新建商品住宅不再强调摇号销售；8月下调有贷款记录的公积金贷款购房首付比率；厦门市住房公积金中心10月出台政策对多子女家庭申请住房公积金贷款购买首套自住住房，在最高额度限额内，其可贷额度在测算公式计算金额基础上增加10万元，11月上浮个人住房公积金贷款最高贷款额度；12月放宽岛外限购政策，不再要求提供半年劳动合同证明。

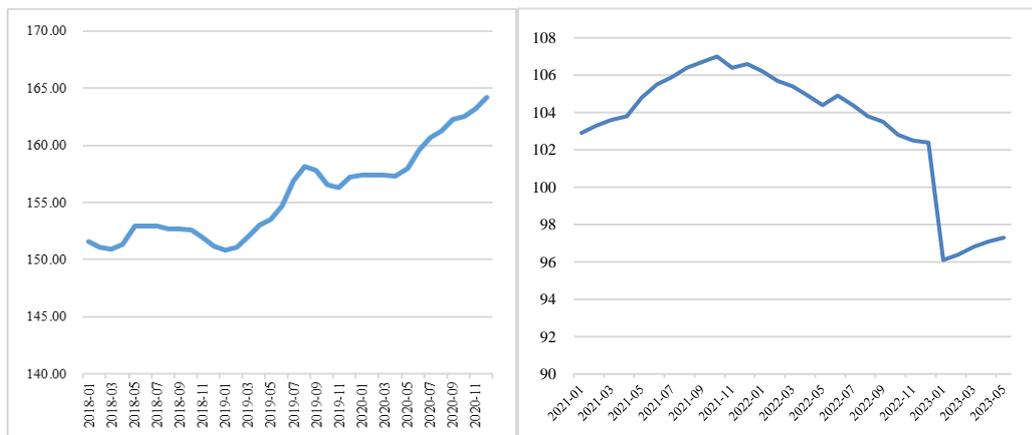
土地市场方面，2020年厦门市住宅类用地供应同比大幅增加，开发商拿地热情高涨。根据Wind数据显示，2020年厦门市新增供应住宅类土地规划建筑面积为325.18万平方米，同比增长95.21%，成交面积为304.30万平方米，增长84.60%，成交价款总额为594.34亿元，增长31.86%，成交楼面均价为1.95万元/平方米。2021年厦门市成为全国22个实行集中供地试点城市之一，当年实际供应住宅土地对应建筑面积合计304.29万平方米，同比减少6.42%；土地市场前热后冷，全年成交土地建筑面积合计292.70万平方米，同比微减3.81%，成交价款合计793.85亿元，同比增长33.57%，主要因成交单价上涨带动，当年住宅类用地楼面均价为2.66万元/平方米。2022年厦门市三个批次住宅用地集中供应分别于3月、5月和8月完成，剔除取消因素，分别供应土地9宗、10宗和6宗，供应土地对应建筑面积合计257.73万平方米，同比减少15.30%；成交方面相对冷淡，其中第二和第三批各流拍土地1宗，当年成交土地对应建筑面积合计235.06万平方米，同比减少19.69%，成交总价款为531.45亿元，同比减少33.05%。2023年厦门市第一批住宅供地时间较晚，2023年一季度尚无供应及成交情况。

房地产开发投资方面，根据Wind数据显示，2020-2022年厦门市房地产开发投资完成额分别为1,055.76亿元、1,069.66亿元和1,064.08亿元，保持相对稳定；房地产新开工面积分别为405.68万平方米、566.33万平方米和687.82万平方米，保持较快增长。市场供应方面，同期厦门市商品住宅批准预售面积分别为259.86万平方米、276.08万平方米和134.52万平方米，2022年住宅入市规模明显收缩。成交方面，商品房住宅成交面积分别为253.83万平方米、369.93万平方米和234.62万平方米，供销率³分别为97.68%、133.99%和174.41%，2021年厦门市住宅销售热度前高后低，第四季度受政策条款影响，转冷情况虽较为明显，但全年销售面积仍同比增长45.74%，供销率均同比明显提升；2022年销售前冷后热，第四季度在政策宽松刺激下，销售明显增长，全年销售面积虽大幅下降，但因供应量大幅下降，供销率大幅上升。价格方面，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（以2015年为基数）均值为160.11点，同比提升5.27点；2021

³ 供销率=成交面积/批准预售面积*100%

年，厦门市商品住宅价格延续上涨走势，新建商品住宅价格指数（以 2020 年为基数）均值为 105.24 点；2022 年以来商品住宅价格有所下跌，2023 年 1 月价格最低降至 96.10 点。

图表 7. 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。2022 年，受项目推售安排及市场环境等因素影响，公司房地产项目合同销售额同比有所下滑，部分项目销售速度较慢，去化率较低，后续销售情况有待关注。公司建筑施工业务新签外部项目合同额大幅增长，收入有所回升，但该业务持续面临一定的结算和回款压力。受房地产项目交付量减少，业务毛利缩减，加之针对部分项目计提存货跌价准备以及对非并表房地产合作项目公司股权计提减值影响，2022 年公司净亏损额较大。

（1）主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司业务收入构成及变化情况

主导产品或服务	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
营业收入（亿元）	90.67	105.62	101.04	11.53
其中：（1）房地产开发业务（亿元）	29.64	69.71	57.53	1.93
在营业收入中所占比重（%）	32.69	66.00	56.93	16.75
（2）建筑施工业务（亿元）	56.49	30.26	37.73	8.06
在营业收入中所占比重（%）	62.31	28.65	37.34	69.86
（3）租赁及酒店业务（亿元）	2.12	3.00	3.31	1.16
在营业收入中所占比重（%）	2.34	2.84	3.27	10.04
（4）物业管理业务（亿元）	1.39	1.36	1.53	0.34
在营业收入中所占比重（%）	1.54	1.29	1.51	2.93
（5）代建管理业务（亿元）	0.46	0.58	0.46	0.02
在营业收入中所占比重（%）	0.50	0.55	0.45	0.17
毛利率（%）	19.00	31.21	23.78	7.50
其中：（1）房地产开发业务（%）	41.09	42.14	37.43	13.70
（2）建筑施工业务（%）	5.87	6.33	4.09	2.80
（3）租赁及酒店业务（%）	53.71	37.54	20.16	33.95
（4）物业管理业务（%）	16.95	12.12	8.35	5.31
（5）代建管理业务（%）	30.33	22.85	15.26	-206.82

资料来源：厦门特房集团

2020-2022年，该公司营业收入分别为90.67亿元、105.62亿元和101.04亿元，主要来源于房地产业务和建筑施工业务。其中，房地产业务结转收入分别为29.64亿元、69.71亿元和57.53亿元，受交付周期影响，波动较大。建筑施工业务收入分别为56.49亿元、30.26亿元和37.73亿元，其中2021年同比大幅下降，主要因前期新签外部施工项目合同金额下降所致，2022年有所回升。公司物业租赁、酒店经营、物业管理和代建管理等业务经营规模相对较小，对整体收入贡献有限。2020-2022年，公司综合毛利率分别为19.00%、31.21%和23.78%，波动较明显，主要受低毛利率建筑施工业务占比变化影响。

2023年第一季度，该公司营业收入同比增长20.90%至11.53亿元，因当期结转房地产项目毛利率较低加之建筑施工业务收入占比较大，综合毛利率较低，仅为7.50%。

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和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。公司开发的天津鼓浪水镇项目体量较大，因规划调整等原因建设进度滞缓，公司已于2019年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，转让后仅持有其20%的股权，不再将其纳入合并范围。

图表9. 公司房地产开发运营情况

项目	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
拿地及开发投资金额（亿元）	49.12	56.57	74.65	3.07
新开工面积（万平方米）	62.57	22.96	7.01	11.12
竣工面积（万平方米）	33.98	23.34	12.84	-
合同销售面积（万平方米）	28.30	41.53	33.91	10.93
合同销售金额（亿元）	60.28	81.17	58.69	20.66
合同销售均价（万元/平方米）	2.13	1.95	1.73	2.02

资料来源：厦门特房集团

2020-2022年，该公司通过招拍挂分别竞得土地1宗、4宗和1宗，土地出让金（合计）分别为4.54亿元、27.26亿元和58.70亿元，其中2022年获取的土地系洪塘头TOD项目用地（2022TP03地块），系公司控股股东变更为厦门轨道建设发展集团有限公司（简称“厦门轨道集团”）后获取的首宗TOD项目用地；2023年第一季度，公司未新拿地。截至2023年3月末，2022TP03地块尚有29.35亿元土地出让金尚待支付。2020-2022年，公司房地产项目新开工面积持续缩减，重点推进存量项目开发建设；投资额持续增长，主要因实缴土地款增加所致。受项目推售安排及市场环境等因素影响，公司签约销售规模有所波动，2022年签约销售面积及金额同比分别减少18.35%和27.69%，当年加推的厦门市同安区樾琴湾项目部分房源销售情况较好，贡献销售额20.98亿元，另外销售主力项目还包括漳州市龙文区的锦绣碧湖项目，当年销售额为20.72亿元。2023年第一季度，公司房地产项目销售情况好于上年同期，当期签约面积及金额同比增长78.01%和23.20%。

中澳实业转让后，该公司主要房地产项目集中于厦门、漳州和泉州三市；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。截至2023年3月末，公司在建、拟建及在售主要项目如下表所示，计划总投资合计670.39亿元，已累计投资501.34亿元，后续尚待投资169.05亿元。截至同期末，上述项目规划可售面积合计657.10万平方米，其中已取得销售许可面积合计469.69万平方米，已签约销售面积为393.89万平方米，取证待售面积合计75.80万平方米，按照对应项目目前销售均价计算，取证待售部分货值为122.80亿元。

图表10. 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	33.71	0.63	21.21	21.21
美地雅登	厦门市翔安区	住宅、商业	2007-2015	19.02	19.02	49.59	49.13	49.06	0.70	34.36	34.36

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
黎安小镇	厦门市翔安区	住宅、商业	2010-2017	25.40	25.40	36.77	35.63	34.11	1.12	38.06	38.06
银溪春墅	厦门市同安区	住宅、商业	2007-2016	7.97	7.97	15.71	14.51	14.51	0.77	11.12	11.12
山水杰座	厦门市湖里区	住宅、商业	2011-2015	9.87	9.87	9.22	8.50	8.47	2.29	19.39	19.39
山水尚座	厦门市湖里区	住宅、商业	2010-2013	7.76	7.76	9.26	9.27	9.27	1.54	14.26	14.26
银溪墅府	厦门市同安区	住宅、商业	2013-2021	44.67	44.67	49.08	48.84	48.50	1.64	79.61	79.31
樾琴湾项目	厦门市同安区	住宅、商业	2016-2024	36.21	30.54	29.70	25.85	24.61	2.46	60.59	59.76
樾熙湾项目	厦门市同安区	住宅、商业	2020-2023	16.39	15.58	9.00	8.16	5.88	2.79	16.41	16.17
芙蓉书院	厦门市翔安区	住宅、商业	2019-2022	28.52	25.89	11.74	11.74	4.16	2.60	10.83	10.83
莱昂公馆	厦门市翔安区	住宅、商业	2016-2024	37.91	34.96	35.71	24.24	20.11	2.12	42.61	42.31
温莎公馆	厦门市湖里区	住宅、商业	2011-2016	15.56	15.56	9.94	9.91	9.91	2.56	25.39	25.39
翔美公寓	厦门市翔安区	住宅、商业	2015-2017	7.64	7.64	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	8.94	6.93	0.47	0.47	5.00	2.35	2.35
锦绣香里	泉州市	住宅、商业	2018-2021	12.94	12.68	20.43	16.63	5.35	0.64	3.40	3.39
锦绣一方	漳州市	住宅、商业	2004-2016	16.14	16.14	44.29	48.69	43.42	0.51	22.36	22.36
锦绣碧湖	漳州市	住宅、商业	2015-2025	145.18	99.19	166.92	99.02	77.29	1.53	118.14	114.10
新玥公馆一期	厦门市同安区	住宅	2021-2024	8.67	7.62	4.19	4.09	1.40	2.52	3.53	3.41
新玥公馆二期	厦门市同安区	住宅	2021-2024	11.34	9.66	5.08	4.95	0.84	2.62	2.20	1.75
波特曼酒店(2012TP01、2012TP02)	厦门市同安区	酒店	2014-2022	25.77	25.46	-	-	-	-	-	-
新经济产业园	厦门市同安区	综合	2020-2024	39.84	14.79	35.51	6.40	0.97	0.90	0.46	0.55
樾鸣湾	厦门市同安区	住宅、商业	2022-2024	19.85	16.65	9.54	9.35	1.56	2.40	3.74	1.32
七星湾TOD·璞盛项目	厦门市同安区	住宅、商业	2022-2027	109.59	30.25	51.41	-	-	-	-	-
合计	-	-	-	670.39	501.34	657.10	469.69	393.89	-	530.71	522.00

资料来源：厦门特房集团（截至 2023 年 3 月末）

具体项目看，该公司锦绣香里和芙蓉书院项目分别于 2018 年 9 月和 2020 年 4 月首次开盘，项目预售证批量获取，公司采取“少量多次”的销售策略，截至 2023 年 3 月末取证去化率⁴分别为 32.17% 和 35.43%；锦绣香里项目因主要目标销售对象返乡客群锐减，以致需求较弱，去化速度慢；芙蓉书院项目主要因市场下行且销售价格高于周边竞品而销售承压。公司锦绣碧湖项目开发体量较大，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 2023 年 3 月末已累计投资 99.19 亿元，2023 年 4-12 月、2024 年和 2025 年计划分别投资 14.32 亿元、9.54 亿元和 3.08 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，最近一批房源于 2022 年 9 月加推，截至 2023 年 3 月末去化率为 78.05%，2023 年 4-12 月计划加推 D 地块 12.88 万平方米的住宅，预计推盘货值为 21.37 亿元。七星湾 TOD·璞盛项目体量较大，项目用地面积为 15.43 万平方米，建筑面积为 66.11 万平方米，其中规划可售住宅面积约 40 万平方米，项目预计总投资为 109.59 亿元，土地款已于 2023 年 5 月支付完成，目前尚在建设阶段。

B. 建筑施工

该公司建筑施工业务主要由子公司厦门特房建设工程集团有限公司（简称“特房建工”）负责经营。特房建工于 2017 年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。

该公司绝大部分房地产项目由特房建工承建，房地产开发和建筑施工业务具有协同效应。2020-2022 年及 2023 年第一季度特房建工承接公司内部项目施工产值分别为 20.10 亿元、17.85 亿元、24.20 亿元和 6.83 亿元。该类项目施工合同主要根据公司内部产品中心测算后定价。

⁴ 签约销售面积/已取得预售证面积*100%

特房建工取得建筑施工总承包特级资质后加大了外部项目的拓展力度，目前特房建工施工业务主要集中在福建省内。2020-2022 年及 2023 年第一季度特房建工外部项目新签合同金额分别为 26.00 亿元、34.88 亿元、86.87 亿元和 5.22 亿元。为控制回款风险，特房建工在投标前会对客户和项目进行甄选，同期特房建工新签的外部项目均系国有企业房地产项目或政府投资类项目（如保障房、安置房、医院和学校等）。截至 2023 年 3 月末，特房建工在手未完工外部项目合同金额为 128.08 亿元。

该公司建筑施工业务面临一定的结算及回款压力，截至 2023 年 3 月末公司合并口径应收账款及合同资产（含其他非流动资产核算的一年以上的合同资产）分别为 11.77 亿元和 24.22 亿元，金额较大。

C. 物业运营及物业管理

截至 2023 年 3 月末，该公司自持物业可租面积合计 58.71 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。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。其中除特房波特曼财富中心外，其他物业体量相对较小。

波特曼财富中心于 2017 年末入市，2021 年 6 月该公司与深圳市星河商置集团有限公司（简称“星河商置”）签订合同，将裙楼商业部分整租给星河商置，租赁期为 20 年，起始租金为 5 元/平方米/月，租金按季度支付，物业费由星河商置承担，起始物业管理费为 1 元/平方米/月，并约定在租赁期的第 5、9、10、12、14、16、18 和 20 年递增租金及物业管理费，年平均递增率为 23.28%。裙楼整租后，波特曼财富中心出租率快速提升，截至 2023 年 3 月末该物业总可租面积为 28.40 万平方米，出租率为 88.73%。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司租金收入分别为 1.51 亿元、1.85 亿元、1.93 亿元和 0.62 亿元，毛利率分别为 52.35%、45.66%、23.95%和 26.48%，2022 年以来较以往明显下降，主要受租金减免影响。

该公司物业运营业务还包括酒店经营，主要系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，项目占地面积为 9.25 万平方米，总建筑面积为 19.57 万平方米，拥有客房 756 间。波特曼酒店于 2020 年 5 月开始营业，2020-2022 年平均入住率分别 27.75%、34.66%和 27.79%，主要受外部因素影响，客房入住情况欠佳；2023 年第一季度外部因素影响解除，当期入住率大幅提升至 44.38%。同期，公司酒店业务收入分别为 0.61 亿元、1.15 亿元、1.38 亿元和 0.54 亿元，毛利率分别为 57.07%、24.50%、14.84%和 42.55%，2023 年以来盈利能力大幅提升。

该公司物业管理业务主要经营实体为子公司厦门特房物业服务有限公司（简称“特房物业”）。特房物业成立于 2005 年，物业管理经验较为丰富。截至 2023 年 3 月末物业管理合同面积为 642.97 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。2020-2022 年及 2023 年第一季度公司物业管理收入分别为 1.39 亿元、1.36 亿元、1.53 亿元和 0.34 亿元；毛利率分别为 16.95%、12.12%、8.35%和 5.31%，因人工等成本上升而持续下降。

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（简称“厦门房股”）和厦门市特房海湾投资有限公司（简称“特房海湾”）。

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；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%⁵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。2020-2022 年，公司分别确认代建管理收入 4,550.94 万元、5,776.33 万元和 4,581.01 万元，毛利率分别为 30.33%、22.85%和 15.26%；2023 年第一季度公司代建管理收入为 190.67 万元，因确认的管理费收入小于成本开支，故毛利率为负(-206.82%)。

E. 其他重大事项

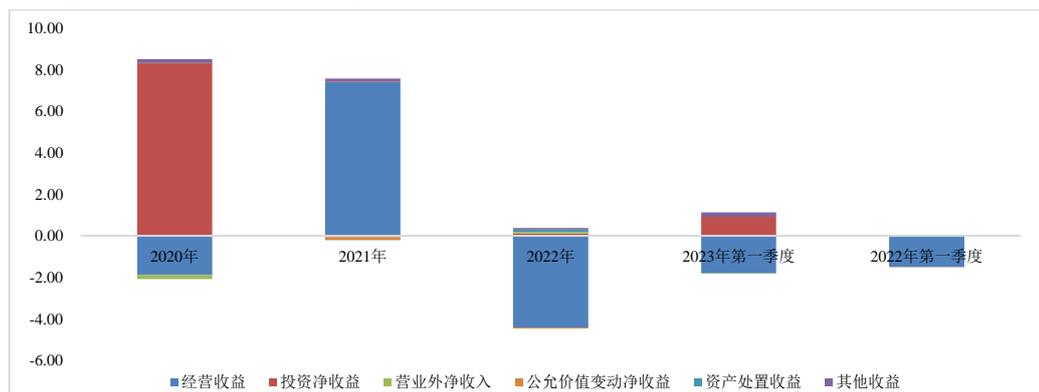
该公司于 2023 年 6 月 25 日收到厦门市人民政府国有资产监督管理委员会(简称“厦门市国资委”)文件(厦国资产[2023]125 号)，根据《厦门市人民政府关于组建厦门特区建设投资集团有限公司工作方案的批复》(厦府[2023]33 号)精神，拟组建厦门特区建设投资集团有限公司(简称“厦门建投集团”)，将公司所持特房建工 100%股权、厦门房股 93.15%股权以及直接和间接合计持有的特房海湾 100%股权无偿划转至厦门建投集团。上述股权划转基准日为 2022 年 12 月 31 日，该事项将减少公司实收资本 15.05 亿元，占 2022 年末公司所有者权益的 18.80%。

特房建工、厦门房股和特房海湾股权无偿划转后，该公司将剥离建筑施工和代建管理业务，2022 年上述业务营业收入分别为 37.73 亿元和 0.46 亿元，合计占公司营业收入的 37.80%；营业毛利分别为 1.54 亿元和 0.07 亿元，合计占公司营业毛利的 6.72%。

截至本评级报告出具日，上述股权划转事项所涉及的工商变更及股权登记过户手续正在办理中。新世纪评级将持续关注上述事项的后续进展。

(2) 盈利能力

图表 11. 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⁶

该公司营业毛利主要由房地产业务贡献，2020-2022 年公司营业毛利分别为 17.22 亿元、32.96 亿元和 24.03 亿元，受房地产项目结转波动影响而有所波动。公司期间费用金额较大，同期分别为 11.44 亿元、11.82 亿元和 11.29 亿元，保持相对稳定。公司税金及附加分别为 5.88 亿元、13.20 亿元和 7.42 亿元，2021 年大幅增长主要系土地增值税计提金额增加所致。公司资产减值损失及信用减值损失合计金额分别为 1.80 亿元、0.52 亿元和 9.74 亿元，其中 2022 年金额较大，主要因对芙蓉书院和锦绣香里项目计提存货跌价准备(4.26 亿元和 0.76 亿元)，加之因联营公司中澳实业业务开展情况欠佳，公司对持有其股权计提了 3.86 亿元的减值准备所致。2020-2022 年，公司经营收益分别为-1.89 亿元、7.43 亿元和-4.42 亿元，2022 年房地产结转规模缩减，加之计提大额减值，经营收益为负。

2023 年第一季度，该公司营业毛利同比微增 0.09 亿元至 0.87 亿元，但主要在期间费用侵蚀下，公司经营收益为-1.81 亿元。

⁵ 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费，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。

⁶ 含资产减值损失及信用减值损失。

图表 12. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
营业收入（亿元）	90.67	105.62	101.04	11.53
营业毛利（亿元）	17.22	32.96	24.03	0.87
其中：房地产业务（亿元）	12.18	29.38	21.53	0.26
期间费用率（%）	12.61	11.19	11.17	18.14
其中：财务费用率（%）	6.01	4.11	3.96	7.77
全年利息支出总额（亿元）	8.42	6.28	7.05	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.75	0.60	0.90	-

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

注：季度利息支出明细未统计。

2020-2022 年，该公司投资收益分别为 8.32 亿元、0.03 亿元和 0.12 亿元，其中 2020 年金额较大，主要因清仓减持兴业证券股份有限公司（简称“兴业证券”）股票产生投资收益 8.41 亿元。同期，公司营业外收入和其他收益合计金额分别为 0.22 亿元、0.17 亿元和 0.18 亿元，主要为获得的政府补助。2020-2022 年，公司净利润分别为 3.55 亿元、2.26 亿元和-7.26 亿元，其中 2020 年主要在投资收益的补充下实现盈利，2021 年盈利主要来源于主业，2022 年因经营收益转负而呈亏损状态。2023 年第一季度，主要因公司经营收益持续为负，当期净亏损 0.72 亿元。

图表 13. 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	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
投资收益	8.32	0.03	0.12	0.91
其他收益	0.19	0.12	0.08	0.22
营业外净收入	-0.20	-0.05	0.08	-0.02

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

2023 年 4-12 月、2024 年和 2025 年，该公司计划在房地产业务拿地及项目开发投资方面分别投入 56.81 亿元、26.81 亿元和 13.37 亿元。结合业务回款规划，公司计划净偿还债务，同期净融资规模分别为-19.63 亿元、-34.78 亿元和-7.78 亿元。

图表 14. 公司未来投融资规划（单位：亿元）

主导产品或服务	2023 年 4-12 月	2024 年	2025 年
房地产业务支出计划	56.81	26.81	13.37
其中：在建、拟建房地产项目支出	27.46	26.81	13.37
土地购置支出	29.35	-	-
融资安排（净额）	-19.63	-34.78	-7.78
其中：权益类融资	-	-	-
债务类融资	-19.63	-34.78	-7.78

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

管理

跟踪期内，该公司控股股东变更为厦门轨道集团，实际控制人仍为厦门市国资委。公司管理制度和组织结构未发生重大变化；因厦门市机构整合及公司控股股东变更等原因，公司人事方面发生较大调整。

该公司原系厦门市国资委全资控股的国有独资企业，2022 年 3 月厦门市国资委将持有的公司全部股权划入厦门轨道集团。由于厦门市国资委直接持有厦门轨道集团 100% 的股权，公司实际控制人仍为厦门市国资委。控股股东变更后，公司对章程进行了修订。跟踪期内，公司未对管理制度进行修订，组

织结构未发生重大调整。人事方面，因厦门市机构整合及公司控股股东变更等原因，根据厦门市国资委任免，跟踪期内公司董事会、监事会及高管成员发生较大调整。

关联交易方面，根据审计报告所载，2020-2022 年该公司关联销售金额分别为 5.38 亿元、1.02 亿元和 7.97 亿元，2022 年同比增长主要因承接厦门轨道集团体系内公司工程施工项目所致；公司关联采购金额较小，2022 年为 0.48 亿元。2022 年末公司应收关联方款项余额为 12.76 亿元，其中其他应收款为 6.84 亿元，系对中澳实业下属公司的拆借款；应付关联方款项余额为 11.54 亿元，较上年末大幅增加主要系应付厦门轨道集团往来款增加。同期末，公司向中澳实业子公司提供的担保之在保余额为 0.80 亿元；厦门轨道集团为公司发行债券提供担保之在保余额为 15.00 亿元。

图表 15. 公司关联交易情况（单位：亿元）

项目	2020 年（末）	2021 年（末）	2022 年（末）
关联销售	5.38	1.02	7.97
关联采购	-	-	0.48
应收关联方款项余额	9.12	10.14	12.76
其中：应收账款	3.74	0.61	3.06
合同资产	-	1.04	2.40
其他应收款	5.37	6.84	6.84
其他非流动资产	-	1.65	0.46
应付关联方款项余额	1.76	2.69	11.54
其中：预收款项（及合同负债）	0.04	0.04	-
应付账款	-	-	0.35
其他应付款	1.72	2.65	11.15
其他流动负债	-	0.003	0.04
关联担保余额（作为担保人）	1.16	0.80	0.80
关联担保余额（作为被担保人）	-	-	15.00

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

根据该公司提供的《企业信用报告》，公司本部（截至 2023 年 5 月 22 日）、漳州特房本部（截至 2023 年 5 月 22 日）、特房建工本部（截至 2023 年 5 月 16 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 2023 年 5 月末公司本部及上述子公司本部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

2022 年以来，主要得益于股东增资，该公司所有者权益有所增长，但财务杠杆仍处于偏高水平。因房地产业务拿地支出及实缴税费增加，公司经营性现金流呈净流出状态。公司当前短期刚性债务规模较小，可动货币资金较充裕，且融资渠道较畅通，即期债务偿付保障性较强。

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 2020-2022 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。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）。

2020-2021 年该公司财务报表的编制遵循财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）的要求。因分析开展需要，本评级报告所列示的“其他应收款”不包含“应收利息”和“应收股利”，“其他应付款”不包含“应付利息”和“应付股利”，“长期应付款”不包含“专项应付款”。

2020 年该公司合并范围内子公司数量为 43 家。2021 年公司投资设立子公司 3 家，处置子公司 2 家；2022 年，公司投资设立子公司 1 家，截至 2022 年末子公司数量增至 45 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。本评级报告将上述永续期/永续债务融资工具从原核算科目调整至“应付债券”核算。2021年以来公司将部分预收售房款（交付时间超过1年）计入“其他非流动负债”科目核算，因分析开展需要，本评级报告将该部分调整至“合同负债”科目核算。上述调整前后相关会计科目情况如下表所示。

图表 16. 永续债及调整对公司合并口径会计科目的影响情况（单位：亿元）

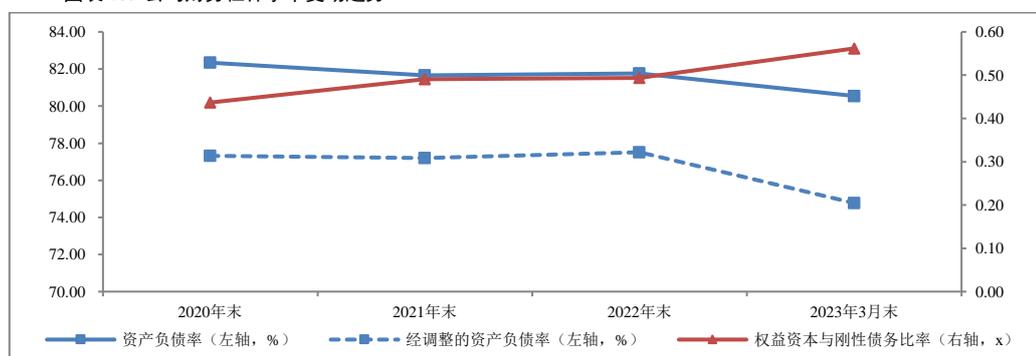
科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023年3月末	
	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后	调整前	调整后
负债总额	312.89	322.39	308.42	317.92	334.19	338.69	305.07	309.57
流动负债	205.70	205.70	156.47	178.49	169.60	193.76	158.74	183.27
其中：合同负债	-	-	54.01	76.03	53.86	78.02	62.66	87.19
非流动负债	107.19	116.69	151.95	161.45	164.59	144.93	146.33	126.30
其中：应付债券	62.77	72.27	81.12	90.61	84.51	89.01	67.51	72.01
其他非流动负债	0.36	0.36	24.47	2.45	26.80	2.64	24.96	0.42
所有者权益	78.65	69.15	80.87	71.38	80.05	75.55	79.26	74.76
其中：其他权益工具	3.00	-	2.99	-	-	-	-	-
少数股东权益	10.16	3.66	9.90	3.40	7.61	3.11	7.56	3.06

资料来源：厦门特房集团，经新世纪评级整理

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 17. 公司财务杠杆水平变动趋势



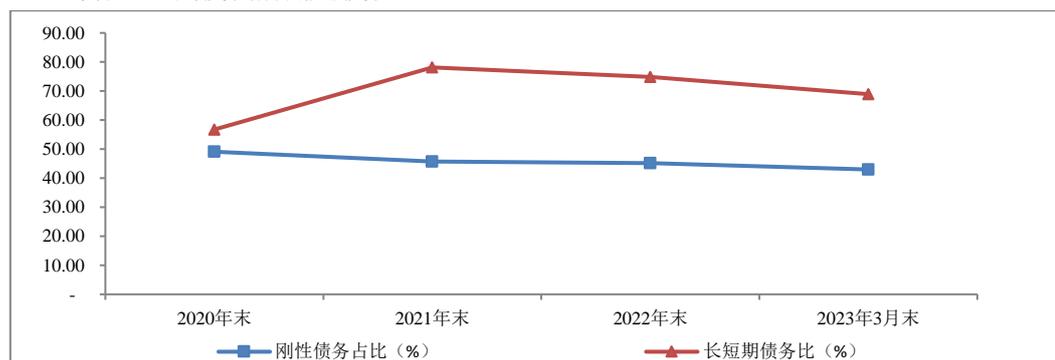
资料来源：根据厦门特房集团所提供数据绘制

2020-2022年末，该公司负债总额分别为322.39亿元、317.92亿元和338.69亿元，2022年末主要因应付股东拆借款、应付账款和刚性债务增加而增长。同期末，公司所有者权益分别为69.15亿元、71.38亿元和75.55亿元，2021年末较上年末增长主要因将所收到的财政局住房租赁项目资本金由专项应付款转增资本公积所致，2022年厦门轨道集团对公司现金增资15.00亿元，但主要受亏损影响，年末所有者权益仅小幅增加4.17亿元。2022年末，公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成，金额分别为25.64亿元和36.86亿元。2020-2022年末，公司经调整的资产负债率分别为77.32%、77.20%和77.51%，保持稳定。同期末，权益资本与刚性债务比率分别为0.44、0.49和0.49。

2023年3月末，主要因偿付刚性债务，该公司负债较上年末减少29.13亿元至309.57亿元；因亏损，所有者权益较上年末微减0.79亿元至74.76亿元；经调整的资产负债率较上年末下降2.74个百分点至74.77%，权益资本与刚性债务比率升至0.56。

(2) 债务结构

图表 18. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
刚性债务	158.27	49.09	145.44	45.75	153.00	45.17	133.06	42.98
应付账款	41.42	12.85	48.69	15.32	56.42	16.66	48.46	15.65
预收款项及合同负债	86.60	26.86	76.26	23.99	78.27	23.11	87.97	28.42
其他应付款	13.98	4.33	16.92	5.32	25.30	7.47	25.97	8.39

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。

该公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收款项及合同负债和其他应付款构成。2020-2022 年末公司刚性债务占负债总额的比重分别为 49.09%、45.75%和 45.17%，持续下降。同期末，应付账款持续增长，主要因特房建工应付分包方工程款增加所致；账龄方面，截至 2022 年末一年内（含）的部分占比为 61.31%。2022 年末预收款项及合同负债合计金额较上年末略有增长，主要系预收购房款金额大于结转金额所致。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，2020-2022 年末其中往来款分别为 4.80 亿元、9.28 亿元和 15.46 亿元，2022 年末较上年末增长主要因厦门轨道集团向公司提供资金（年末余额为 9.07 亿元）所致。2023 年 3 月末，公司偿还较大金额刚性债务，其占负债总额的比重降至 42.98%；因支付工程款项，应付账款较上年末减少 7.97 亿元；因收到较大金额房地产项目预售款，而当期结转金额较小，预收款项及合同负债合计金额较上年末增加 9.70 亿元；其他应付款较上年末变化不大。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 56.73%、78.12%、74.80%和 68.91%，有所波动。

图表 19. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
短期刚性债务合计	48.05	11.15	13.30	9.19
其中：短期借款	1.52	6.20	8.38	4.80
一年内到期非流动负债	43.50	4.96	4.92	4.39
应付票据	0.28	-	-	-
应付利息	2.75	-	-	-
中长期刚性债务合计	110.23	134.28	139.70	123.87
其中：长期借款	37.95	43.67	50.69	51.86
应付债券	72.27	90.61	89.01	72.01
综合融资成本（年化）	4.98%	4.29%	3.77%	3.73%

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

注：1) 上表综合融资成本根据对应期末借款及债券明细估算；2) 一年内到期的非流动负债不包括一年内到期的租赁负债；3) 上表合计金额存在加总尾差。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司刚性债务分别为 158.27 亿元、145.44 亿元、153.00 亿元和 133.06 亿元，其中 2023 年第一季度主要因偿还到期债券，刚性债务大幅减少。从融资渠道方面看，同期末公司借款余额（含短期借款、长期借款及一年内到期的长期借款）分别为 47.78 亿元、53.20 亿元、62.23 亿元和 59.56 亿元，其占刚性债务的比重从 2020 年末的 30.19% 升至 2023 年 3 月末的 44.76%。公司借款以抵押借款和担保/保证借款为主，2022 年末占借款本金余额的比重分别为 63.27% 和 36.73%，其中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 69.64%、92.33%、91.31% 和 93.09%，其中 2021 年末主要因公司新发行债券置换到期债券，占比明显上升；公司短期债务规模较小，即期偿债压力不大。

图表 20. 截至 2023 年 3 月末公司刚性债务期限结构

到期剩余年限	1 年以下 (含 1 年)	1~2 年 (含 2 年)	2~3 年 (含 3 年)	3~5 年 (含 5 年)	5 年以上	合计
合并口径	19.80	46.22	27.92	6.42	31.15	131.50
母公司口径	15.00	42.53	10.00	-	7.15	74.68

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

注：1) 假设设置回售/赎回条款的债券均于下一个行权日行权到期；2) 上表根据债务本金余额计算填列，故与图表 19 中刚性债务余额存在一定的差异；3) 上表存在加总尾差。

3. 现金流量

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
营业收入现金率 (%)	100.96	102.02	107.02	188.33
业务现金收支净额 (亿元)	10.14	5.38	-37.23	-9.74
其他因素现金收支净额 (亿元)	16.81	1.33	15.23	3.06
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	26.96	6.71	-22.00	-6.68
EBITDA (亿元)	15.38	15.35	4.58	-
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.09	0.10	0.03	-
EBITDA/全部利息支出 (倍)	1.83	2.44	0.65	-

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。

房地产业务销售资金回笼和结转收入不同步，2023 年第一季度该公司销售回笼资金较大，但结转收入规模较小，营业收入现金率高。2020-2022 年及 2023 年第一季度，公司业务现金收支净额分别为 10.14 亿元、5.38 亿元、-37.23 亿元和 -9.74 亿元，其中 2022 年主要因拿地现金支出及实缴土地增值税等税费增加而呈大额净流出状态。其他因素对经营活动影响净额波动较大，主要受往来款拆出和收回影响。同期末，公司经营性现金净流量分别为 26.96 亿元、6.71 亿元、-22.00 亿元和 -6.68 亿元，2022 年以来主要受业务现金流的影响而呈净流出状态。

2020-2022 年，该公司 EBITDA 分别 15.38 亿元、15.35 亿元和 4.58 亿元，2022 年因亏损额较大而大幅下降，当年 EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度显著下降。

图表 22. 公司投资环节现金流量状况 (单位: 亿元)

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	18.87	1.44	0.17	-
其中: 理财产品投资回收与支付净额	18.87	1.44	0.004	-
取得投资收益收到的现金	0.16	0.27	1.20	0.08
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	-1.77	-2.52	-0.52	-0.05
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-0.03	-0.05	-	0.002
投资环节产生的现金流量净额	17.24	-0.86	0.85	0.03

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

2020-2022 年和 2023 年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为 17.24 亿元、-0.86 亿元、0.85 亿元和 0.03 亿元，其中 2020 年主要因减持兴业证券股票而呈大额净流入状态，2021 年以来投资活动现金流入及流出主要体现于理财产品的赎回和申购，收支基本平衡，投资性现金流净额绝对值很小。

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年第一季度
权益类净融资额	5.09	-0.73	14.03	-0.07
其中：永续债	6.50	-	-5.00	-
债务类净融资额	-24.40	-18.40	6.79	-21.28
其中：现金利息支出	-8.55	-6.90	-5.60	-1.62
其他因素对筹资环节现金流量影响净额	2.38	0.40	-7.90	0.10
筹资环节产生的现金流量净额	-16.94	-18.73	12.92	-21.25

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理。

注：现金利息支出以负值填列。

2020-2022 年和 2023 年第一季度，该公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-16.94 亿元、-18.73 亿元、12.92 亿元和-21.25 亿元，其中 2020-2021 年及 2023 年第一季度主要因净偿还债务而呈净流出状态，2022 年因厦门轨道集团对公司现金增资 15.00 亿元且债务融资增加，当年呈净流入状态。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动资产	金额（亿元）	332.74	307.27	324.90	295.18
	占总资产的比重	84.98%	78.93%	78.43%	76.80%
其中：货币资金（亿元）		91.57	78.17	72.25	44.23
应收账款（亿元）		27.16	5.66	12.09	11.77
合同资产（亿元）		-	13.58	10.33	11.57
其他应收款（亿元）		7.64	10.38	9.51	7.21
存货（亿元）		196.91	193.14	212.53	212.14
其他流动资产（亿元）		8.78	5.50	6.85	6.74
非流动资产	金额（亿元）	58.79	82.02	89.34	89.15
	占总资产的比重	15.02%	21.07%	21.57%	23.20%
其中：可供出售金融资产（亿元）		2.67	-	-	-
其他非流动金融资产（亿元）		-	1.96	2.26	2.26
长期股权投资（亿元）		7.32	7.41	3.09	3.92
投资性房地产（亿元）		9.46	22.15	31.59	31.95
固定资产（亿元）		21.20	31.31	30.13	29.89
递延所得税资产（亿元）		12.15	8.88	6.88	6.83
其他非流动资产（亿元）		-	8.65	13.68	12.65
期末全部受限资产账面价值（亿元）		92.17	126.65	121.27	120.23
受限资产账面价值/总资产		23.54%	32.53%	29.27%	31.28%

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理

2020-2022 年末，该公司资产总额分别为 391.53 亿元、389.30 亿元和 414.24 亿元，以流动资产为主，占比在 80%左右。

2022 年末，该公司流动资产主要由货币资金、应收账款、合同资产、其他应收款、存货和其他流动资产构成。其中，货币资金为 72.25 亿元，其中 2.62 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 3.62%；另外，其中预售监管资金余额为 20.12 亿元。应收账款为 12.09 亿元，较上年末增加 6.43 亿元，主要因建筑施工业务应收工程款增加所致。合同资产为 10.33 亿元，包括已完工未

结算的工程款和将于 1 年内到期的质保金。其他应收款为 9.51 亿元，其中对中澳实业下属 3 家子公司的拆出款项余额合计 6.84 亿元，公司已计提坏账准备 0.52 亿元。存货账面价值为 212.53 亿元，存货跌价准备余额为 8.53 亿元，较上年末增加 3.28 亿元，主要因当年对芙蓉书院及锦绣香里项目计提跌价准备所致；存货中房地产项目开发成本（含未开发土地）和开发产品（不含出租开发产品）分别为 168.34 亿元和 29.89 亿元，存货销售比为 0.39。其他流动资产为 6.85 亿元，主要系增值税留抵税、待抵扣进项税及预缴的其他税费。

2022 年末，该公司非流动资产主要包括其他非流动金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、递延所得税资产和其他非流动资产。其中，其他非流动金融资产为 2.26 亿元，主要包括持有的厦门农村商业银行股份有限公司股权（0.99 亿元）和基金份额。长期股权投资为 3.09 亿元，较上年末减少 4.31 亿元，主要系对中澳实业股权计提减值所致。投资性房地产为 31.59 亿元，系公司自持租赁物业，以成本法计量；较上年末增加 9.44 亿元，主要因波特曼财富中心于当年实现出租部分由存货开发产品转入所致。固定资产为 30.13 亿元，主要系公司自用的房屋及建筑物等资产，主要因折旧的计提而较上年末减少 1.17 亿元。递延所得税资产为 6.88 亿元，主要系因预收款项预计净利润或土地增值税未支付及转回、内部交易未实现利润及资产减值准备等产生所得税暂时性差异而计提。其他流动资产为 13.68 亿元，系一年以上的合同资产。

2023 年 3 月末，该公司资产总额较上年末减少 29.91 亿元至 384.33 亿元，主要因偿还债务以致货币资金减少所致。同期末，公司受限资产账面价值合计 120.23 亿元，受限比率为 31.28%；其中货币资金、存货、固定资产和投资性房地产受限金额分别为 2.49 亿元、85.46 亿元、25.75 亿元和 6.53 亿元，后三者受限原因主要因作借款抵押物。

5. 流动性/短期因素

图表 25. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
流动比率 (%)	161.76	172.15	167.68	161.06
现金短债比 (%)	1.91	7.01	5.44	4.82

资料来源：根据厦门特房集团所提供数据整理。

2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，该公司流动比率保持相对稳定；2021 年因公司新发债券置换到期债券，当年末该指标大幅提升，2022 年以来虽有所下降，但现金类资产对短期刚性债务的覆盖情况仍较优。

6. 表外事项

根据审计报告所载，截至 2022 年末该公司无作为被告的重大未决诉讼。根据公司提供资料显示，截至 2023 年 3 月末公司对外担保余额为 71.81 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 69.55 亿元，该担保属于房地产销售过程中的阶段性担保，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，本部开展少量房地产开发及代建业务，主要承担管理和部分融资职能。2022 年末，公司母公司口径资产总额为 171.81 亿元，除对子公司投资为主的长期股权投资 69.82 亿元外，还包括货币资金 13.90 亿元、其他应收款为 33.76 亿元（主要系向子公司拆借的资金）、应收股利为 15.24 亿元（主要系应收子公司股利）、存货 6.96 亿元（主要为特房波特曼财富中心部分开发产品和若干项目尾盘）、投资性房地产 28.68 亿元（主要为波特曼财富中心）。同期末，公司母公司口径负债总额为 104.01 亿元，主要包括刚性债务 93.42 亿元和其他应付款 9.88 亿元（主要系应付厦门轨道集团拆借款）。2022 年公司母公司口径实现收入 2.26 亿元，净利润 7.10 亿元，经营性现金净流量为 -8.56 亿元。公司自身房地产项目去化和自持物业运营能

够产生一定规模的现金流，且本部对下属子公司控制力很强，资金调配能力较强，同时公司再融资能力较强，能够为债务偿付提供一定保障。

外部支持

该公司实际控制人系厦门市国资委，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 2022 年末公司共获银行授信额度合计 239.78 亿元，其中已使用 78.99 亿元，尚有 160.79 亿元未使用。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 增信措施及效果

22 特房 02 和 22 特房 03 由厦门轨道集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

厦门轨道集团为厦门市轨道交通投资建设及运营管理的唯一主体，区域地位保持。2022 年，厦门轨道集团无偿受让厦门特房集团全部股权，房地产开发和建筑施工等经营性业务有所拓展。受益于此，厦门轨道集团营业收入实现大幅增长，但同时面临的经营性业务市场化运营风险加大。厦门轨道集团轨道交通项目仍处于集中建设期，加之并入厦门特房集团后，房地产项目投建体量大，公司将持续面临较大的资本性支出压力。2022 年由于并入厦门特房集团及轨道交通、物业开发等项目建设的持续投入，厦门轨道集团刚性债务大幅增长，债务负担及负债经营程度显著加重，但厦门轨道集团目前债务期限结构合理，集中偿债压力较小。厦门轨道集团资产中已运营和在建的轨道交通项目投入成本占比仍较高，资产流动性仍偏弱。2022 年厦门轨道集团综合毛利因并入厦门特房集团而有所改善，但由于厦门特房集团当期对中澳实业的股权投资计提了大额资产减值损失，对厦门轨道集团经营业绩产生一定拖累，受益于获得的政府补助大幅增加，厦门轨道集团利润总额保持稳步增长。

2. 21 特房 03、21 特房 04、21 特房 05、22 特房 01、22 特房 02 和 22 特房 03： 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

在 21 特房 05 和 21 特房 02 第 2 个计息年度，以及 21 特房 03、21 特房 04、22 特房 01 和 22 特房 03 第 3 个计息年度，该公司若决定行使赎回权利，则 21 特房 05 和 21 特房 02 将被视为第 2 年全部到期，21 特房 03、21 特房 04、22 特房 01 和 22 特房 03 将被视为第 3 年全部到期，公司将以票面面值加最后一期利息向投资者赎回全部公司债券。

若不行使赎回权利，该公司有权决定是否在 21 特房 05 和 21 特房 02 存续期的第 2 年末调整债券存续期最后 2 年和 1 年的票面利率；有权决定是否在 21 特房 03、21 特房 04、22 特房 01 和 22 特房 03 的第 3 年末调整债券存续期最后 2 年的票面利率。公司将于 21 特房 05 和 21 特房 02 存续期内第 2 个计息年度付息日以及 21 特房 03、21 特房 04、22 特房 01 和 22 特房 03 存续期内第 3 个计息年度付息日前的第 20 个交易日，以上交所、债券登记机构和中国证券业协会批准的方式定向发布关于放弃行使赎回权的公告，将同时发布关于是否调整本期债券票面利率、调整方式以及调整幅度的公告。若公司未行使调整票面利率选择权，则 22 特房 02 最后 1 年以及 21 特房 03、21 特房 04、21 特房 05、22 特房 01 和 22 特房 03 最后 2 年票面利率仍维持原有票面利率不变。公司发出关于是否调整上述债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择分别在 21 特房 05 和 21 特房 02 的第 2 个计息年度日，以及 21 特房 03、21 特房 04、22 特房 01 和 22 特房 03 的第 3 个计息年度付息日将其持有的上述债券全部或部分按面值回售给公司。

跟踪评级结论

2022年，该公司控股股东变更为厦门轨道集团，但实际控制人仍为厦门市国资委，股东背景较强。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。2022年，受项目推售安排及市场环境等因素影响，公司房地产项目合同销售额同比有所下滑，部分项目销售速度较慢，去化率较低，后续销售情况有待关注。公司建筑施工业务新签外部项目合同额大幅增长，收入有所回升，但该业务持续面临一定的结算和回款压力。受房地产项目交付量减少，业务毛利缩减，加之针对部分项目计提存货跌价准备以及对非并表房地产合作项目公司股权计提减值影响，2022年公司净亏损额较大。

2022年以来，主要得益于股东增资，该公司所有者权益有所增长，但财务杠杆仍处于偏高水平。因房地产业务拿地支出及实缴税费增加，公司经营性现金流呈净流出状态。公司当前短期刚性债务规模较小，可动用货币资金较充裕，且融资渠道较畅通，即期债务偿付保障性较强。

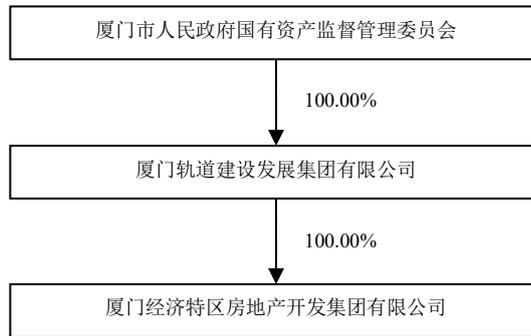
根据厦门市国资委文件，该公司拟将3家子公司股权无偿划转至厦门建投集团，目前该股权划转事项所涉及的工商变更及股权登记过户手续正在办理中，新世纪评级将持续关注上述事项的后续进展。

厦门轨道集团为22特房02和22特房03提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保可有效增强上述债券本息偿付的安全性。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司所在区域房地产市场政策调控及景气度情况；（2）公司房地产项目去化情况及减值压力；（3）公司对中澳实业拆借款项的回收及对其投资的减值情况；（4）公司子公司无偿划转事项后续进展；（5）厦门轨道集团信用质量变化情况及其对22特房02和22特房03提供的担保效力的持续性。

附录一：

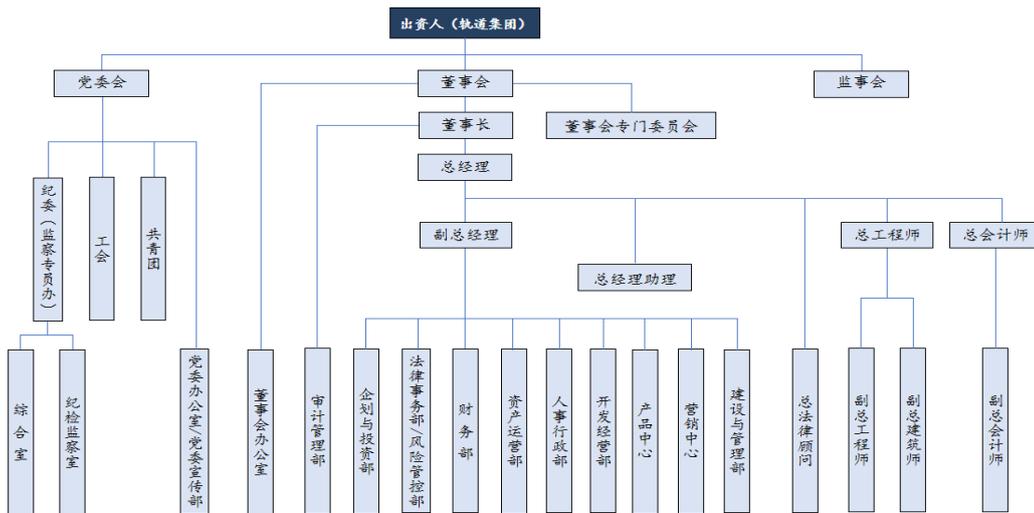
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门特房集团提供的资料绘制（截至 2023 年 3 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 2023 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

基本情况					2022年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	母公司持股比例（%）	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流量	
厦门轨道建设发展集团有限公司	厦门轨道集团	控股股东	-	轨道交通投资、融资、开发建设、运营、维护和经营管理等	800.40	691.88	107.91	3.69	-93.52	合并口径，未做永续债调整
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	-	房地产开发与经营	93.42	67.80	2.26	7.10	-8.56	母公司口径
厦门市特房筑筑开发有限公司	特房筑筑	子公司	100.00	房地产开发与经营	5.48	7.59	17.38	-2.04	-0.83	合并口径
漳州特房开发有限公司	漳州特房	子公司	100.00	房地产开发与经营	9.42	15.39	25.32	3.44	-8.75	合并口径
厦门特房嘉湾房地产有限公司	特房嘉湾	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	9.27	13.86	1.28	-0.15	0.46	-
厦门市特房海湾投资有限公司	特房海湾	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	5.93	7.33	0.94	-0.88	1.19	合并口径
厦门市特房新经济产业园运营有限公司	产业园公司	子公司	100.00	房地产开发与经营	8.19	6.10	0.47	-0.16	-1.62	永续债调整为刚性债务
厦门特房建设工程集团有限公司	特房建工	子公司	100.00	房屋建筑工程施工总承包	8.50	9.21	60.86	1.13	2.18	合并口径
厦门特房旅游文化投资有限公司	特房旅投	子公司	100.00	酒店的投资、开发	12.00	3.09	1.42	-2.21	7.26	合并口径
厦门特房物业服务服务有限公司	特房物业	子公司	100.00	商业投资管理、资产管理等	-	0.86	1.70	0.05	-0.08	合并口径

注：根据厦门特房集团 2022 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]	2020年	2021年	2022年	2023年第一季度
资产总额[亿元]	391.53	389.30	414.24	384.33
货币资金[亿元]	91.57	78.17	72.25	44.23
刚性债务[亿元]	158.27	145.44	153.00	133.06
所有者权益[亿元]	69.15	71.38	75.55	74.76
营业收入[亿元]	90.67	105.62	101.04	11.53
净利润[亿元]	3.55	2.26	-7.26	-0.72
EBITDA[亿元]	15.38	15.35	4.58	-
经营性现金净流入量[亿元]	26.96	6.71	-22.00	-6.68
投资性现金净流入量[亿元]	17.24	-0.86	0.85	0.03
经调整的资产负债率[%]	77.32	77.20	77.51	74.77
权益资本与刚性债务比率[%]	43.69	49.08	49.38	56.19
流动比率[%]	161.76	172.15	167.68	161.06
现金短债比[倍]	1.91	7.01	5.44	4.82
利息保障倍数[倍]	1.67	2.08	0.29	-
担保比率[%]	79.49	87.44	88.75	96.06
存货销售比[倍]	0.48	0.43	0.39	-
毛利率[%]	19.00	31.21	23.78	7.50
营业利润率[%]	7.30	7.04	-4.12	-5.82
总资产报酬率[%]	3.83	3.34	0.51	-
净资产收益率[%]	5.06	3.21	-9.88	-
净资产收益率*[%]	5.46	3.43	-10.39	-
营业收入现金率[%]	100.96	102.02	107.02	188.33
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	16.12	3.49	-11.82	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	14.82	1.83	-6.44	-
EBITDA/利息支出[倍]	1.83	2.44	0.65	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.10	0.03	-

注：表中数据依据厦门特房集团经审计的2020-2022年度及未经审计的2023年第一季度财务数据整理、计算。公司及其子公司发行的永续债调整至应付债券核算，并将其他非流动负债中预收售房款调整至合同负债核算，上表数据及指标根据调整后的数据计算填列。

指标计算公式

经调整的资产负债率(%)=(期末负债合计-期末预收款项及合同负债)/(期末资产总计-期末预收款项及合同负债)×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%
现金短债比(倍)=(期末货币资金+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票)/期末短期刚性债务×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%
存货销售比(倍)=期末预收款项及合同负债/(期末开发成本+期末开发产品+期末拟开发土地)
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：

担保方主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2020年	2021年	2022年
资产总额[亿元]	1,006.81	1,178.28	1,809.55
货币资金[亿元]	59.90	85.00	167.20
刚性债务[亿元]	326.74	457.09	800.40
所有者权益[亿元]	580.86	609.03	691.88
营业收入[亿元]	5.94	9.65	107.91
净利润[亿元]	5.45	6.06	3.69
EBITDA[亿元]	9.04	14.17	27.46
经营性现金净流入量[亿元]	17.71	12.70	-93.52
投资性现金净流入量[亿元]	-174.48	-118.60	-111.85
资产负债率[%]	42.31	48.31	61.76
权益资本与刚性债务比率[%]	177.77	133.24	86.44
流动比率[%]	390.39	354.72	293.74
现金比率[%]	179.62	204.77	76.94
利息保障倍数[倍]	0.69	0.52	0.67
担保比率[%]	-	0.08	10.04
毛利率[%]	-176.95	-142.49	7.12
营业利润率[%]	-65.92	64.38	6.49
总资产报酬率[%]	0.60	0.79	1.23
净资产收益率[%]	0.94	1.02	0.57
净资产收益率*[%]	0.94	1.02	0.53
营业收入现金率[%]	139.51	132.83	119.63
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	54.85	33.54	-72.02
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-44.67	-21.28	-24.35
EBITDA/利息支出[倍]	1.13	0.85	1.00
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.04

注：表中数据依据厦门轨道集团经审计的 2020-2022 年度财务数据整理、计算。

附录六：

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 级、CCC 级及以下等级外，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。

本评级机构短期债券信用等级分为四等六级，即：A-1、A-2、A-3、B、C、D。

等 级		含 义
A 等	A-1	最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。
	A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
	A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。
B 等	B	还本付息能力较低，有一定违约风险。
C 等	C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D 等	D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。

附录七：

发行人历史评级

评级类型/对象	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2015年10月28日	AA ⁺ /稳定	谢宝宇、王婷亚	新世纪评级方法总论（2012） 房地产开发行业信用评级方法（2015版） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2022年6月14日	AA ⁺ /稳定	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 房地产开发行业信用评级方法（2015版） 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月27日	AA ⁺ /稳定	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	-
21 厦门特房 MTN001	历史首次评级	2021年1月25日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 房地产开发行业信用评级方法（2015版） 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年6月14日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 房地产开发行业信用评级方法（2015版） 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月27日	AA ⁺	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	-
21 特房 03	历史首次评级	2021年5月10日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 房地产开发行业信用评级方法（2015版） 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年6月14日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 房地产开发行业信用评级方法（2015版） 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月27日	AA ⁺	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020（2022.12）	-
21 特房 04	历史首次评级	2021年6月25日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 房地产开发行业信用评级方法（2015版） 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）	报告链接
	前次评级	2022年6月14日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论（2012） 房地产开发行业信用评级方法（2015版） 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）	报告链接
	本次评级	2023年6月27日	AA ⁺	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产开发）FM-GS020	-

评级类型/对象	评级情况/分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本 (2022.12)	报告(公告)链接
21 特房 05	历史首次评级	2021年11月24日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015版) 工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年6月14日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015版) 工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月27日	AA ⁺	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020 (2022.12)	-
22 特房 01	历史首次评级	2022年2月22日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015版) 工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)	报告链接
	前次评级	2022年6月14日	AA ⁺	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015版) 工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月27日	AA ⁺	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020 (2022.12)	-
22 特房 02 及 2022 特房 03	历史首次评级	2022年6月14日	AAA	杨亿、覃斌	新世纪评级方法总论(2012) 房地产开发行业信用评级方法(2015版) 工商企业评级模型(房地产开发)MX-GS020(2019.8)	报告链接
	本次评级	2023年6月27日	AAA	杨亿、何婕妤	新世纪评级方法与模型(房地产开发)FM-GS020 (2022.12)	-

注 1: 上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

注 2: 上述历史评级信息不包括其他评级机构对发行人进行的评级。