

# 信用等级公告

联合[2015]281号

联发集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对联发集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**联发集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**  
**联发集团有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年六月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 联发集团有限公司

## 2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 20 亿元

债券期限：不超过 5 年

担保方：厦门建发股份有限公司

担保方式：全额无条件不可撤销的担保

还本付息方式：按年付息，到期还本

评级时间：2015 年 6 月 29 日

主要财务数据：

发行人

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	184.48	228.46	243.49	252.39
所有者权益(亿元)	39.38	50.81	60.67	61.89
长期债务(亿元)	42.64	57.83	70.74	83.06
全部债务(亿元)	64.46	74.66	89.57	102.36
营业收入(亿元)	54.22	65.87	70.11	8.37
净利润(亿元)	7.92	9.25	8.71	1.22
EBITDA(亿元)	11.99	13.06	13.14	--
经营性净现金流(亿元)	7.84	-4.79	12.73	-11.83
营业利润率(%)	24.08	21.19	15.29	13.74
净资产收益率(%)	30.74	20.52	15.62	1.99
资产负债率(%)	78.66	77.76	75.08	75.48
全部债务资本化比率(%)	62.08	59.51	59.62	62.32
流动比率	1.50	1.61	1.93	2.09
EBITDA 全部债务比	0.19	0.17	0.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.97	1.94	1.62	--
EBITDA/ 本期发债额	0.60	0.65	0.66	--

担保方

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	610.81	800.45	935.23	980.68
所有者权益(亿元)	129.56	163.55	221.79	227.99
营业收入(亿元)	911.67	1,020.68	1,209.25	237.71
净利润(亿元)	26.70	33.92	33.74	4.26
资产负债率(%)	78.79	79.57	76.28	76.75

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2、发行人和担保方 2015 年一季报数据未经审计。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）的评级反映了公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司，在土地成本及规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备的优势。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及项目分布集中在二线城市等因素对公司经营造成的不确定性。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的陆续销售，公司的盈利较有保证；公司持有规模较大的优质物业和上市公司股权，增值空间较大，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。建发股份资产和权益规模较大，整体运营状况良好。建发股份的担保实力很强，其担保对于本次公司债券信用级别的提升具有积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿付的风险极低。

### 优势

1. 公司作为厦门市大型国有房地产开发企业，行业经验丰富，具备区域性品牌优势。
2. 公司在建项目规模较大，预收款规模较大，未来可售、可结转面积较大，对收入形成一定支撑。
3. 公司持有型物业面积较大、地理位置较好，出租率较高，是公司的优质资产。同时，厦门自贸区政策的落地将极大拉动公司持有型物业的增值。

4. 目前,公司持有宏发股份 7800 余万股,为公司第二大股东,2015 年以来其二级市场流通股价格大幅攀升,目前股权增值较大。

5. 本次债券由建发股份提供担保,建发股份资产和权益规模较大,担保实力很强,其担保对于本次公司债券信用级别的提升具有积极作用。

## 关注

1. 房地产行业告别高速发展阶段,行业竞争日趋激烈,行业利润率回归正常水平,整体去化压力加大。

2. 公司项目主要分布在二线城市,易受所在区域房地产市场政策波动影响,去化节奏可能受到影响。

3. 公司债务负担偏重,在建及拟建项目未来资本支出规模较大,公司存在一定的对外融资需求。

## 分析师

李 晶

邮箱: [lij@unitedratings.com.cn](mailto:lij@unitedratings.com.cn)

电话: 010-85172818

刘 薇

邮箱: [liuw@unitedratings.com.cn](mailto:liuw@unitedratings.com.cn)

电话: 010-85172818

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
PICC 大厦 12 层 (100022)

<http://www.unitedratings.com.cn>

## 信用评级报告声明

除因评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与联发集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与联发集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的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联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因联发集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由联发集团有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次公司债券信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

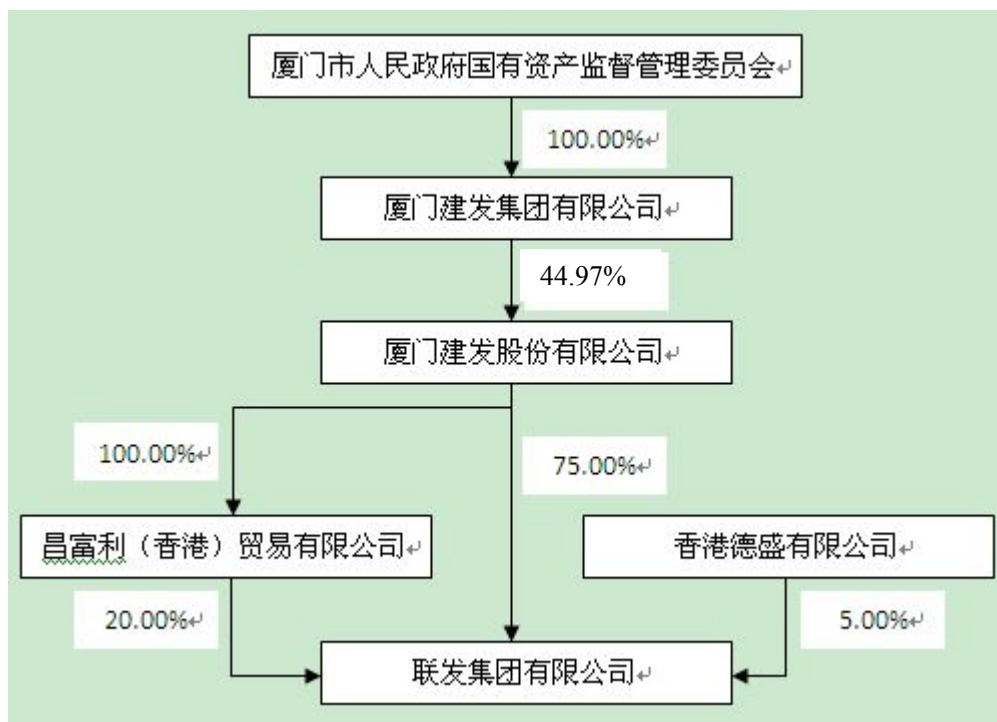
## 一、主体概况

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）于1983年10月18日在厦门市工商行政管理局注册成立，是由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）、昌富利（香港）贸易有限公司（以下简称“昌富利”）和香港德盛有限公司（以下简称“香港德盛”）共同出资组建的有限责任公司（台港澳与境内合资）。

2013年8月6日，根据“厦投促审[2013]0436号”《厦门市投资促进局关于同意联发集团有限公司增资的批复》，公司注册资本由人民币18亿元增至人民币21亿元，所增资人民币3亿元由原股东按原出资比例以其2012年度分得的税后利润转投入。增资后，投资各方出资比例不变，出资额变更为：厦门建发股份有限公司出资人民币15.75亿元；昌富利（香港）贸易有限公司出资人民币4.2亿元；香港德盛有限公司出资等值于人民币1.05亿元的外汇。该次注册资本变更于2014年9月29日完成工商登记手续。

截至2015年3月末，公司注册资本210,000.00万元，控股股东厦门建发股份有限公司持股比例95.00%（直接持股75%+通过昌富利间接持股20%），公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（见下图）。

图1 截至2015年3月底公司股权结构和实际控制关系图



资料来源：公司提供

公司经营范围：投资兴办独资、合资、合作及内联企业；房地产开发、经营、管理；经营进出口贸易、转口贸易、边境贸易，“三来一补”、租赁、仓储及相关代理业务；从事宾馆、酒店、商场管理及旅游业务；咨询服务业务；经营对外民间劳务输出业务；对文化产业的投资或投资管理、投资咨询（法律、法规另有规定除外）。

截至评级时点，公司设有产品开发中心、前期开发部、成本管理部、投资发展部、品牌与客户关系部、总经理办公室、人力资源部、财务部、资金部、审计部、信息化应用部等职能部门（附件1），拥有子公司46家。截至2014年底，公司在职员工总数2,044人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 243.49 亿元，负债总额 182.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.67 亿元。2014 年，公司实现合并营业收入 70.11 亿元，净利润（含少数股东损益）8.71 亿元。经营活动产生的现金流量净额 12.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.97 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 252.39 亿元，负债总额 190.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.89 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 8.37 亿元，净利润（含少数股东损益）1.22 亿元。经营活动产生的现金流量净额-11.83 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.71 亿元。

公司地址：厦门市湖里区湖里大道 31 号；法定代表人：陈龙。

## 二、本次公司债券概况

### 1. 本次公司债券概况

本次债券名称为“联发集团有限公司 2015 年公司债券”，本次债券预计发行规模为不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元），采用分期发行。本次发行的公司债券为固定利率债券，本次发行公司债券的期限不超过 5 年（含 5 年）。本次债券采取公开发行的方式，发行对象为符合《公司债券发行与交易管理办法》规定的、具备相应风险识别和承担能力的合格投资者。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息，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。

本次债券由厦门建发股份有限公司提供不可撤销的连带责任保证担保。

### 2. 本次公司债券募集资金用途

本次债券发行募集资金全部用于偿还金融机构借款及补充流动资金。

## 三、行业分析

公司主营业务为房地产开发与销售，属房地产行业的子行业。公司业务受房地产整体运行情况、行业政策影响明显，与区域经济规划、地方财政实力紧密相关。

### 1. 行业状况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房地产企业较难进入（全国性大型、超大型房地产公司除外）。

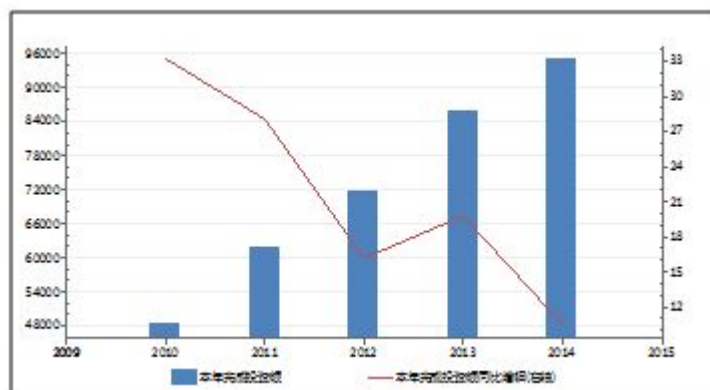
第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地政府相关部门发生种种联系。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是2011年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年9月~11月，一二线城市房地产成交价格均出现一定程度的下跌。2012年，受2011年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资71,804亿元，比上年增长16.19%，增速较2011年放缓11.86个百分点；商品房施工面积57.3亿平方米，比上年增长13.2%，增幅同比减小12个百分点；新开工面积17.7亿平方米，比上年减少7.3%，增幅同比减小23.5个百分点。进入2013年，中国房地产市场景气度有所回升，2013年，全国房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的下降回调态势（如下图所示）。

图2 2010~2014年我国房地产开发投资及其同比增长 单位：亿元、%



资料来源：wind 资讯

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

## 2. 市场供需

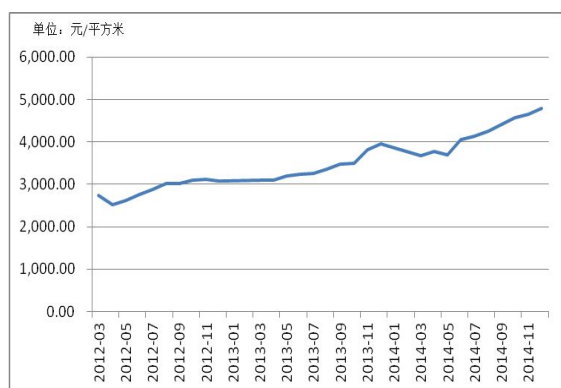
### (1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2011年开始，受国家对房地产企业的严厉调控政策影响，土地市场呈现出明显低迷的态势，但当年全国土地出让收入却仍高达3.15万亿元，创历史新高，北京、上海等地已经进入土地收入“千亿俱乐部”。2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市土地共成交近12亿平方米，较上年同期下降14.6%，其中，住宅用地成交3.8亿平方米，同比下降23.1%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年，受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显。2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%；土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。

进入2014年，受到房地产销售增速回落和各地限购影响导致房价下跌，各地土地出让情况出现恶化，土地购置面积增速大部分月份均处于负增长态势，如图4所示。根据国家统计局数据，2014年，房地产开发企业土地购置面积33,383万平方米，比上年下降14.0%；土地成交价款10,020亿元，增长1.0%。从土地成交价格来看，进入2014年土地成交均价呈增长态势，尤其是进入下半年，土地成交均价快速增长，如图3所示。

图3 全国40大中城市土地成交均价月变动情况



资料来源: WIND 资讯

图4 全国房地产开发企业土地购置面积增速



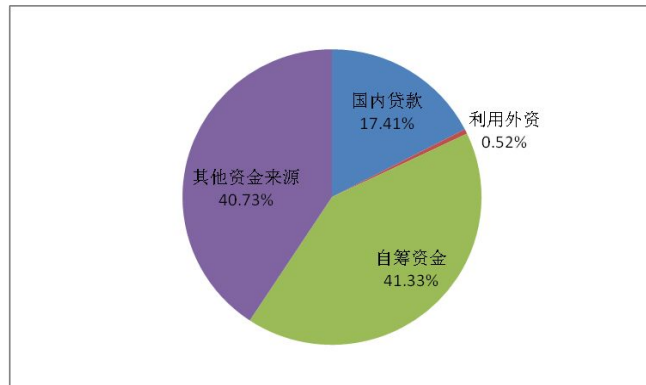
总体看，土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素，近年受宏观调控和市场供需影响，土地价格有所波动，但整体保持在较高水平。

## (2) 开发资金来源状况

2009年以来，房地产行业资金来源呈快速增长态势，2009~2013年平均增速22.26%，进入2014年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014年房地产开发企业本年资金来源121,991亿元，比上年减少0.1%，增速较上年下降26.6个百分点，其中，国内贷款21,243亿元，比上年增长8.0%；利用外资639亿元，增长19.7%；自筹资金50,420亿元，增长6.3%；其他资金49,690亿元，较上年减少8.8%。



图 5 2014 年房地产行业资金来源构成



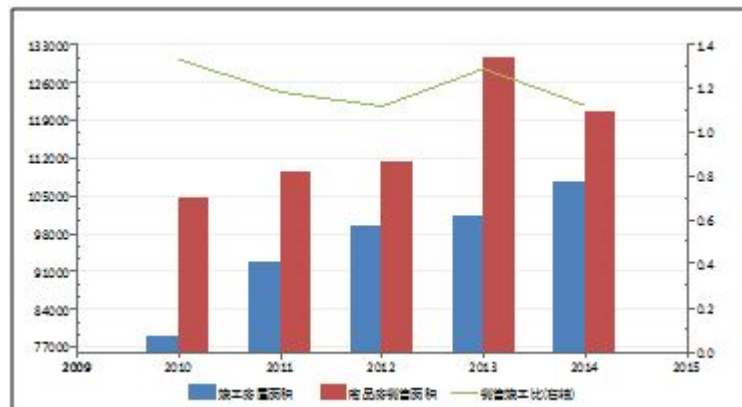
资料来源：国家统计局

总的来看，偏紧的货币供应使房地产的资金来源更为紧张，作为资金密集型企业，房地产企业的资金压力已经显现。

### （3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013 年房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.02%；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。2013 年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013 年全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%；其中，住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图 6 2008~2014 年全国商品住宅供求情况 单位：亿平方米



资料来源：国家统计局、联合评级整理。

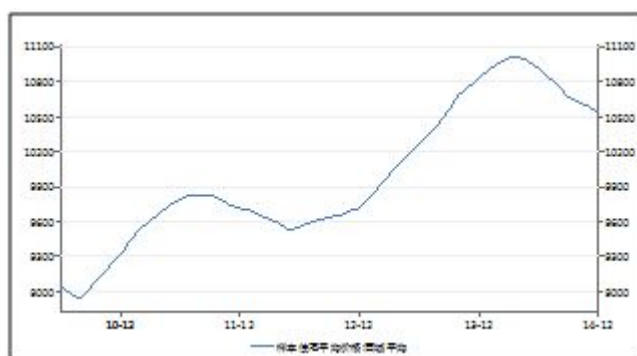
注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

### （4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效

果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图7 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 单位：%



资料来源: Wind 资讯

总的来看，从2008年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013年也已经基本确立了持续上涨趋势，但2014年以来房价上涨趋势得以扭转，未来房价走势仍待进一步观察。

### 3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了黄金10年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

进入2014年，行业集中度进一步提升。2014年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到16.92%和22.79%，分别提高了3.65个和4.54个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到8.79%和13.65%，分别提高了0.65和0.74个百分点（详见下表）。

表1 2010~2014年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年
前10大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	16.92%
前20大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	22.79%
前10大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	8.79%
前20大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.65%

资料来源: 联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，

较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 2 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### 4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。2009年以来主要的房地产调控政策如表3所示。

表 3 2011 年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2011 年 1 月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011 年 1 月	国务院“新国八条”
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。2014年3月，李克强总理在政府工作报告中提出“分类施策、分城施策”的概念后，各地区相继正式发文“开放限购”，截至2014年末，全国46个限购城市中，仅剩北上广深四个一线城市四个城市仍在执行限购政策。2014年9月30日央行、银监会发布“央四条”，不仅重申首套房利率折扣下限为7折，而且在二套房的认定上提出，对拥有一套住房并已结清相应购房贷款的家庭，为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房时，银行业金融机构执行首套房贷款政策，这意味着伴随着中国房地产市场调控多年的“限贷”政策全面取消。

2015年3月，央行联合住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例：二套房商业性贷款最低首付款比例调整为不低于40%，同时调整了住房公积金贷款政策，首套普通自住房公积金贷款最低首付款比例为20%；对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的，最低首付款比例为30%。同月，财政部也联合国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限：个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

总体看，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望在不断调整中完善和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

## 5. 行业关注

### 去化放缓，资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，受去化节奏放缓，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

### 资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013年房地产行业平均负债率有所上升，139家房企的平均负债率为63.15%，相较于2012年的61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

### 市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有

所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

### 房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

## 6. 行业发展

### 调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

### 参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

### 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

公司是一家以房地产开发与销售、物业租赁为主业的房地产运营商，经过 30 年的发展，项目开发区域已涵盖厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、鄂州和漳州等二、三线重

要城市，项目地理位置优越，经营优势明显。公司开发的项目主要定位于中、高端市场，在厦门、桂林、南昌等地已成为区域性知名房地产品牌，具有一定的品牌知名度。

公司拥有房地产开发壹级资质，先后开发了“联发·紫薇花园”、“联发·云海山庄”、“联发·君澜天地”、“联发·君悦朝阳”、“联发·尚品”、“联发·嘉园”、“联发·九都府”、“联发·滨海琴墅”、“联发·君悦华府”、“联发·欣悦华庭”等多个项目。截至 2015 年 3 月底，公司累计开发总建筑面积 736 万平方米，土地储备超过 370 万平方米，且已形成了快速滚动发展与自主运营相结合的战略布局，持有物业面积超过 80 万平方米。

公司成立至今获得了较多的荣誉，主要有：全国优秀外商投资企业、福建企业 100 强、福建省地税百强、厦门市 AAA 级资信企业、中国建设银行“总行级重点房地产客户”、“中国诚信地产品牌” 200 强、厦门特区建设 30 年功勋企业全国履行社会责任贡献突出的外商投资企业。公司在由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家研究机构联合发布的“2015 中国房地产百强企业”排名中位列第 52 名，同时公司在优化运营体系、加快开发节奏、标准化运营等方面的优秀表现，位列房地产百强企业“运营效率 TOP10”。公司已连续 9 年位列房地产百强。

总体看，公司房地产开发资质齐全，房地产开发经验较丰富，公司开发的项目在当地拥有一定的影响力和较高的品牌知名度。

## 2. 人员素质

公司现有高级管理人员包括董事长、副董事长、总经理、副总经理共 9 名，公司高管人员均具有相关行业从业经验或管理经验，部分高管人员在公司任职时间较长，整体行业或管理经验丰富。

公司董事长陈龙先生，1955 年 11 月出生，本科学历，高级经济师，曾任厦门联发（集团）房地产公司副总经理、总经理，联发集团有限公司总经理。现任公司董事长，兼任厦门建发集团有限公司董事，宏发科技股份有限公司董事。

公司总经理赵胜华先生，1970 年 10 月出生，本科学历，高级会计师，曾任联发集团有限公司财务部总经理，总经理助理、副总经理。现任公司总经理。

截至 2014 年底，公司在职员工 2,044 人。从学历构成看，公司本科及以上学历者占比 26.86%，大专学历者占比 21.33%，大专以下学历者占比 51.81%；从岗位构成看，公司管理人员占比 12.08%，技术人员占比 15.41%，财务人员占比 3.03%，行政人员占比 5.53%，业务人员占比 32.63%，基层员工 31.31%；从年龄构成看，公司 50 岁以上者占比 11.06%，30~50 岁者占比 61.45%，30 岁以下者占比 27.50%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具有丰富的行业经验和管理经验；公司员工情况构成较合理，能够满足公司目前经营发展的需要。

## 3. 控股股东实力

公司的控股股东为厦门建发股份有限公司，实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门国资委”）。

建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业，截至 2014 年底，建发股份资产规模超过 900 亿元，拥有各类成员公司 10 余家。建发股份以“开拓新价值，让更多人过上更有品质的生活”为使命，以“专业、高效、优质、诚信”的服务理念为客户提供供应链增值服务和房地产综合服务，在供应链运营领域已形成浆纸、钢铁、矿产品、农产品、轻纺、化工、

机电、汽车、酒类、物流服务十大核心业务板块，与 150 多个国家和地区建立了业务关系；在房地产开发领域形成了“建发房产”与“联发房产”两大品牌，现在中国 19 个城市进行房地产开发，初步形成了全国性战略布局。

总体看，公司控股股东资产规模稳定，经营优势明显，在所属行业中具有一定的品牌影响力。

#### 4. 区域经济

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区经济发展的战略定位和强劲发展为公司的发展创造了一个良好的外部环境。

根据“厦门市 2014 年国民经济和社会发展统计公报”，2014 年，厦门市地区生产总值（GDP）3,273.54 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.2%。按常住人口计算的人均地区生产总值 86,831 元，增长 7.2%，折合 14,135 美元。2014 年，厦门市全社会固定资产投资 1,572.95 亿元，比上年增长 16.7%。全市 244 个重点建设项目完成投资 967.70 亿元，完成年度计划的 114.4%。2014 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值 1,240.32 亿元，增长 10.5%，占全市地区生产总值的 37.9%。截至 2014 年末，全市规模以上工业企业 1,555 家，实现工业总产值 4,905.44 亿元，比上年增长 10.8%。其中产值超亿元的企业 546 家，实现产值 4,463.23 亿元，占全市规模以上工业总产值的 91.0%。

2014 年，厦门市完成房地产开发投资 704.06 亿元，增长 32.4%，其中土地购置费 242.17 亿元，增长 82.5%，占房地产投资的 34.4%，占全社会固定资产投资的 15.4%。全市商品房施工面积 4,219.86 万平方米，增长 11.5%；商品房新开工面积 739.58 万平方米，增长 7.3%；商品房销售面积 790.21 万平方米，增长 0.4%，其中住宅销售 510.37 万平方米，下降 12.2%。

2015 年 4 月 21 日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积 43.78 平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。

总体看，公司所在厦门区域经济保持平稳较快发展，居民消费能力不断提高，经济的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。固定资产及房地产投资规模呈增长态势，但住宅销售面积有所下降。受自贸区利好政策影响，厦门地区未来的经济发展动力更加强劲。

## 五、管理体制

### 1. 治理结构

公司按照《公司法》、《中外合资经营企业法》等有关法律，以及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由董事会、经理层组成的法人治理结构体系，并确立了董事会、经理层在决策、执行、监督等方面的职责权限、程序以及应履行的义务，形成了权力机构、决策机构、经营机构和监督机构科学分工、各司其责、有效制衡的治理结构。

根据公司章程，公司设立董事会，由 7 名董事组成，建发股份委派 5 名，昌富利委派 1 名，香港德盛委派 1 名，董事会设董事长 1 名，由建发股份委派，董事长是公司的法定代表人。股东会是公司的最高权力机构，决定公司的一切重大事宜，行使决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的内部管理机构设置方案、制定公司的基本管理制度等职权；公司不设监事会和监事；公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理 1 名，由建发股份推荐，总经理和副总经理由董事会聘任，总经理行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度

经营计划和投资方案等职权。

总体看，公司法人治理结构有效，董事会能够独立运作，整体运行情况良好。

## 2. 管理体制

公司根据自身经营管理的需要，设立了产品开发中心、营销管理部、工程项目建设部、前期开发部、成本管理部、投资发展部、品牌与客户关系部、总经理办公室、人力资源部、财务部、资金部、审计部、信息化应用部共 13 个部门（附件 1）。公司部门设置清晰，符合自身经营特点。目前，公司各业务管理部门与职能部门合作紧密，分工明确，各项管理制度、管理规范开展和执行情况良好。

重大投资决策控制方面，公司制定了《投资业务管理规定》及《房地产业新项目拓展管理规定》等投资管理制度，对公司投资业务进行规范，制度明确了投资业务管理权限、新设投资企业的管理流程、投资企业股权的日常管理、投资企业股权变更的管理、重大投资项目的管理等。针对公司主业房地产业务的特点，在《房地产业新项目拓展管理规定》制度中明确了项目拓展的组织管理机构以及信息收集、可行性论证、立项决策程序等环节的要求，形成科学、有效、稳健的项目决策机制。

财务与会计控制方面，公司实行统一的财务管理和会计核算制度。制订了《财务管理制度》、《资金管理制度》，涵盖会计核算管理、预算管理、资金管理、费用管理、投资管理、资产管理、税务管理、财产投保管理、财务印鉴管理等方面；在会计核算方面，通过财务管理制度中对各业务部门（企业）具体核算办法的规定，提高账务处理准确性和规范性，确保会计信息质量；在财务预算方面，公司实行全面的预算管理，预算内容包括经营收入、成本费用、房产开发计划、利润及资金收支等。严控预算外支出，各项预算均需有详实的编制依据，预算执行结果与业绩考核等挂钩；在资金管理方面，公司实行严格的付款审批程序，严格限制对外借款，各类款项支付均需履行相应的签字审批程序；公司严格控制银行账户的开立和撤销，各所属公司银行账户的开立均需由公司资金部审核后报公司分管领导审批；公司严格控制外部融资，各所属公司外部融资事项均需报经集团公司同意；公司还通过对各所属房地产公司月度的《资金收支计划表》审批，以及《资金收支计划执行情况表》月报的报送等途径及时掌握和监控所属房地产公司的资金动态；在资产管理方面，公司在《固定资产管理规定》和《财务管理制度》中分别规定了固定资产和存货的管理，明确固定资产购置和处理的审批权限、日常管理；公司定期对各项实物资产进行盘点，确保账实相符、各项资产得到有效利用；并规范了公司财产投保的管理；在财务报告方面，公司建立了较完整的财务报告体系，每月编制财务报表、财务分析报告。各项财务报告均安排有相应人员进行复核。

对子公司的管理控制方面，公司在对子公司的管理上，注重管控力度与所属企业经营灵活性的兼顾和平衡。公司负责项目投资决策、子公司董事、监事、高级管理人员配备、重大经营事项的审批、重要管控制度的制订、经营指标的制订与考核等方面，各子公司负责项目的具体运作经营。在对主营的房地产业务的管控上，集团公司设置前期开发部、成本管理部、产品开发中心、品牌与客户关系部等专业管控部门，负责对房地产项目地块获取、成本、设计、产品开发节点、开发质量、品牌推广、客服管理等的管控。在分工明确的基础上，公司通过财务监控、专业检查、内部审计等手段，监督子公司有效履行职责。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。



## 六、经营发展

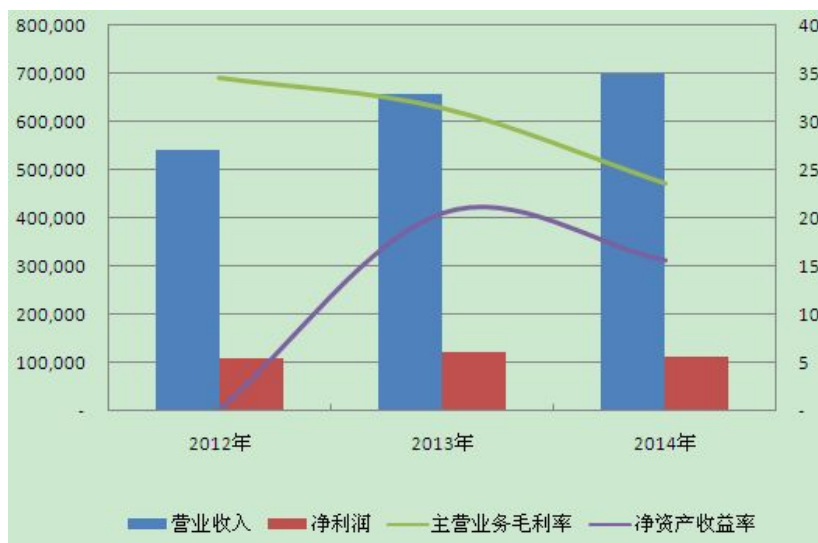
### 1. 经营概况

公司确定了房地产开发与销售、物业租赁两条业务发展主线，主营业务为房地产开发与销售，主要产品包括工业园区、写字楼、商业广场、酒店、住宅等。

2012~2014年，公司营业收入复合增长率为13.71%；同期，净利润复合增长率为4.84%。2013年，公司实现营业收入658,749.37万元，同比增长21.49%；净利润92,534.29万元，同比增长16.82%。2014年，公司实现营业收入701,082.05万元，同比增长6.43%；净利润87,064.82万元，同比下降5.91%，主要是营业成本和期间费用上升使得净利润有所下降。

从营业收入构成来看，近三年，公司房地产开发业务收入呈快速上升趋势，随着公司经营策略的调整，房地产开发业务在公司业务中已处于主导地位，2014年，公司房地产开发业务实现营业收入59.78亿元，占当年营业收入的85.28%，公司主营业务十分突出。从房地产开发业务的地区分布来看，近三年，公司业务收入主要集中于厦门、南昌、南宁、桂林、天津等地，业务区域以二三线的省会城市为主。近三年，公司供应链运营业务收入逐年增长，但由于主营业务增长较快，该业务收入占比有所下降；物业及租赁管理业务收入呈逐渐上升趋势，但该部分业务占比较小。

图 8 2012 年~2014 年公司盈利能力相关情况一览



资料来源：公司提供、联合评级整理

从盈利情况来看，随着房地产开发业务逐渐成为公司的主营业务，房地产开发业务的毛利水平对公司的盈利影响较大。随着房地产开发业务逐渐成为公司的核心业务，近三年，公司房地产开发业务在营业收入中占比分别为83.01%、84.34%、85.28%；同期，房地产开发业务毛利率分别为39.43%、35.05%、25.43%，整体呈下降趋势，主要系行业竞争激烈，导致公司房地产业务前期开发成本上升所致。

表 4 2012~2014 年公司营业收入情况 (单位: 万元、%)

业务板块	2012 年			2013 年			2014 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发业务	450,063.55	83.01	39.43	555,592.66	84.34	35.05	597,848.52	85.28	25.43
供应链运营业务	70,380.43	12.98	2.18	75,394.69	11.45	2.04	72,927.38	10.40	1.45
物业及租赁管理业务	19,385.20	3.58	54.87	25,679.58	3.90	39.05	27,674.15	3.95	42.82
其他业务	2,374.90	0.44	16.34	2,082.45	0.32	77.39	2,632.01	0.38	95.18
合计	542,204.09	100.00	35.04	658,749.37	100.00	31.56	701,082.05	100.00	23.88

资料来源: 公司审计报告

2015 年 1~3 月, 公司实现营业收入和净利润分别为 83,672.65 万元和 12,175.66 万元, 盈利水平较去年同期有所增强, 公司业务发展态势良好。

总体看, 房地产开发业务已成为公司营业收入及利润的主要来源, 项目分布比较集中, 营业收入增长稳定, 毛利率水平有所下滑, 但仍处于相对较高水平。

## 2. 土地储备

公司房地产开发业务的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等, 其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是影响收入和利润规模最为重要的环节。

公司土地储备由集团主导, 主要通过“招、拍、挂”方式获得, 并根据实际情况不排除收购、与其他公司合作开发等多种方式拿地, 以减轻公司的资金压力, 提升盈利水平。

从土地储备的目标区域来看, 公司目前房地产项目的开发区域主要定位于二线经济较为发达的省会城市、直辖市、旅游城市, 并积极往上海等一线城市拓展。目前公司的储备用地主要分布在鄂州、桂林、南昌、南宁、厦门和天津等地。

从成本构成来看, 公司项目开发成本主要包括土地成本、前期费用(设计费、报批报建费用、三通一平)、建安成本(建筑费)、电力和市政配套(景观绿化)费用和开发间接费(含财务费用、管理费用等), 其中土地成本和建安成本占比较高, 约占 70%以上。土地出让金的支付一般为先期支付 50%, 并在获取土地权证前结清款项; 建安成本相对固定, 建安费用的支付通常根据项目工程进度而定, 完成主体结构前支付款项不超过总价款的 70%, 竣工验收前支付款项不超过 85%, 项目决算后一般付满 95%的款项, 剩余 5%作为工程质保金。

土地成本的高低直接决定了项目的盈利与否及盈利空间大小。公司根据资金储备及下属项目公司的开发进度, 合理预计新增土地储备规模。在确定增加土地储备之前, 公司充分开展土地储备的调研、产品地位、利润测算等前期工作, 并上报项目投资评审会, 评审委员根据项目土地的可研方案进行集体决策, 利润水平达不到公司目标的不拿, 公司土地储备政策较为理性。

截至 2014 年底, 公司土地储备建筑面积约 370.26 万平方米, 如下表所示。2012 年, 公司共购入土地 2 块, 面积合计 46.73 万平方米; 2013 年, 公司共购入土地 4 块, 面积合计 171.69 万平方米; 2014 年, 公司共购入土地 4 块, 面积合计 80.14 万平方米。从公司储备土地的价格来看, 除 2013 年在厦门购入的地块价款相对较高外, 其他地区购地成本相对较低, 另外厦门特区经济发展较快, 得益于土地价格的上涨, 公司的土地储备整体质量较高。

表5 截至2014年底公司土地储备情况

序号	项目名称	项目所在地	土地取得时间	土地取得方式	建筑面积(万平方米)	拿地金额(亿元)	兴建项目类别
1	红莲湖项目	鄂州	2013	招拍挂	136.83	8.18	商住、服务业
2	江与城	桂林	2014	招拍挂	25.28	3.91	商住
3	乾景欣悦	桂林	2014	招拍挂	23.15	3.86	商住
4	桂林悠山郡	桂林	2013	招拍挂	18.88	2.68	商住
5	君悦华庭	南昌	2014	招拍挂	20.05	6.30	商住
6	南宁君澜	南宁	2012	招拍挂	32.73	10.40	商住
7	欣悦学府	厦门	2013	招拍挂	9.25	6.70	商住
8	厦门软件学院	厦门	2006	招拍挂	22.38	0.66	教育
9	天津滨海琴苑	天津	2010	招拍挂	22.31	6.32	商住
10	天津悦华酒店	天津	2010	招拍挂	5.01	1.55	酒店
11	天津联发第五街三期	天津	2013	招拍挂	6.73	2.78	商住
12	扬州君悦运河三、四期	扬州	2011	招拍挂	18.46	7.60	商住
13	漳州欣悦华庭	漳州	2014	招拍挂	11.66	3.24	商住
14	南山项目	重庆	2012	收购	14.00	3.12	商住
15	重庆联发瞰青	重庆	2009	招拍挂	3.54	2.08	商住

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司土地储备成本管控较为严格，以保证预算利润空间。公司土地储备规模较大，可以满足公司未来3~5年的开发需求，土地储备的质量较高。

### 3. 项目开发情况

公司采用集团公司、项目公司的两层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由项目公司完成，公司对项目公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。截至2014年底，公司共有控股子公司41家，其中项目公司29家。公司开发的项目主要分布在厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、鄂州和漳州等二、三线重要城市，公司项目定位于中、高端市场，在厦门、桂林、南昌等地已成为区域性知名房地产产品牌。

公司下属项目的开发管理由各项目公司直接负责，项目的监督主要由公司工程项目建设部和产品开发中心负责。为提高项目开发效率，公司采取多种措施，其中包括前期开发部根据集团公司整体战略及可持续发展目标，编制集团公司土地开发工作的中、长期目标和短期目标（年度目标）、以及项目的可行性研究等工作；产品开发中心负责项目拿地可研阶段的概念方案研究，以及项目的产品定位、方案设计等工作；工程项目建设部负责拿地后的招标、设计管理、工程进度管理、工程质量管理以及工程投资成本管理等工作。

公司对工程建设进度进行严密计划，年初即按照公司当年的策略和对市场的判断制定总体的销售计划和建设计划，之后将建设计划进行分解，逐月落实到各项目公司，直至每个楼盘，并配合月度建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保工作顺利进行，楼盘供应量能够保证销售进度。公司每半年根据在售楼盘的户型、去化情况等对现有项目进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。

从项目开发数据来看，公司房地产开发的规模适中，同时处于建设阶段的项目面积稳定增长。2012~2014年，公司新开工面积、竣工面积和在建面积逐年增长，年增长率分别为25.25%、19.62%

和 17.50%。2014 年，年内新开工 14 个建设项目，新开工面积达 139.80 万平方米，全年在建面积 334.09 万平方米，年内竣工面积 77.77 万平方米。

表 6 2012~2014 年公司房地产开发数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
新开工面积（万平方米）	89.11	107.00	139.80
竣工面积（万平方米）	54.35	69.00	77.77
在建面积（万平方米）	242.00	280.00	334.09

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从公司在建工程的预计投入情况看，截至 2014 年末公司在建工程预计总投资 418 亿元，已完成投资 218 亿元，尚需投资 200 亿元。

总体看，近年来，公司开发规模适中，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大。

#### 4. 房产销售情况

从销售方式来看，公司房地产开发的销售模式采取以自建销售团队方式为主，以专业团队销售为辅的销售模式。公司从事房地产经营多年，对地区性房地产行业市场和客户需求、客户购买力等较为了解；公司培养自有销售团队，能够有效地控制销售成本。公司销售团队从获取土地前的项目定位、规划设计、潜在购买群体定位等各方面参与项目规划，增强项目规划设计与现实的契合度。

从销售收入来看，公司的销售主要为住宅和商业，一般在住宅项目周边配套商业设施一起销售。公司住宅销售的目标对象主要面向中、高级消费人群。为了实现房屋的及时销售、及资金按时回笼，公司会根据各地区实际情况和之前年度销售情况制定年度销售计划，并分解至季度和月度，落实到各个项目公司，由项目公司营销部门负责执行销售计划，公司营销管理部负责计划的制定、销售监督、业绩考核和人员激励，并定期与销售团队召开销售会议，协调销售进度，解决遇到的问题。公司高效严密的计划和考核体系保证了房款回笼的速度。

从近三年销售数据来看，公司协议销售面积呈稳定增长态势，2013 年，公司实现协议销售面积 69.44 万平方米，较 2012 年增长 15.02%，实现协议销售金额 70.28 亿元，较 2012 年增长 19.18%；2014 年，公司实现协议销售面积 74.83 万平方米，较 2013 年增长 7.76%，实现协议销售金额 70.27 亿元，较 2013 年下降 0.01%。从销售价格来看，受房地产行业竞争激烈以及国家宏观经济发展影响，公司协议销售均价呈波动下降趋势，但整体协议销售金额还是呈上升态势。

表 7 2012~2014 年公司商品房销售情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年
协议销售面积（万平方米）	60.37	69.44	74.83
协议销售金额（亿元）	58.97	70.28	70.27
协议销售均价（万元/平方米）	9,767.91	10,121.41	9,390.77
结转收入面积（万平方米）	45.87	54.99	73.70
结转收入（亿元）	45.01	55.56	59.78

资料来源：公司提供，联合评级整理。

从结转情况来看，2013 年，公司结转收入面积 54.99 万平方米，较上年增长 19.88%，结转收

入 55.56 亿元,较上年增长 23.44%;2014 年,公司结转收入面积 73.70 万平方米,较上年增长 34.02%,结转收入 59.78 亿元,较上年增长 7.60%。

截至 2014 年底,公司在建项目规模较大,在建项目 24 个,其中有 12 个项目进度超过 50%,总权益建筑面积 562.14 万平方米,未来三年可售房面积较多,按照目前市场价格估计,房产存量价值较大。截至 2015 年 3 月底,公司预收款项余额 68.23 亿元,为公司后期盈利奠定了有力的基础。

表 8 公司 2014 年底在建地产项目基本情况(单位:万平方米)

序号	项目名称	项目用途	建设期	规划 建筑面积	权益 建筑面积	项目 进度
1	桂林联发乾景	住宅、商业	2013 年-2016 年	31.93	31.93	40%
2	桂林悠山郡	住宅、商业	2014 年-2018 年	20.19	10.3	50%
3	桂林君澜天地	住宅、商业	2014 年-2017 年	6.97	6.97	45%
4	桂林乾景欣悦	住宅、商业	2015 年-2018 年	23.15	23.15	10%
5	桂林江与城	住宅、商业	2015 年-2018 年	25.28	12.89	10%
6	南昌君领朝阳	住宅、商业	2013 年-2016 年	24.33	24.33	50%
7	南昌君悦朝阳	住宅、商业	2011 年-2015 年	16.23	16.23	90%
8	南昌君悦湖	住宅、商业	2012 年-2016 年	24	24	70%
9	南昌君悦华庭	住宅、商业	2014 年-2018 年	20.05	20.05	10%
10	南宁联发尚筑	住宅、商业	2013 年-2015 年	29.58	29.58	50%
11	天津滨海琴墅	住宅、商业	2010 年-2014 年	17.09	17.09	90%
12	天津滨海琴苑	住宅、商业	2011 年-2017 年	22.31	22.31	10%
13	天津联发第五街	住宅、商业	2013 年-2016 年	22.86	22.86	70%
14	武汉九都国际	住宅、商业	2011 年-2015 年	20.39	20.39	70%
15	厦门滨海写字楼	商业	2014 年-2017 年	7.39	7.39	10%
16	厦门联发欣悦湾	住宅、商业	2012 年-2016 年	28.77	28.77	50%
17	厦门联发杏林湾 1 号三期	住宅、商业	2010 年-2015 年	17.7	17.7	80%
18	厦门欣悦华庭	住宅、商业	2014 年-2018 年	21.95	12.07	10%
19	厦门欣悦学府	住宅、商业	2014 年-2018 年	9.25	9.25	10%
20	扬州联发君悦华府	住宅、商业	2012 年-2018 年	35.86	35.86	60%
21	重庆联发瞰青	住宅、商业	2013 年-2017 年	44.63	44.63	65%
22	重庆南山项目	住宅、商业	2011 年-2018 年	12	9.6	1%
23	南宁联发君澜	住宅、商业	2015 年-2019 年	32.69	32.69	1%
24	鄂州联发红莲半岛项目	住宅、商业、服务业	2015 年-2020 年	136.84	82.1	1%
合计(待修正)		—	—	651.44	562.14	—

资料来源:公司提供

总体看,近三年房地产政策和行业环境的变化较大,但公司房屋销售面积及金额总体保持增长态势,公司项目销售情况较好。

#### 5. 持有性物业经营业务

物业及租赁管理业务方面,自成立以来 30 余年的发展历程,公司逐步形成了开发与持有合理配比,滚动发展与自主运营相结合的合理有效布局,持有物业面积近 80 万平方米,为企业长期稳定发展提供了有力保障。目前公司持有的物业主要为工业地产、商用房产(包括商业和写字楼)和教育地产,共计持有面积 80 万平方米,分布在厦门、南昌和桂林等地,其中 70 万平方米物业在厦门,更有 37 万平的物业与厦门自贸区仅一街之隔,未来有相当升值空间。公司物业出租情况总体良好,租赁业务年收入在 2 亿元左右,物业平均出租率在 90%以上,该部分业务收入比较稳

定。为进一步对物业租赁进行专业化运营及管理，公司于 2013 年设立厦门联发商置有限公司进行物业租赁、运营的专业管理。

公司在厦门市湖里区拥有物业近 37 万平方米，位于厦门岛内湖里区黄金地带的湖里大道两侧，紧邻厦门自由贸易试验区，区位优势十分明显，交通物流极其便利。为顺应厦门岛内产业升级换代的发展趋势，建设国家级闽台（厦门）文化产业园的需要，联发集团对湖里物业逐步进行改造升级，筹划开发和运营符合区域经济特点和产业发展需求的高端产业园区。

表 9 截至 2014 年底公司持有物业情况

序号	项目名称	建筑面积 (万平方米)	物业概况	出租率 (%)	账面金额 (亿元)
1	湖里工业厂房(10#)	2.40	工业厂房	100%	0.01
2	湖里工业厂房(11#)	1.42	工业厂房	100%	0.00
3	湖里工业厂房(12#)	0.97	工业厂房	100%	0.00
4	湖里工业厂房(88#)	1.05	工业厂房	100%	0.02
5	湖里工业厂房(16#)	0.37	工业厂房	46%	0.00
6	湖里工业厂房(18#)	1.82	工业厂房	100%	0.01
7	湖里工业厂房(19#)	1.45	工业厂房	100%	0.00
8	湖里工业厂房(30#)	1.78	工业厂房	100%	0.06
9	湖里工业厂房(34#)	1.89	工业厂房	94%	0.02
10	湖里工业厂房(35#)	2.06	工业厂房	94%	0.04
11	湖里工业厂房(37#)	2.59	工业厂房	86%	0.31
12	杏林工业园	5.56	工业厂房	77%	0.43
13	黄金工业园	17.90	工业厂房	91%	2.62
18	五缘湾幼儿园	0.33	教育地产	100%	0.15
19	软件学院	6.68	教育地产	100%	2.25
20	联泰大厦(8#)	2.38	写字楼	100%	0.02
21	联盛大厦(2#)	1.34	写字楼	75%	0.26
22	联昌大厦(5#)	1.88	写字楼	100%	0.38
23	海峡设计文创园(3#)	0.48	文创	100%	0.00
24	海峡设计文创园(4#)	1.51	文创	98%	0.06
25	维也纳音乐酒店(21#)	1.97	酒店	100%	0.12
26	丽轩酒店	1.28	酒店	100%	0.38
28	湖里工业厂房(1#、7#)	3.45	写字楼	0%	0.86
29	华美文创园	4.67	文创	0%	0.02
30	联发电子商城	3.09	商业	55%	1.91
31	联发广场	4.05	写字楼	88%	3.10
32	联达广场	5.60	商业	100%	2.24
<b>合计</b>		<b>79.96</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>15.28</b>

资料来源：公司提供

注：湖里工业厂房(1#和7#)和华美文创园出租率为零，主要是由于物业当期进行升级改造所致。

公司在厦门拥有厦门赛格电子市场、杏林工业园、黄金工业园、软件学院等物业资产，类型涵盖商业、写字楼、工业园区、教育地产等，满足了市场对于不同类型物业的广泛需求，分散单一业态租赁风险。

桂林联达商业广场座落于桂林市象山区环城西一路，紧临桂林市黑山园林植物园。商业广场

由 7 栋楼建筑相互联接组成，呈围合式院落形式，占地面积 6.4 万平方米，总建筑面积约 9 万平方米，集购物、休闲、娱乐、餐饮、旅游于一体，是桂林老城区的代表性商业项目，以之命名的“联达商圈”一公里范围内囊括了桂林火车站、各大酒店和三十多个住宅小区，是桂林经营成熟的大型购物中心。

南昌联发广场位于南昌市红谷滩核心商务区，距南昌市委市政府仅 600 米，交通十分便利，区位优势显赫，是该区域的地标性建筑。

总体看，公司持有型物业持有时间较长、历史成本较低，目前盈利稳定、物业地理位置较好，是公司重要的盈利资产。

## 6. 供应链运营业务

供应链运营、投资和担保业务方面，随着公司战略规划和发展策略的调整，目前公司的供应链运营、投资和担保业务在公司整体业务中占比逐渐下降，这些业务主要是围绕公司房地产业务进行，目的是降低公司的营运成本，拓宽融资渠道，为公司房地产业务发展提供有力的支撑，以保障公司的盈利水平。

总体看，公司供应链运营业务毛利水平较低，主要是围绕房地产主业开展的，该部分业务在公司收入中占比逐年减少。

## 7. 经营效率

2012~2014 年，公司资产总额和所有者权益复合增长率分别为 14.89%和 24.13%，资产规模增长稳定，所有者权益规模增长得益于留存收益的增长；营业收入和净利润复合增长率分别为 13.71%和 4.84%，公司经营情况比较稳定。

近三年，由于公司营业收入增长较稳定，同时应收账款保持波动上升趋势，公司应收账款周转次数分别为 21.85 次、20.56 次、20.78 次，整体呈波动下降趋势；同期，随着公司项目开发规模增加，公司存货持续增长，公司存货周转率有所下降，公司存货周转次数分别为 0.34 次、0.32 次、0.31 次；同期，公司总资产周转次数分别为 0.33 次、0.32 次、0.30 次，变动较小。

从同行业上市公司比较来看，公司经营效率处于行业中高水平。

表 10 房地产开发类上市公司 2014 年经营效率指标 单位：次

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	58.87	0.32	0.30
招商地产	597.69	0.30	0.30
保利地产	38.39	0.29	0.32
世茂股份	14.02	0.34	0.23
荣盛发展	121.76	0.38	0.34
大名城	81.61	0.25	0.29
联发集团	20.78	0.31	0.30

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，但由于公式差异导致的结果差异波动较小，故并不影响最终对行业比较的最终判断。

## 8. 经营关注

(1) 房地产行业告别高速发展阶段，行业竞争日趋激烈，行业利润率回归正常水平，整体去化压力加大。

(2) 公司项目主要分布在二、三线城市，易受所在区域房地产市场政策波动影响，盈利规模可能出现波动。

(3) 公司债务负担偏重，在建及拟建项目未来资本支出规模较大，公司存在一定的对外融资需求。

## 9. 未来发展

公司立足海西，推进全国区域性布局，实现持续健康发展。通过房地产、物业租赁经营和增值服务，增强企业核心竞争力，实现联发品牌影响力的持续提升。

区域拓展方面，公司目前的主要业务集中在厦门、南昌、桂林、南宁、武汉、重庆、天津、扬州等地，公司凭借以往的经验、对当地的了解以及优良的市场声誉，计划通过在现有及未来住宅项目设计和开发中运用标准化运营程序，深耕已有城市，增强在多个城市的领先地位，提高市场份额。未来 5 年，公司计划扩展到海西、长三角具有高增长潜力的城市。

品牌提升方面，公司重视“联发房产”的品牌口碑，公司计划继续增强已获得公认的“联发房产”的品牌并着力体现“稳健、致远、值得信赖、关注社会责任”的品牌核心价值。为此，公司将继续提升各地开发项目的品质、开发新的项目主体及设计、创新及完善各新项目开发的配套设施以及完善物业管理服务。为了增强物业开发项目的品质，公司基于对客户的研究，标准化流程体系，继续创新及完善各新项目开发、管理的配套设施。

土地储备方面，公司将通过多种形式获取土地储备，探索养生养老、旅游、文化创意、产业用地等新业态。公司将紧密关注社会变化、产业政策背景及走向、研究产业化可操作空间、成本效益对比、运作方式。多种形式获取土地，重点关注养生养老、旅游地产、文化创意等产业。

同时，公司将继续以具竞争力的成本增加具有高增长潜力地区的土地储备。在收购土地之前，公司将综合考虑诸多因素，如未来的城市比较、土地供应、土地成本、城市规划及开发、政府的优惠政策、周边基础设施以及增长潜力及地区投资价值等。

标准化运作方面，为了进一步改善项目管理以及维持稳定健康的增长及运营扩张，公司计划继续优化及改善运营体系。公司计划将部分项目主题标准化及复制到计划扩张的城市今后的物业开发项目中。凭借标准化运作程序，公司将能够继续提高项目规划质量、设计效率及保持并推广物业开发项目的形象及品质。

总体来看，公司未来发展战略明晰，依托自身优势，在深挖现有业务地区资源的基础上战略性外拓；规划了较为清晰的土地储备计划，对资源的筛选剔除了较高的标准。公司通过扩展业务布局、补充优质资源、提升管理效率等方式，提升公司未来的可持续发展能力。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的2012年~2014年度合并财务报表均经致同会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所审计，审计机构出具了标准无保留意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》编制。财务报表合并范围包括公司及所有子公司，公司近三年合并财务报表范围有所变化，但由于新纳入合并范围公司规模较小，故财务数据的可比性较强。公司提供的2015年一季度的财务报表未经审计。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 243.49 亿元，负债总额 182.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.67 亿元。2014 年，公司实现合并营业收入 70.11 亿元，净利润（含少数股东损益）



8.71 亿元。经营活动产生的现金流量净额 12.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.97 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 252.39 亿元，负债总额 190.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）61.89 亿元。2015 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 8.37 亿元，净利润（含少数股东损益）1.22 亿元。经营活动产生的现金流量净额-11.83 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.71 亿元。

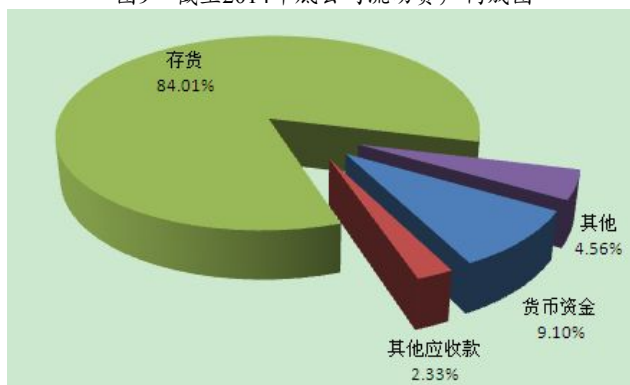
## 2. 资产质量

近三年，公司资产规模增长稳定，年均增长率为 14.89%。截至 2014 年底，公司资产总额 243.49 亿元，其中流动资产占比 87.62%，非流动资产占比 12.38%，流动资产占比较高符合房地产开发企业特征。

### 流动资产

近三年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均增长率为 17.86%，主要系公司存货和其他应收款增加所致。截至 2014 年底，公司流动资产 213.35 亿元，主要由货币资金、存货构成，其中货币资金占比 9.10%，存货占比 84.01%（见下图）。

图9 截至2014年底公司流动资产构成图



资料来源：公司审计报告

近三年，公司货币资金整体呈波动下降趋势，年均减少 2.09%，主要受项目开发进度、土地购买、预售回款和对外借款等因素而波动。截至 2014 年底，公司货币资金 19.41 亿元，较年初增长 48.22%，主要以银行存款和其他货币资金为主，其中银行存款占比 85.20%；其他货币资金占比 14.80%，主要系银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金及用于质押的定期存款等。

近三年，随着房地产项目开发的增加，公司存货账面价值逐年增加，年均增长率为 23.61%，主要系在建开发产品增加所致。截至 2014 年底，公司存货账面价值 179.24 亿元，较年初增长 9.49%，主要为尚未结转的开发成本和在建开发产品，其中尚未结转的开发成本占比 84.82%，在建开发产品占比 14.83%，由于期末未发现存货有减值迹象，公司未对存货计提存货跌价准备。

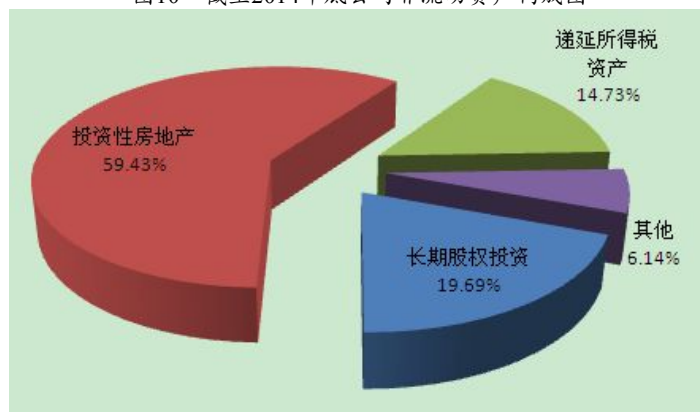
近三年，公司其他应收款呈波动增长趋势，年均增长率为 33.41%。截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额 5.68 亿元，已计提坏账准备 0.70 亿元，其他应收款账面净额 4.98 亿元，较年初增长 106.15%，主要由应收关联方的款项构成。

截至 2015 年 3 月底，公司流动资产 222.14 亿元，较年初增长 4.12%，流动资产构成变化不大，其中：货币资金 19.98 亿元，较年初增长 2.96%；存货 185.85 亿元，较年初增长 3.69%；其他应收款 7.89 亿元，较年初增长 58.49%。

### 非流动资产

近三年，公司非流动资产呈波动下降趋势，年均减少 1.23%，主要系投资性房地产减少所致。截至 2014 年底，公司非流动资产 30.13 亿元，较年初减少 15.37%。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和递延所得税资产构成，其中：长期股权投资占比 19.69%；投资性房地产占比 59.43%；递延所得税资产占比 14.73%（见下图）。

图10 截至2014年底公司非流动资产构成图



资料来源：公司审计报告

近三年，公司长期股权投资呈波动上升趋势，年均增长率为 17.61%。截至 2014 年底，公司长期股权投资 5.93 亿元，主要为宏发股份（600885）的股权，较年初下降 7.63%，主要系出售宏发股份少量股权所致。截至 2015 年 3 月底，公司持有上市公司宏发股份 7,857.86 万股（其中流通股 7,372.82 万股，限售股 485.04 万股），出具评级报告前 20 个交易日的交易均价和出具报告前一个交易日<sup>1</sup>收盘价分别计算，取相对较低值，目前股权的市场价值近 25 亿元，该部分股权账面价值不足 5 亿元，增值幅度较大。

近三年，公司投资性房地产呈波动下降趋势，年均减少 11.45%。截至 2014 年底，公司投资性房地产 17.91 亿元，较年初下降 26.66%，主要系处置了部分投资性房地产，公司投资性房地产主要系已出租的土地使用权、持有并准备增值后转让的土地使用权、已出租的建筑物。公司持有的物业，按会计准则要求以历史成本计价，报表体现价值较低，公司物业均位于所在城市核心区域，地理位置优越，升值空间较大。

近三年，公司递延所得税资产增长较快，年均增长率为 52.73%。公司递延所得税资产主要由可抵扣亏损和预收售房款未结转造成的应纳税暂时性差异所致。截至 2014 年底，公司递延所得税资产 4.44 亿元，较年初增长 35.80%，主要系公司预收售房款未结转造成的应纳税暂时性差异所致。

截至 2015 年 3 月底，公司非流动资产 30.25 亿元，较年初增长 0.39%，主要是由于投资性房地产增加所致。公司非流动资产中长期股权投资、投资性房地产和递延所得税资产账面价值基本稳定，变化不大。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主。流动资产中存货占比较大，符合房地产开发企业资产结构特征；非流动资产中投资性房地产占比较大，整体资产质量较好。

### 3. 负债及所有者权益

近三年，公司负债规模逐年上升，年均增长率为 12.25%。债务结构方面，近三年公司负债以

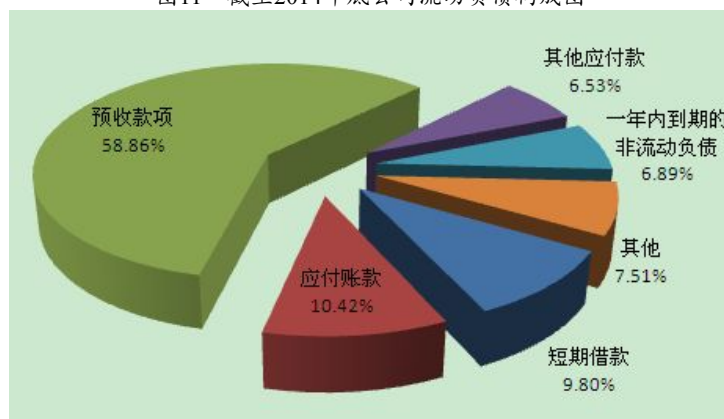
<sup>1</sup> 出具评级报告前一个交易日为 2015 年 6 月 26 日。

流动负债为主。截至 2014 年底，公司负债合计 182.82 亿元，较年初增长 2.91%，其中流动负债占比 60.57%，非流动负债占比 39.43%。

### 流动负债

近三年，公司流动负债规模呈波动增长趋势，年均增长率为 4.02%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 110.74 亿元，较年初下降 7.34%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成，其中短期借款占比 9.80%；应付账款占比 10.42%；预收款项占比 58.86%；其他应付款占比 6.53%；一年内到期的非流动负债占比 6.89%。

图 11 截至 2014 年底公司流动负债构成图



资料来源：公司审计报告

近三年，公司短期借款呈波动下降趋势，年均减少 20.09%。截至 2014 年底，公司短期借款 10.85 亿元，较年初增长 29.63%，主要由抵押借款、保证借款、贸易融资借款构成，其中抵押借款 20,000.00 万元，系公司下属子公司联发集团重庆房地产开发有限公司向中粮信托有限责任公司借款，抵押物为其持有的重庆北部新区经开园鸳鸯组团 D 标准分区-1-2 地块“113 房地证 2011 字第 10102 号”土地使用权；保证借款 5.35 亿元，系建发股份为公司担保的借款；贸易融资借款 3.00 亿元。

近三年，公司应付账款呈波动上升趋势，年均增长率为 6.05%。截至 2014 年底，公司应付账款 11.54 亿元，较年初下降 7.86%，主要由应付货款和工程款构成。从账龄来看，超过 1 年的应付账款占比较小。

近三年，公司预收款项呈快速上升趋势，年均增长率为 30.48%。截至 2014 年底，公司预收款项 65.18 亿元，较年初增长 30.71%，主要由预收售房款构成。对于房地产开发企业来说，预收款项在会计准则上被计为负债，在达到收入确认条件时再将其结转成营业收入，但实际上，预收房屋销售款的增多有利于房地产开发企业缓解现金流压力。

近三年，公司其他应付款呈波动下降趋势，年均减少 49.02%。截至 2014 年底，公司其他应付款 7.23 亿元，较年初下降 77.49%，主要由关联方往来借款、工程押金及保证金、预提土地增值税等构成，其中关联方往来借款占比 50.99%；工程押金及保证金占比 23.36%；预提土地增值税占比 12.56%。

近三年，公司一年内到期的非流动负债呈波动上升趋势，年均增长率为 32.24%。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 7.62 亿元，较年初减少 9.26%，主要是长期借款即将到期，转入一年内到期的非流动负债科目所致。

截至 2015 年 3 月底，公司流动负债 106.20 亿元，较年初下降 4.10%。主要是由于应付账款和其他应付款减少所致。公司流动负债中，应付票据 0.21 亿元，较年初下降 41.75%；应付账款 7.58

万元，较年初下降 34.28%；其他应付款 5.87 亿元，较年初下降 18.79%。

### 非流动负债

近三年，受长期借款规模影响，公司非流动负债呈波动增长，年均增长率为 29.83%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 72.08 亿元，较年初减少 23.96%，其中长期借款 70.74 万元，占比 98.14%。公司的长期借款主要为抵押借款、保证借款和信用借款，从期限分布来看，2016 年和 2017 年的集中还款金额的较大，分别占现有长期借款总额的 43.64%和 34.16%，期限分布有一定的集中性。

截至 2015 年 3 月底，公司非流动负债合计 84.30 亿元，较年初增长 16.96%，主要系长期借款的增加所致。

近三年，公司全部债务复合增长率为 17.87%，有息债务增长比较稳定。截至 2014 年底，公司全部债务 89.57 亿元，其中短期债务 18.83 亿元，长期债务 70.74 亿元。截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 75.08%、59.62%和 53.83%，公司债务负担一般，且以长期债务为主。

截至 2015 年 3 月底，公司有息债务规模有所上升，全部债务为 102.36 亿元，其中短期债务 19.30 亿元，长期债务 83.06 亿元（全部为长期借款）。公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 75.48%、62.32%和 57.30%，公司债务负担较上年末有所加重。公司预收账款一般来说并不会增加公司的实际偿付压力，剔除预收账款后，近三年一期公司的资产负债率分别为 73.07%、71.55%、65.97%和 66.40%，指标呈下降趋势，说明主要是经营性负债带动公司负债水平的上涨，公司实际负债水平一般。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，债务负担处于可控水平，剔除预收款项因素的影响，公司实际负债水平会相应减小。

### 所有者权益

近三年，公司所有者权益逐年增长，年均增长率为 24.13%。截至 2014 年底，公司所有者权益 60.67 亿元，较年初增长 19.42%，主要系留存收益增加所致。公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益 56.51 亿元，少数股东权益 4.17 亿元，少数股东权益占比较小。归属于母公司所有者权益中，股本占 37.16%，资本公积占 3.87%，盈余公积占 7.91%，未分配利润占 50.61%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 61.89 亿元，较年初增长 2.00%，主要系未分配利润增长所致。归属于母公司的所有者权益中，各项权益结构占比变化不大。公司所有者权益结构稳定性一般。

总体看，公司所有者权益增长较快，权益结构稳定性一般。

## 4. 盈利能力

近三年，公司营业收入和营业成本逐年增长，年均增长率分别为 13.71%和 23.09%。2014 年，公司实现营业收入 70.11 亿元，同比增长 6.43%，房地产销售是公司营业收入的主要来源。近三年，公司营业利润分别为 11.0 亿元、12.16 亿元和 11.33 亿元，年均增长率为 1.48%；同期，公司净利润分别为 7.92 亿元、9.25 亿元和 8.71 亿元，年均增长率为 4.84%；归属于母公司所有者的净利润分别为 8.59 亿元、9.23 亿元和 7.72 亿元，年均增长率为 5.20%；2014 年，公司营业利润和净利润分别为 11.33 亿元和 8.71 亿元，分别同比下降 6.85%和 5.91%，主要系营运成本上升所致。

非经常性损益方面，2014 年建发股份获得投资收益 4.20 亿元，同比增长 356.76%，主要是因为公司出售宏发股份的部分股权所致。2014 年公司营业外收入合计为 0.51 亿元，同比增长

704.24%，主要为政府补贴 0.25 亿元以及赔偿金、违约金收入 0.23 亿元，公司营业外收支净额 0.43 亿元。非经常性损益对利润总额产生一定的影响。

从期间费用来看，近三年，公司期间费用总额分别为 2.44 亿元、2.74 亿元和 3.52 亿元，年均增长率为 20.15%。从费用构成来看，销售费用占比较高，2014 年销售费用占费用总额的 76.31%、管理费用占 9.34%，财务费用占 14.35%，公司管理费用控制较好。近三年，公司费用收入比分别为 4.50%、4.16%和 5.03%，主要系公司收入增速低于费用增速所致，公司费用控制能力较强。

随公司发展规划的逐步调整，近三年公司投资收益呈快速增长态势，分比为 0.72 亿元、0.92 万元和 4.20 亿元。投资收益增长对公司盈利影响逐渐增大，主要系对子公司投资和购买理财产品所取得的投资收益。投资收益对公司的利润贡献逐年增大。

从各项盈利指标来看，由于公司营运成本上升，近三年，公司营业利润率呈下降趋势，分别为 24.08%、21.19%和 15.29%。2014 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.74%、5.23%和 15.62%，较上年均有所下降。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标处于中等水平（如下表所示）。

表11 2014年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	卧龙地 产	万科 A	招商地 产	保利地 产	世茂股 份	香江控 股	中江地 产	联发股 份
净资产收益率(%)	4.51	21.49	16.77	22.81	12.28	12.57	3.19	15.62
总资产报酬率(%)	2.19	5.84	7.14	5.96	5.65	5.09	1.15	5.23
毛利率(%)	29.88	31.47	41.52	32.16	41.80	51.27	18.17	23.61

资料来源：Wind 资讯

Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，但由于公式差异导致的结果差异波动较小，故并不影响最终对行业比较的最终判断。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 8.37 亿元，利润总额 1.54 亿元，净利润 1.22 亿元。

总体看，公司净资产收益率和总资产报酬率与同业相比处于中等水平，毛利率水平处于同行业中一般水平。近年来，公司营业收入和净利润规模整体呈增长趋势，盈利能力较好。

## 5. 现金流

公司同时开发多个房地产项目，每年投入项目开发的现金支出较多；此外，公司为保持可持续发展，须择机进行土地购置；从行业特点来看，房地产项目开发从取得土地到最终实现交付所需时间较长，导致公司经营活动现金流量净额随着项目的开发和销售呈现一定的波动性。

从经营活动情况来看，近三年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 7.84 亿元、-4.79 亿元和 12.73 亿元。2014 年，公司经营活动现金流入 88.33 亿元，同比增长 0.06%，经营活动现金流出 75.60 亿元，同比下降 18.77%。近三年，公司现金收入比分别为 124.42%、118.77%和 122.58%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.23 亿元、-4.45 亿元和 3.75 亿元。现金流入主要为公司购买理财产品和取得的投资收益；现金流出主要系公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金规模以及并购所支付的现金。

从筹资活动情况来看，近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.29 亿元、6.16 亿元和-10.50 亿元，现金流入主要系股东增资以及从各种渠道取得的借款；现金流出主要系偿还借款、偿付利息所支付的现金。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流净额为-11.83 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 1.02 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 11.51 亿元，现金及现金等价物增加额 0.71 亿元。

整体看，由于公司房地产项目销售情况较好，公司经营活动回笼现金的能力较强，但由于公

司开发规模较大，公司有一定的对外融资要求。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，近三年，公司流动比率和速动比率整体呈上升态势。截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.93 倍和 0.31 倍，公司存货占比较大，速动比率较低。截至 2014 年底，公司现金短期债务比为 1.03 倍，综合来看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 75.08%、59.62%和 53.83%，EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 1.62 倍和 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度一般。

截至 2014 年底，公司对外担保 0.27 亿元，系对厦门软件职业技术学院一笔总额 1.80 亿元的长期贷款按股权比例提供的担保，公司间接持有 15%的股权。

截至 2014 年底，公司不存在可能对公司财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

截至 2014 年底，公司已经取得的银行授信总额为 119.34 亿元，其中已用授信额度 76.21 亿元，尚可使用授信额度 43.13 亿元，公司间接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（报告号 NO.B201506100083001115），截至 2015 年 6 月 10 日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

总体看，公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务负担较重，考虑公司目前在建项目及预收账款规模较大，未来可售及可结转面积较大，对收入有一定的支撑；另外公司的持有型物业资产，资产质量优良，为公司带来稳定的收入，公司整体偿债能力较强。

### 八、本次公司债偿债能力分析

#### 1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 120.36 亿元，本次拟发行公司债额度为不超过 20 亿元，总发债额度相对于公司债务规模适中，对公司整体债务负担影响一般。

以 2015 年 3 月底财务数据为基础，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.48%、62.32%、57.30%，发债额度对公司负债水平和债务负担影响不大。

#### 2. 本次公司债偿债能力分析

以 2014 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行 20 亿元公司债的保护倍数分别为 0.66 倍、4.42 倍和 0.64 倍。其中，EBITDA 偿债倍数处于正常水平，经营性现金流入债务保护倍数处于较好水平。总体看，EBITDA 和经营现金流均对本次债券的覆盖程度较好。

综合以上分析，并考虑到公司作为业内从事房地产开发的知名企业，在行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力较强。

## 九、担保方分析

### 1. 担保条款

为确保本次公司债券如期兑付，公司采用第三方信用担保方式为本次债券提供担保。根据建发股份为本次债券向债券持有人出具的担保函，建发股份为公司本次拟发行的不超过 20 亿元公司债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围包括本期债券本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。

### 2. 担保人信用分析

#### (1) 建发股份概况

建发股份系经厦门市人民政府厦府[1998]综 034 号文批准，由建发集团独家发起，于 1998 年 5 月以募集方式设立的股份有限公司。建发集团将集团本部与贸易业务相关的进出口业务部门以及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司（现更名为厦门建发国际货运代理有限公司）、厦门建发包装有限公司（现更名为厦门建发纸业有限公司）、厦门建发保税品有限公司（现更名为厦门建宇实业有限公司）和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入，经中国证券监督管理委员会证监发字[1998]123 号文和证监发字[1998]124 号文批准，建发股份于 1998 年 5 月以募集方式设立，同年 6 月 16 日在上交所挂牌上市，股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH。建发股份首次发行总股本为 18,500 万股，经送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2015 年 3 月底，建发股份总股本为 28.35 亿股，其中建发集团持有 12.75 亿股，占 44.97%，为建发股份的大股东。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团 100% 股权，为建发股份的实际控制人。

目前建发股份主营供应链运营和房地产业务，其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等。

截至 2014 年底，建发股份合并资产总额为 935.23 亿元，负债总额为 713.44 亿元，股东权益为（含少数股东权益）221.79 亿元。2014 年建发股份实现合并营业收入 1,209.25 亿元，净利润 33.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.72 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.05 亿元。

截至 2015 年 3 月底，建发股份合并资产总额为 980.68 亿元，负债总额为 752.69 亿元，股东权益为（含少数股东权益）227.99 亿元。2015 年 1~3 月建发股份实现合并营业收入 237.71 亿元，净利润 4.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额-26.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.29 亿元。

建发股份注册地址：厦门市思明区环岛东路 1699 号建发国际大厦 29 层；法定代表人：张勇峰。

#### (2) 经营情况

建发股份已经形成“供应链运营+房地产”双主业格局，其他业务收入包括租赁业务收入、物业管理收入和担保公司业务等收入。其中供应链运营业务，是将贸易、物流两块业务进行整合提升，主要面向中小企业客户，通过供应链运营的深度和广度，立足优势领域，做精纵向，拓展横向，逐步形成上控资源、下控渠道，中间提供物流、金融、信息等增值服务的经营模式，并形成浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务、汽车及酒类共计十大核心子业务；房地产业务则主要依托联发集团和建发地产进行运营；其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等。

2012~2014年，建发股份不断推进向供应链运营的战略转型，随着进出口贸易和国内贸易规模的增长和房地产业务的快速发展，建发股份营业收入规模不断扩大，年均复合增长率为15.17%。从营业收入构成来看，近三年建发股份供应链运营业务收入一直占主导地位，但占比逐年下降。2014年，建发股份实现营业收入1,209.25亿元，其中供应链运营业务1,020.97亿元，占84.43%；房地产业务实现收入184.35亿元，同比增长16.28%，收入占比升至15.25%；其他业务收入占比较小。

表12 2012年~2014年建发股份营业收入情况（单位：亿元，%）

业务板块	2012年			2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营业务	794.73	87.17	4.36	878.05	86.03	3.75	1,020.97	84.43	3.78
房地产业务	112.57	12.35	37.36	122.25	11.98	32.79	184.35	15.25	32.84
其他业务	4.37	0.48	70.79	20.38	2.00	84.66	3.92	0.32	59.10
合计	911.67	100.00	8.75	1,020.68	100.00	8.84	1,209.25	100.00	8.39

资料来源：建发股份年报

2014年供应链运营业务平稳增长，首次突破千亿元人民币，实现收入1,020.97亿元，同比增长16.28%，仍为建发股份收入最主要贡献来源；房地产业务多个项目（上海、漳州、厦门、成都）竣工并确认收入，2014年房地产业务实现收入184.35亿元，同比增长50.80%；其他业务收入3.92亿元，同比大幅下降，是因为2013年子公司建发地产参与后埔-枋湖旧村改造土地一级开发，收到土地出让金分成13.74亿元，无营业成本，2014年无该项业务，导致2014年其他业务收入和毛利率均有较大幅度下降。

从利润构成来看，2014年，全球大宗原材料市场疲软，国内外需求仍相对不足，大宗商品价格剧烈波动，同时人工成本上升，建发股份供应链运营业务毛利率较去年基本持平，为3.78%；房地产业务受新销售项目拿地成本较高影响，毛利率为32.84%，较2013年基本持平；其他业务毛利率大幅下降至59.10%，同比下降25.56个百分点。2014年公司整体毛利率为8.39%，同比略有下降。

2015年1~3月，建发股份实现营业收入237.71亿元，较上年同期增长4.98%，实现营业利润5.59亿元，净利润4.26亿元，分别较上年同期下降21.99%和17.45%。

总体来看，建发股份业务涉及较广，整体收入规模较大，盈利稳定增长。

### 供应链运营业务

供应链运营业务为建发股份第一大主业，2014年建发股份供应链运营业务实现营业收入1,020.97亿元，较上年增长16.28%；但由于国内外需求不足导致各类大宗商品价格波动强烈，建发股份供应链运营业务毛利率为3.78%，较2013年基本持平。近年来，建发股份不断向以供应链运营为核心的现代服务型企业转型，整合从原材料到制造商到零售终端整条产业链的物流、信息和资金资源，提升增值服务，转变传统盈利模式。2014年建发股份内贸收入占比47.82%，有助于抵御国际业务波动风险。

建发股份贸易品类以浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务、汽车及酒类共计十大核心业务板块为主。其中，纸浆业务基本实现供应链模式运作，其他业务品种的经营模式只在逐步向此转变。控股子公司建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）、厦门建发物资有限公司（以下简称“建发物资”）、厦门建发纸业有限公司（以下简称“建发纸业”）、厦门建发化工有限公司（以下简称“建发化工”）、厦门建发原材料贸易有限公司（以下简称“建发原材料”）、厦门建发



汽车有限公司（以下简称“建发汽车”）及建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”）等是公司供应链运营板块的核心企业。

表13 建发股份主要子公司供应链运营业务收入情况（单位：亿元）

项目	2012年	2013年	2014年
上海建发	76.46	209.19	278.06
建发金属	46.87	45.92	50.26
建发物资	38.99	45.92	53.84
建发纸业	87.51	108.16	128.91
建发汽车	56.43	56.70	66.15
建发物流	95.07	83.61	77.70
合计	521.81	549.50	654.92

资料来源：建发股份提供

总体看，建发股份供应链运营业务收入规模稳步增长，板块内多数子公司贸易规模不断扩大，产业链上下游及物流服务不断延伸。

### 房地产业务

建发股份的房地产业务主要由联发集团和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发地产”）2家子公司经营，两家房地产公司所负责区域不同以规避竞争。2012~2014年，公司房地产业务板块实现收入分别为112.57亿元、122.25亿元和184.35亿元，毛利率分别为37.36%、32.79%和32.84%，主要由于近年建发股份二、三线地产项目销售占比加大，毛利率有所下降。建发股份房地产业务在厦门当地发展较早，具有较强的市场竞争力。目前建发股份项目储备主要分布在厦门、上海、成都、福州、龙岩、建阳、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州等地。两家房地产子公司外埠市场区域不同，以规避产生竞争；对于福建省内尤其是厦门市周边地区的房地产市场，两家公司通过协商或联合开发的方式解决。

联发集团的情况请详见主体分析部分。

建发地产是以房地产开发为核心，以土地一级开发、物业管理等相关行业为配套的专业化房地产集团企业，获得建设部颁发的房地产开发一级资质。建发地产开发产品日趋多元化，项目涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产、大型公建代建等，房地产开发项目主要分布成都、长沙、上海、厦门、漳州和福州等地区。2014年，建发地产实现营业收入124.74亿元，同比增长57.12%；净利润17.40亿元，同比增长7.87%。2014年度建发地产签约销售总面积59.94万平方米，同比下降22.35%；签约销售金额98.62亿元，同比下降12.11%；账面结账面算收入119.98亿元，同比增长95.15%。在房地产开发方面，2014年，建发地产新开工面积166.82万平方米，竣工面积101.07万平方米。

总体看，建发股份多项房地产项目开售，销售收入大幅增长；较多的土地储备保障了其可持续发展，且土地储备分布广泛，可以较好地避免房地产市场的地区波动。

### （3）财务分析

建发股份提供的2012年度~2014年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2015年一季度财务报表未经审计。

截至 2014 年底，建发股份合并资产总额为 935.23 亿元，负债总额为 713.44 亿元，股东权益为(含少数股东权益)221.79 亿元。2014 年建发股份实现合并营业收入 1,209.25 亿元，净利润 33.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.72 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.05 亿元。

截至 2015 年 3 月底，建发股份合并资产总额为 980.68 亿元，负债总额为 752.69 亿元，股东权益为(含少数股东权益)227.99 亿元。2015 年 1~3 月建发股份实现合并营业收入 237.71 亿元，净利润 4.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额-26.17 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.29 亿元。

### 资产

近三年，建发股份资产规模呈增长态势，年均增长 23.74%。截至 2014 年底，建发股份资产总额达 935.23 亿元，较年初增长 16.84%。从资产构成来看，以流动资产为主，截至 2014 年底，流动资产占资产总额的 88.41%，非流动资产占资产总额的 11.59%。

近三年，建发股份流动资产年均增长 24.35%。截至 2014 年底，流动资产总额 82.69 亿元，较上年增长 15.24%，主要是预付款项和存货的增加。流动资产构成中以货币资金(占比 8.03%)、预付款项(占比 12.24%)和存货(占比 68.57%)为主。近三年，公司货币资金年均增长 2.92%，截至 2014 年底，公司货币资金 66.43 亿元，较上年减少 0.08%，其中其他货币资金年末余额 9.16 亿元，主要系银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等，上述其他货币资金中不能随时用于支付的存款 8.88 亿元；预付款项年均增长 25.10%，截至 2014 年底，预付款项 101.20 亿元，较上年增长 34.15%，主要系预付供应链业务采购款增加所致；存货年均增长 26.60%，截至 2014 年底，公司存货 566.97 亿元，较上年增长 24.46%，存货中开发成本占比较大，达到 71.72%，截至 2014 年末，公司共计提存货跌价准备 0.93 亿元。

近三年，建发股份非流动资产年均增长 19.37%。截至 2014 年底，非流动资产总额 108.38 亿元，较上年增长 30.62%，主要来自于长期应收款、投资性房地产和固定资产增长。非流动资产构成以长期应收款(占比 25.44%)、长期股权投资(占比 12.41%)、投资性房地产(占比 30.98%)和固定资产(占比 8.59%)为主。近三年，长期应收款年均增长 22.19%，截至 2014 年末，长期应收款 27.57 亿元，较上年增长 57.78%，主要系分期收款提供劳务大幅增加所致；长期股权投资年均增长 7.29%，截至 2014 年末，长期股权投资 13.45 亿元，较上年减少 4.46%；投资性房地产年均增长 14.39%，截至 2014 年末，投资性房地产 33.57 亿元，较上年增长 9.95%，主要为房屋及建筑物(占 94.28%)，年底累计折旧和累计摊销 5.42 亿元，未计提减值准备；固定资产年均增长率 16.19%，截至 2014 年末，固定资产账面价值 9.31 亿元，较上年增长 27.52%，计提累计折旧 4.39 亿元，固定资产主要为房屋及建筑物和运输设备。

总体看，近年来建发股份资产规模增长较快，资产构成中流动资产占比略高，货币资金较为充足。整体看，建发股份资产质量较好。

### 负债与所有者权益

近年来，建发股份负债规模随着经营规模的扩张持续增长，年均增长 26.69%。截至 2014 年底，建发股份负债总计 713.49 亿元，较上年增长 12.02%。从负债构成看，流动负债合计 534.56 亿元(占比 74.93%)，非流动负债合计 178.88 亿元(占比 25.07%)，负债中流动负债占比较高。

近三年，建发股份流动负债年均增长 20.23%，截至 2014 年末流动负债 534.56 亿元，较上年增长 8.93%，主要来自应付票据、应付账款和预收款项的增长。流动负债构成以短期借款、应付票据、应付账款和预收款项为主，占比分别为 12.64%、9.77%、15.47%和 41.21%。近三年，公司短期借款年均减少 15.65%，截至 2014 年底，短期借款余额为 67.58 亿元，较上年减少 26.00%，主要系日常运营资金需要扩大融资力度；应付票据年均增长 8.64%，截至 2014 年底，应付票据 52.25

亿元，较上年增长 94.87%，主要系银行承兑汇票大幅增加所致；应付账款年均增长 32.85%，截至 2014 年底，应付账款 82.72 亿元，较上年增长 28.74%，主要系供应链运营业务规模扩大导致采购量增加所致；预收款项年均增长 33.36%，截至 2014 年底，预收款 220.29 亿元，较上年增长 10.10%，主要系货款增加所致。近三年，建发股份非流动负债年均增长 26.69%，截至 2014 年末，非流动负债 178.88 亿元，较上年增长 22.36%，主要系长期借款和长期应收款增长所致。非流动资产构成以长期借款、应付债券和长期应付款为主，分别占比为 84.80%、6.29%和 6.76%。近三年，长期借款年均增长 24.43%，截至 2014 年末，长期借款为 151.68 亿元，较上年增长 19.33%，主要为抵押借款（占 56.90%）和保证借款（占 54.03%）；应付债券年均减少 7.65%，截至 2014 年末，应付债券合计 11.25 亿元，较上年下降 38.14%，主要系其 2012 年发行的中期票据“12 建发 MTN1”于 2015 年 9 月到期计入一年内到期的非流动负债所致；长期应付款年均增长 1,208.00%，截至 2014 年末，长期应付款 12.10 亿元，较上年增长 14,539.14%，主要系建发股份新增 ABS 项目 12 亿元所致。

建发股份所有者权益近年来稳步增长，截至 2014 年底，建发股份股东权益合计 221.79 亿元，其中，归属母公司股东权益占比 76.98%，少数股东权益占比 23.02%。归属母公司股东权益中，实收资本占比 16.61%、资本公积占比 15.17%、其他综合收益占比 0.66%、盈余公积占比 4.46%、一般风险准备占比 0.11%、未分配利润占比 62.99%，所有者权益结构稳定性一般。

建发股份 2014 年底的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 76.28%、60.36%、44.09%，负债水平波动下降，整体负债规模处于合理水平。

总体看，建发股份总体负债水平较为合理，债务资金来源以间接渠道融资为主；所有者权益稳定性一般。

### 盈利能力

近年来，随着供应链业务规模的扩大和房地产业务销售收入的持续增长，建发股份营业收入呈增长态势。2014 年，建发股份实现营业收入 1,209.25 亿元，年均增长 15.17%；实现营业利润 46.06 亿元，年均增长 13.84%；实现净利润 33.74 亿元，年均增长 12.42%。

从期间费用来看，近三年建发股份费用总额分别为 30.38 亿元、31.23 亿元和 36.59 亿元，年均增长 9.75%。费用构成来看，2014 年销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 84.08%、7.58%和 8.33%，销售费用占比较大。近三年，建发股份销售费用规模较大，管理费用呈增长态势，财务费用波动较大。2012 年~2014 年建发股份费用收入比分别为 3.33%、3.06%和 3.03%，费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2014 年建发股份获得投资收益 5.61 亿元，同比增长 84.05%，主要是因为子公司联发集团出售宏发股份的部分股权所致。2014 年建发股份营业外收入合计为 1.52 亿元，同比增长 8.19%，主要为政府补贴 0.68 亿元以及赔偿金、违约金收入 0.73 亿元，建发股份营业外收支净额 0.77 亿元。非经常性损益对利润总额产生一定的影响。

从盈利指标来看，随着营业收入规模增长，2012 年~2014 年建发股份的营业利润率为 7.23%、7.38%和 6.40%，呈波动下降态势，毛利润水平不高；2012 年~2014 年总资本收益率分别为 8.37%、10.22%和 9.56%，呈波动态势；2012 年~2014 年净资产收益率分别为 23.16%、23.14%和 17.51%，呈下降态势。2014 年净利润有所下降，使得总资本收益率和净资产收益率均有所下降。

2015 年 1~3 月，建发股份实现营业收入 237.71 亿元，较上年同期增长 4.98%，营业成本 222.25 亿元，较上年同期增长 6.29%，实现营业利润 5.59 亿元，净利润 4.26 亿元，分别较上年同期下降 21.99%和 17.45%。

总体看，建发股份收入规模不断扩大，期间费用控制能力较好，主营业务盈利能力尚可，且业务发展比较稳健。

### 现金流

从经营活动看，近三年建发股份经营活动净现金流分别为47.54亿元、-19.21亿元和-4.72亿元，波动较大，主要系购买商品、接受劳务支付的现金及支付各项税费项目波动所致；从收入实现质量指标看，近三年建发股份的现金收入比为112.21%、114.51%和106.05%，收入实现质量较高。

从投资和筹资活动看，近年来随着经营规模的扩大及多元化发展，建发股份投资规模呈增长态势，2012~2014年投资活动产生的现金流量净额分别为-6.67亿元、-8.39亿元和-8.83亿元，呈持续净流出态势。经营投资的增加及投资规模的增长使得建发股份外部融资需求升高，2012~2014年建发股份筹资活动现金流量净额分别为-20.85亿元、37.18亿元和9.33亿元，波动较大，建发股份根据经营、投资的需要合理安排筹资。

2015年1~3月，建发股份经营活动产生的现金流量净额-26.17亿元，较上年同期少流出65.85亿元；投资活动产生的现金流量净额0.89亿元，转为净流入状态；筹资活动产生的现金流量净额27.15亿元，较上年同期少流入62.50亿元；现金及现金等价物增加额1.29亿元。

总体看，近年来建发股份经营性现金流规模较大，经营活动获取现金能力强，收入实现质量较高。

### 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2014年底，建发股份流动比率为1.55倍，因存货规模较大，其速动比率为0.49倍，流动资产对流动负债覆盖程度尚可；现金短期债务比为0.51倍，现金对短期有息负债的保护能力一般。整体看，考虑到建发股份流动负债中预收款项占比较大，主要为房产项目预收款，不需要未来进行现金偿付，所以建发股份短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2012年~2014年，建发股份EBITDA分别为42.08亿元、50.02亿元和52.15亿元，年均增加11.33%；EBITDA利息倍数分别为9.66倍、5.13倍和3.68倍，EBITDA对利息的覆盖能力较强；EBITDA全部债务比分别为0.16倍、0.17倍和0.15倍，EBITDA对全部债务的保障程度一般。考虑到建发股份的存货及投资性房地产具有较强变现能力，总体看，建发股份整体偿债能力保持较好水平。

截至2014年底，建发股份外担保余额为2.68亿元。截至2014年底，建发股份不存在对财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的未决诉讼或仲裁事项。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码为G10350203000077108），截至2015年4月28日，建发股份无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中不良类垫款40笔、贸易融资1笔、票据贴现25笔，主要是由于银行信贷系统与人行系统数据传输中产生滞后等情况导致。建发股份信贷过往债务履约情况良好。

总体看，建发股份短期偿债能力尚可，EBITDA对全部债务的保障程度一般，但未来随着业务规模的不断扩展，盈利能力将进一步增强，对长期偿债能力形成一定保障。

### 对本次债券的担保能力

从本次公司债券的担保能力看，以2015年3月底财务数据测算，本次公司债券发行额度占建发股份资产总额及所有者权益的比重分别为2.04%和8.77%，整体占比不高，建发股份资产和权益对本次债券的保护程度高。

总体看，建发股份作为厦门市规模较大的综合性企业，股东实力较强，区位优势明显，业务发展稳定，区域经济的快速发展为其业务扩张提供了有力保障。本次债券发行规模占其资产比重较低，其担保对于本次公司债券的到期还本付息具有明显的积极作用。

## 十、综合评价

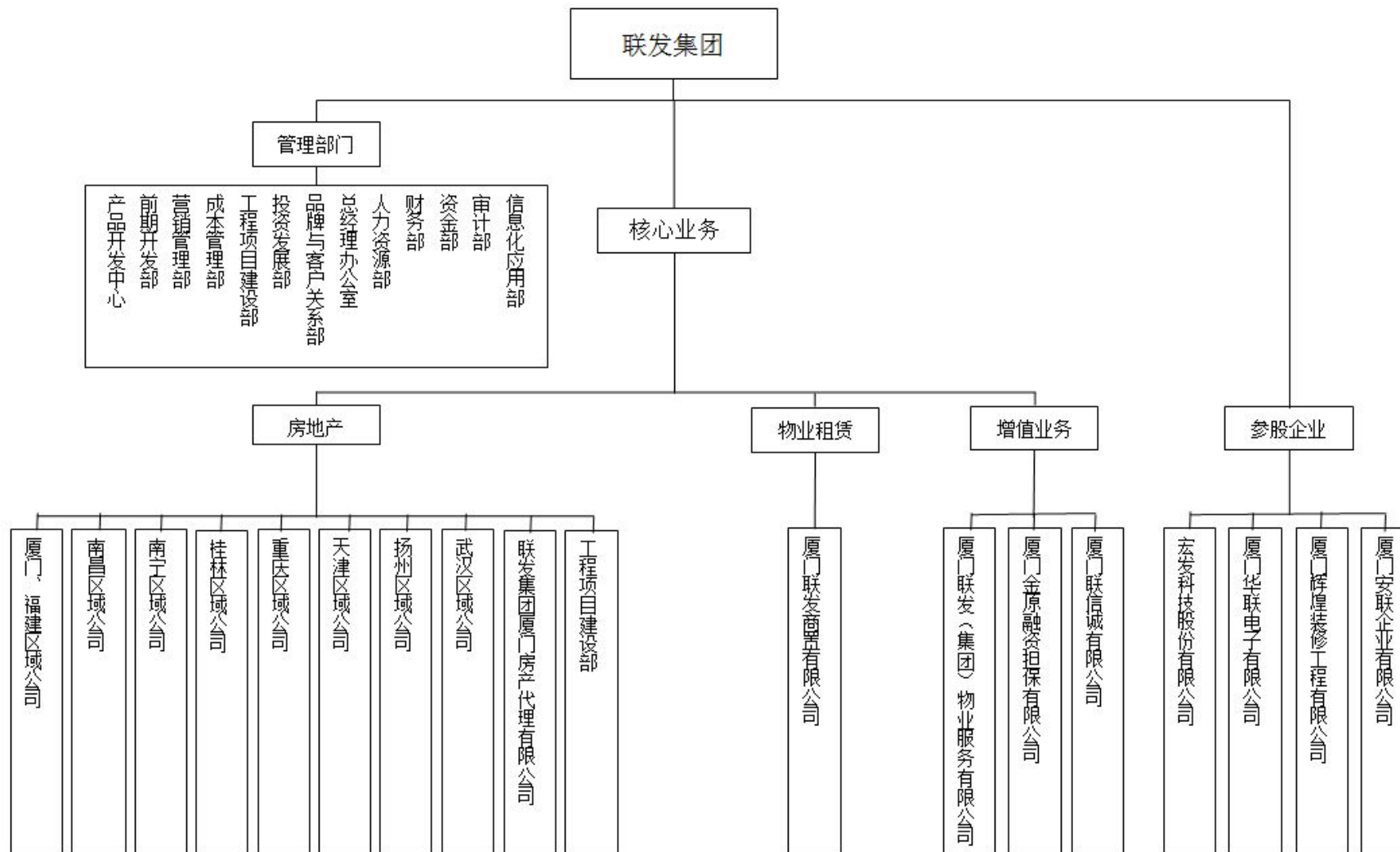
公司作为具备较强综合实力的房地产开发公司，在土地成本及规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备的潜在优势。同时，联合评级也关注到公司所在房地产行业受宏观经济增速、房地产调控政策影响较大以及项目分布集中在二线城市等因素对公司经营造成的不确定性。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的陆续销售，公司的盈利较有保证；公司持有规模较大的优质物业和上市公司股权，增值空间较大，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由厦门建发股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。建发股份资产和权益规模较大，整体运营状况良好。建发股份的担保实力很强，其担保对于本次公司债券信用级别的提升具有积极作用。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿付的风险极低。

附件 1 联发集团有限公司组织结构图



附件 2-1 联发集团有限公司  
2012 年~2015 年 3 月公司合并资产负债表（资产）  
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
<b>流动资产：</b>					
货币资金	202,443.02	130,928.81	194,064.67	-2.09	199,810.14
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
衍生金融资产	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应收票据	0.00	20.00	333.62		100.00
应收账款	33,903.42	26,510.06	37,265.43	4.84	28,657.53
预付款项	97,991.89	73,292.53	20,430.05	-54.34	19,398.85
应收利息	435.36	108.88	803.80	35.88	814.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	27,957.60	24,136.65	49,757.92	33.41	78,859.01
存货	1,173,155.50	1,637,040.58	1,792,394.24	23.61	1,858,531.21
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	87.65		0.00
其他流动资产	0.00	36,523.27	38,409.53		35,205.15
<b>流动资产合计</b>	<b>1,535,886.79</b>	<b>1,928,560.79</b>	<b>2,133,546.92</b>	<b>17.86</b>	<b>2,221,375.89</b>
<b>非流动资产：</b>					
可供出售金融资产	4,659.88	3,779.99	708.36	-61.01	708.36
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	42,897.16	64,237.40	59,338.31	17.61	56,429.53
投资性房地产	228,409.09	244,201.43	179,093.11	-11.45	181,778.79
固定资产	7,795.17	7,171.35	8,768.48	6.06	9,082.97
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00		0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00		0.00
在建工程	2,864.14	0.00	4,372.76	23.56	6,685.68
工程物资	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00		0.00
无形资产	108.02	430.67	489.38	112.85	462.03
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	2,486.44	2,502.66	2,502.66	0.33	2,502.66
长期待摊费用	630.82	1,040.00	1,428.20	50.47	1,399.14
递延所得税资产	19,029.21	32,686.39	44,387.28	52.73	43,459.73
其他非流动资产	0.00	0.00	243.51		0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>308,879.92</b>	<b>356,049.89</b>	<b>301,332.05</b>	<b>-1.23</b>	<b>302,508.92</b>
<b>资产总计</b>	<b>1,844,766.71</b>	<b>2,284,610.68</b>	<b>2,434,878.97</b>	<b>14.89</b>	<b>2,523,884.81</b>

附件 2-2 联发集团有限公司  
2012 年~2015 年 3 月公司合并资产负债表（负债及股东权益）  
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
<b>流动负债：</b>					
短期借款	169,893.01	83,700.00	108,500.00	-20.09	117,400.00
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
衍生金融负债	0.00	0.00	0.00	--	0.00
应付票据	4,795.36	577.77	3,594.20	-13.43	2,093.74
应付账款	102,606.30	125,248.19	115,403.90	6.05	75,841.98
预收款项	382,864.39	498,684.30	651,819.72	30.48	682,280.44
应付职工薪酬	11,529.18	14,701.23	14,234.10	11.11	6,714.92
应交税费	22,646.83	57,555.53	55,723.14	56.86	36,227.15
应付利息	3,265.34	4,442.81	3,603.32	5.05	3,259.62
应付股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	278,163.14	321,110.03	72,287.99	-49.02	58,706.11
一年内到期的非流动负债	43,599.00	84,026.53	76,248.91	32.24	73,524.57
其他流动负债	3,997.46	5,040.42	5,959.16	22.10	5,959.16
<b>流动负债合计</b>	<b>1,023,360.02</b>	<b>1,195,086.82</b>	<b>1,107,374.44</b>	<b>4.02</b>	<b>1,062,007.67</b>
<b>非流动负债：</b>					
长期借款	426,353.65	578,293.18	707,353.14	28.81	830,588.34
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	707.08	826.35	970.98	17.19	1,022.32
专项应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
递延收益	594.41	1,970.96	2,970.96	123.57	2,970.96
递延所得税负债	0.00	374.44	9,498.31		8,433.73
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>427,655.13</b>	<b>581,464.93</b>	<b>720,793.40</b>	<b>29.83</b>	<b>843,015.35</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,451,015.15</b>	<b>1,776,551.75</b>	<b>1,828,167.84</b>	<b>12.25</b>	<b>1,905,023.01</b>
<b>所有者权益：</b>					
股本	180,000.00	210,000.00	210,000.00	8.01	210,000.00
资本公积	2,092.78	19,162.25	21,883.74	223.37	21,883.74
减：库存股	0.00	0.00	0.00		0.00
其他综合收益	2,699.08	2,039.16	913.04	-41.84	913.04
盈余公积	26,647.29	35,488.85	44,685.59	29.50	44,685.59
未分配利润	175,803.78	209,281.32	285,959.87	27.54	298,733.44
一般风险准备	1,021.72	1,511.32	1,616.12	25.77	1,616.12
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>388,264.66</b>	<b>477,482.91</b>	<b>565,058.36</b>	<b>20.64</b>	<b>577,831.93</b>
少数股东权益	5,486.90	30,576.02	41,652.78	175.52	41,029.87
<b>所有者权益合计</b>	<b>393,751.56</b>	<b>508,058.93</b>	<b>606,711.13</b>	<b>24.13</b>	<b>618,861.79</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>1,844,766.71</b>	<b>2,284,610.68</b>	<b>2,434,878.97</b>	<b>14.89</b>	<b>2,523,884.81</b>



附件 3 联发集团有限公司  
2012 年~2015 年 3 月公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	15 年 1~3 月
<b>一、营业收入</b>	<b>542,204.09</b>	<b>658,749.37</b>	<b>701,082.05</b>	<b>13.71</b>	<b>83,672.65</b>
减: 营业成本	352,199.91	450,859.77	533,644.34	23.09	65,118.51
营业税金及附加	59,449.19	68,329.36	60,216.90	0.64	7,054.41
销售费用	18,293.73	22,059.89	26,888.99	21.24	5,375.85
管理费用	3,839.23	4,338.67	3,291.24	-7.41	748.57
财务费用	2,277.58	1,028.37	5,058.15	49.02	1,077.58
资产减值损失	3,289.80	-274.86	727.94	-52.96	0.00
加: 公允价值变动收益(损失以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00		0.00
投资收益(损失以“—”号填列)	7,151.32	9,199.90	42,021.42	142.41	11,260.40
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
汇兑收益(损益以“—”号填列)	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>二、营业利润(亏损以“—”号填列)</b>	<b>110,005.96</b>	<b>121,608.06</b>	<b>113,275.91</b>	<b>1.48</b>	<b>15,558.14</b>
加: 营业外收入	992.70	638.33	5,133.70	127.41	72.38
减: 营业外支出	87.97	248.03	857.25	212.18	182.20
其中: 非流动资产处置损失	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)</b>	<b>110,910.70</b>	<b>121,998.35</b>	<b>117,552.35</b>	<b>2.95</b>	<b>15,448.32</b>
减: 所得税费用	31,696.62	29,464.06	30,487.53	-1.93	3,272.66
<b>四、净利润(净亏损以“—”号填列)</b>	<b>79,214.08</b>	<b>92,534.29</b>	<b>87,064.82</b>	<b>4.84</b>	<b>12,175.66</b>
其中: 归属于母公司所有者的净利润	85,875.28	92,319.10	77,171.01	-5.20	
少数股东损益	518.54	-1,063.81	-479.93		

附件 4 联发集团有限公司  
2012 年~2015 年 3 月公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	15 年 1~3 月
<b>一、经营活动产生的现金流量:</b>					
销售商品、提供劳务收到的现金	674,595.12	782,413.67	859,362.67	12.87	158,883.93
收到的税费返还	362.70	206.05	0.00	-100.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	75,062.45	100,110.14	23,905.08	-43.57	978.96
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>750,020.26</b>	<b>882,729.86</b>	<b>883,267.75</b>	<b>8.52</b>	<b>159,862.89</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	508,602.92	772,542.86	502,611.95	-0.59	223,335.02
支付给职工以及为职工支付的现	18,615.36	22,749.01	28,183.35	23.04	12,477.24
支付的各项税费	76,903.25	99,818.67	158,927.07	43.76	31,751.18
支付其他与经营活动有关的现金	67,471.95	35,549.47	66,236.85	-0.92	10,592.65
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>671,593.48</b>	<b>930,660.02</b>	<b>755,959.22</b>	<b>6.10</b>	<b>278,156.09</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>78,426.78</b>	<b>-47,930.16</b>	<b>127,308.53</b>	<b>27.41</b>	<b>-118,293.21</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量:</b>					
收回投资收到的现金	2,019.19	0.00	14,629.45	169.17	2,908.78
取得投资收益收到的现金	3,942.71	3,098.00	32,907.65	188.90	11,260.40
处置固定资产、无形资产和其他长	19.79	16.70	9.38	-31.16	13.57
处置子公司及其他营业单位收到	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>5,981.70</b>	<b>3,114.70</b>	<b>47,546.48</b>	<b>181.93</b>	<b>14,182.74</b>
购建固定资产、无形资产和其他长	25,737.06	18,369.48	8,246.48	-43.40	3,947.95
投资支付的现金	2,510.00	29,185.42	14.17	-92.49	0.00
取得子公司及其他营业单位支付	0.00	50.00	1,745.50		0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>28,247.06</b>	<b>47,604.89</b>	<b>10,006.15</b>	<b>-40.48</b>	<b>3,947.95</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-22,265.37</b>	<b>-44,490.20</b>	<b>37,540.33</b>		<b>10,234.79</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>					
吸收投资收到的现金	0.00	43,100.00	9,925.00		0.00
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
取得借款收到的现金	558,807.51	560,690.57	634,518.13	6.56	198,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>558,807.51</b>	<b>603,790.57</b>	<b>644,443.13</b>	<b>7.39</b>	<b>198,000.00</b>
偿还债务支付的现金	525,866.41	454,516.53	670,582.18	12.92	68,589.15
分配股利、利润或偿付利息支付的	55,870.97	87,641.58	78,867.73	18.81	14,267.22
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>581,737.38</b>	<b>542,158.10</b>	<b>749,449.91</b>	<b>13.50</b>	<b>82,856.37</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-22,929.87</b>	<b>61,632.46</b>	<b>-105,006.78</b>	<b>114.00</b>	<b>115,143.63</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>-108.73</b>	<b>22398.37</b>	<b>0.00</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>33,231.54</b>	<b>-30,787.89</b>	<b>59,733.35</b>	<b>34.07</b>	<b>7,085.22</b>

**附件 5 联发集团有限公司**  
**2012 年~2014 年公司现金流量表补充材料**

(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
<b>1. 将净利润调节为经营活动现金流量:</b>				
<b>净利润</b>	<b>79,214.08</b>	<b>92,534.29</b>	<b>87,064.82</b>	<b>4.84</b>
加: 资产减值准备	3,289.80	-274.86	727.94	-52.96
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生	4,754.39	5,199.86	7,511.87	25.70
无形资产摊销	9.34	28.84	83.73	199.44
长期待摊费用摊销	200.17	303.35	410.82	43.26
处置固定资产、无形资产和其他长期资产	-8.34	-4.46	-2.81	-41.94
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	0.00	0.00	0.14	
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)	0.00	0.00	0.00	
财务费用(收益以“-”号填列)	4,011.74	1,441.38	5,936.62	21.65
投资损失(收益以“-”号填列)	-7,151.32	-9,199.90	-41,440.89	140.73
递延所得税资产减少(增加以“-”号填	-8,304.65	-13,657.18	-11,700.89	18.70
递延所得税负债增加(减少以“-”号填	0.00	0.00	9,498.31	
存货的减少(增加以“-”号填列)	-235,362.11	-408,587.10	8,746.82	
经营性应收项目的减少(增加以“-”号	-168,521.45	77,085.39	-47,526.40	-46.89
经营性应付项目的增加(减少以“-”号	406,295.14	207,200.23	107,998.46	-48.44
其他	0.00	0.00	0.00	
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>78,426.78</b>	<b>-47,930.16</b>	<b>127,308.53</b>	<b>27.41</b>

附件 6 联发集团有限公司  
主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年一季度
<b>经营效率</b>				
应收账款周转次数(次)	21.85	20.56	20.78	--
存货周转次数(次)	0.34	0.32	0.31	--
总资产周转次数(次)	0.33	0.32	0.30	--
现金收入比(%)	124.42	118.77	122.58	189.89
<b>盈利能力</b>				
总资本收益率(%)	9.50	8.34	6.74	--
总资产报酬率(%)	7.01	6.06	5.23	--
净资产收益率(%)	30.74	20.52	15.62	1.99
主营业务毛利率(%)	35.13	31.41	23.61	--
营业利润率(%)	24.08	21.19	15.29	13.74
费用收入比(%)	4.50	4.16	5.03	8.61
<b>财务构成</b>				
资产负债率(%)	78.66	77.76	75.08	75.48
全部债务资本化比率(%)	62.08	59.51	59.62	62.32
长期债务资本化比率(%)	51.99	53.23	53.83	57.30
<b>偿债能力</b>				
EBITDA 利息倍数(倍)	1.97	1.94	1.62	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.19	0.17	0.15	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.12	-0.06	0.14	-0.12
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.09	-0.12	0.18	-0.11
流动比率(倍)	1.50	1.61	1.93	2.09
速动比率(倍)	0.35	0.24	0.31	0.34
现金短期债务比(倍)	0.93	0.78	1.03	1.04
经营现金流动负债比率(%)	7.66	-4.01	11.50	-11.14
经营现金利息偿还能力(倍)	1.29	-0.71	1.57	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.92	-1.37	2.03	--
<b>本期公司债券偿债能力</b>				
EBITDA 偿债倍数	0.60	0.65	0.66	--

注：相关财务指标按照附件 7 公式进行计算，与 Wind 资讯等公告数据可能存在一定差异。由于一季度部分计算指标不具有可比性，相关指标相应简略。

附件 7-1 厦门建发股份有限公司  
2012 年~2015 年 3 月资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月末
<b>流动资产：</b>					
货币资金	627,123.02	664,819.31	664,301.22	2.92	674,649.90
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	13,225.85	12,543.95	12,716.49	-1.94	12,048.13
衍生金融资产	0.00	1,772.89	38.69	--	646.92
应收票据	143,355.93	213,529.60	160,512.48	5.81	112,221.76
应收账款	178,030.81	485,147.15	298,325.15	29.45	323,692.09
预付款项	646,648.41	754,363.68	1,012,009.40	25.10	966,064.86
应收利息	435.36	108.88	1,113.17	59.90	981.73
应收股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应收款	180,180.27	311,011.24	258,534.62	19.79	323,508.42
存货	3,537,547.01	4,555,348.43	5,669,723.56	26.60	6,076,672.74
一年内到期的非流动资产	20,908.47	22,387.98	21,194.16	0.68	20,386.01
其他流动资产	0.00	153,711.97	170,033.03	--	168,455.15
<b>流动资产合计</b>	<b>5,347,455.14</b>	<b>7,174,745.07</b>	<b>8,268,501.96</b>	<b>24.35</b>	<b>8,679,327.70</b>
<b>非流动资产：</b>					
可供出售金融资产	6,767.51	6,642.17	49,638.55	170.83	82,035.86
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
长期应收款	184,657.95	174,744.05	275,708.31	22.19	289,449.38
长期股权投资	116,870.63	139,908.08	134,543.08	7.29	131,697.45
投资性房地产	256,612.00	305,379.95	335,751.90	14.39	338,003.63
固定资产	68,935.85	72,972.83	93,056.26	16.19	91,922.59
在建工程	41,922.14	14,542.64	26,610.49	-20.33	23,737.47
工程物资	0.00	0.00	0.00	--	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	--	0.00
无形资产	31,163.86	31,885.13	43,951.25	18.76	43,888.36
开发支出	0.00	0.00	0.00	--	0.00
商誉	4,528.47	4,442.67	22,054.84	120.69	22,054.84
长期待摊费用	10,448.85	10,839.30	16,483.68	25.60	22,045.00
递延所得税资产	38,748.72	68,409.07	79,236.66	43.00	76,612.25
其他非流动资产	0.00	0.00	6,800.39	--	6,057.19
<b>非流动资产合计</b>	<b>760,655.99</b>	<b>829,765.89</b>	<b>1,083,835.42</b>	<b>19.37</b>	<b>1,127,504.02</b>
<b>资产总计</b>	<b>6,108,111.13</b>	<b>8,004,510.96</b>	<b>9,352,337.38</b>	<b>23.74</b>	<b>9,806,831.71</b>

附件 7-2 厦门建发股份有限公司  
2012 年~2015 年 3 月资产负债表（负债及所有者权益）  
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月 末
<b>流动负债：</b>					
短期借款	949,675.08	913,235.87	675,757.06	-15.65	828,483.69
公允价值计量且其变动 计入当期损益的金融负债	5,302.52	50.94	2,358.84	-33.30	2,186.83
应付票据	442,695.16	268,124.07	522,504.47	8.64	508,114.28
应付账款	468,657.99	642,502.99	827,174.82	32.85	664,577.88
预收款项	1,238,612.44	2,000,907.79	2,202,922.07	33.36	2,378,985.43
应付职工薪酬	66,791.40	89,090.30	87,673.45	14.57	52,153.80
应交税费	34,717.60	123,229.11	140,896.97	101.45	74,537.91
应付利息	11,214.49	15,601.01	14,279.68	12.84	9,855.33
应付股利	0.00	0.00	0.00	--	0.00
其他应付款	334,310.77	468,120.22	437,431.62	14.39	534,781.04
一年内到期的非流动负 债	141,959.00	331,016.31	377,091.66	62.98	338,613.11
其他流动负债	4,197.46	55,305.42	57,540.59	270.25	58,278.09
<b>流动负债合计</b>	<b>3,698,133.92</b>	<b>4,907,184.04</b>	<b>5,345,631.23</b>	<b>20.23</b>	<b>5,450,567.37</b>
<b>非流动负债：</b>					
长期借款	979,632.61	1,271,092.45	1,516,834.10	24.43	1,859,652.62
应付债券	131,884.45	181,815.16	112,469.59	-7.65	49,543.03
长期应付款	707.08	826.35	120,970.98	1,208.00	121,022.32
专项应付款	0.00	0.00	0.00	--	0.00
预计负债	0.00	3,999.64	4,796.55	--	4,436.61
递延收益	0.00	2,521.96	3,499.10	--	3,499.10
递延所得税负债	749.94	822.20	29,511.53	527.31	37,527.25
其他非流动负债	1,431.00	780.00	680.00	-31.07	680.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,114,405.07</b>	<b>1,461,857.76</b>	<b>1,788,761.85</b>	<b>26.69</b>	<b>2,076,360.94</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,812,539.00</b>	<b>6,369,041.79</b>	<b>7,134,393.08</b>	<b>21.76</b>	<b>7,526,928.31</b>
<b>所有者权益：</b>					
实收资本	223,775.07	223,775.07	283,520.05	12.56	283,520.05
资本公积	10,849.37	27,649.64	259,049.07	388.64	259,049.07
其他综合收益	0.00	-638.63	11,183.41	--	35,471.15
专项储备	0.00	0.00	0.00	--	0.00
盈余公积	57,922.45	73,831.17	76,159.25	14.67	76,159.25
一般风险准备	1,226.07	1,813.59	1,939.35	25.77	1,939.35
未分配利润	708,917.82	928,717.65	1,075,451.41	23.17	1,111,590.30
外币报表折算差额	-567.52	0.00	0.00	-100.00	0.00
<b>归属于母公司所有者权益 合计</b>	<b>1,002,123.27</b>	<b>1,255,221.32</b>	<b>1,707,302.54</b>	<b>30.53</b>	<b>1,767,729.17</b>
少数股东权益	293,448.87	380,247.85	510,641.76	31.91	512,174.23
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,295,572.14</b>	<b>1,635,469.17</b>	<b>2,217,944.30</b>	<b>30.84</b>	<b>2,279,903.40</b>
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>6,108,111.13</b>	<b>8,004,510.96</b>	<b>9,352,337.38</b>	<b>23.74</b>	<b>9,806,831.71</b>

附件 8 厦门建发股份有限公司  
2012 年~2015 年 3 月利润表  
(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
<b>一、营业收入</b>	9,116,697.01	10,206,779.92	12,092,483.10	15.17	2,377,130.83
减: 营业成本	8,318,564.04	9,304,187.03	11,077,860.42	15.40	2,222,531.52
营业税金及附加	139,278.97	149,489.81	240,547.48	31.42	21,946.39
销售费用	245,094.13	284,189.86	307,683.62	12.04	71,132.22
管理费用	19,635.85	25,243.49	27,750.52	18.88	4,970.22
财务费用	39,068.80	2,844.91	30,495.61	-11.65	12,956.64
资产减值损失	3,636.24	25,338.30	-339.38	--	-50.27
加: 公允价值变动收 益	-2,443.86	6,342.56	-3,911.57	26.51	111.88
投资收益	6,468.61	30,459.37	56,059.02	194.39	12,150.84
其中: 对联营 企业和合营企业的投资收 益	7,648.05	7,024.08	8,719.28	6.77	63.14
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	--	0.00
<b>二、营业利润</b>	<b>355,443.72</b>	<b>452,288.47</b>	<b>460,632.28</b>	13.84	<b>55,906.83</b>
加: 营业外收入	5,528.14	14,040.08	15,190.42	65.77	2,033.56
减: 营业外支出	1,106.24	8,076.73	7,472.24	159.90	560.85
其中: 非流动 资产处置损失	291.73	1,156.43	1,094.35	93.68	285.77
<b>三、利润总额</b>	<b>359,865.61</b>	<b>458,251.81</b>	<b>468,350.47</b>	14.08	<b>57,379.55</b>
减: 所得税费用	92,872.02	119,068.77	130,900.77	18.72	14,795.61
<b>四、净利润</b>	<b>266,993.59</b>	<b>339,183.04</b>	<b>337,449.69</b>	12.42	<b>42,583.94</b>
其中: 归属于母公司 所有者的净利润	215,603.70	269,297.51	250,719.28	7.84	36,138.89
少数股东损益	51,389.90	69,885.53	86,730.41	29.91	6,445.05

附件 9 厦门建发股份有限公司  
2012 年~2015 年 3 月现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
<b>一、经营活动产生的现金流量:</b>					
销售商品、提供劳务收到的现金	10,229,897.22	11,687,511.40	12,824,677.07	11.97	2,968,184.76
收到的税费返还	117,660.44	102,302.40	107,756.61	-4.30	31,574.06
收到其他与经营活动有关的现金	211,898.01	272,253.79	169,284.39	-10.62	129,666.99
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>10,559,455.67</b>	<b>12,062,067.59</b>	<b>13,101,718.08</b>	<b>11.39</b>	<b>3,129,425.81</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	9,295,949.26	11,204,427.23	11,945,263.40	13.36	3,105,799.57
支付给职工以及为职工支付的现金	134,583.92	141,106.04	174,815.03	13.97	69,815.09
支付的各项税费	268,878.23	353,733.32	461,700.55	31.04	91,503.72
支付其他与经营活动有关的现金	384,617.68	554,919.55	567,142.90	21.43	124,010.47
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>10,084,029.09</b>	<b>12,254,186.15</b>	<b>13,148,921.89</b>	<b>14.19</b>	<b>3,391,128.85</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>475,426.58</b>	<b>-192,118.56</b>	<b>-47,203.81</b>	<b>--</b>	<b>-261,703.04</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量:</b>					
收回投资收到的现金	14,127.31	34,082.52	47,886.21	84.11	2,908.78
取得投资收益收到的现金	5,858.07	23,382.22	37,916.22	154.41	11,508.24
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	6,434.69	10,320.72	8,310.42	13.64	2,469.07
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	922.83	0.00	1,839.51	41.19	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	86.20	0.00	--	0.00
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>27,342.91</b>	<b>67,871.66</b>	<b>95,952.35</b>	<b>87.33</b>	<b>16,886.09</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	69,685.25	64,895.02	69,032.28	-0.47	7,706.54
投资支付的现金	22,175.87	74,671.34	45,397.91	43.08	300.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	2,219.35	5,438.18	45,632.47	353.44	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	6,736.73	24,201.30	--	0.00
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>94,080.47</b>	<b>151,741.27</b>	<b>184,263.96</b>	<b>39.95</b>	<b>8,006.54</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-66,737.56</b>	<b>-83,869.61</b>	<b>-88,311.61</b>	<b>15.03</b>	<b>8,879.54</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>					
吸收投资收到的现金	42,048.69	109,608.77	324,511.33	177.80	0.00
发行债券所收到的现金	69,370.00	99,250.00	49,800.00	-15.27	0.00
取得借款收到的现金	2,088,826.32	3,464,612.14	4,192,117.78	41.67	1,183,385.70
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	0.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>2,200,245.01</b>	<b>3,673,470.91</b>	<b>4,566,429.11</b>	<b>44.06</b>	<b>1,183,385.70</b>



偿还债务支付的现金	2,226,577.23	3,020,534.20	4,153,872.53	36.59	859,416.22
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	182,206.81	280,721.27	318,426.12	32.20	52,458.17
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	367.00	812.40	--	0.00
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>2,408,784.04</b>	<b>3,301,622.47</b>	<b>4,473,111.05</b>	<b>36.27</b>	<b>911,874.40</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-208,539.03</b>	<b>371,848.44</b>	<b>93,318.07</b>	<b>--</b>	<b>271,511.31</b>
<b>四、汇率变动对现金及现金等价物的影响</b>	<b>3,213.91</b>	<b>7,188.50</b>	<b>1,703.93</b>	<b>-27.19</b>	<b>-5,738.01</b>
<b>五、现金及现金等价物净增加额</b>	<b>203,363.89</b>	<b>103,048.77</b>	<b>-40,493.42</b>	<b>--</b>	<b>12,949.80</b>
加：期初现金及现金等价物余额	309,616.51	512,980.40	616,029.17	41.06	575,535.74
<b>六、期末现金及现金等价物余额</b>	<b>512,980.40</b>	<b>616,029.17</b>	<b>575,535.74</b>	<b>5.92</b>	<b>588,485.54</b>

附件 10 厦门建发股份有限公司  
2012 年~2014 年现金流量表补充资料  
(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
<b>1. 将净利润调节为经营活动现金流量:</b>				
<b>净利润</b>	<b>266,993.59</b>	<b>339,183.04</b>	<b>337,449.69</b>	<b>12.42</b>
加: 资产减值准备	3,636.24	25,338.30	-339.38	--
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	13,079.63	14,427.70	18,831.88	19.99
无形资产摊销	800.17	1,096.69	1,621.65	42.36
长期待摊费用摊销	3,468.30	2,609.76	2,990.93	-7.14
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-51.32	-464.88	867.11	--
固定资产报废损失	0.00	0.14	-1.00	--
公允价值变动损失	2,443.86	-6,342.56	3,911.57	26.51
财务费用	35,605.97	14,242.96	30,103.09	-8.05
投资收益	-6,468.61	-30,459.37	-55,478.48	192.86
递延所得税资产减少	-5,710.91	-29,621.84	-10,827.60	37.69
递延所得税负债减少	-1,521.96	292.23	8,060.81	--
存货的增加	-370,434.07	-902,294.52	-899,804.25	55.85
经营性应收项目的减少	-52,333.71	-678,847.02	-26,173.22	-29.28
经营性应付项目的减少	585,919.37	1,058,720.81	541,583.40	-3.86
其他	0.00	0.00	0.00	--
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>475,426.58</b>	<b>-192,118.56</b>	<b>-47,203.81</b>	<b>--</b>
<b>2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:</b>				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
<b>3. 现金及现金等价物净变动情况:</b>				
现金的期末余额	512,980.40	616,029.17	575,535.74	5.92
减: 现金的期初余额	309,616.51	512,980.40	616,029.17	41.06
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	--
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	--
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>203,363.89</b>	<b>103,048.77</b>	<b>-40,493.42</b>	<b>--</b>

## 附件 11 厦门建发股份有限公司 主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年一季度
<b>经营效率</b>				
应收账款周转次数(次)	47.77	29.10	29.09	--
存货周转次数(次)	2.50	2.30	2.16	--
总资产周转次数(次)	1.61	1.45	1.39	--
现金收入比率(%)	112.21	114.51	106.05	124.86
<b>盈利能力</b>				
总资本收益率(%)	8.38	8.45	7.17	0.74
总资产报酬率(%)	7.12	6.83	5.74	0.60
净资产收益率(%)	23.16	23.14	17.51	1.89
主营业务毛利率(%)	8.53	8.66	8.28	--
营业利润率(%)	7.23	7.38	6.40	5.58
费用收入比(%)	3.33	3.06	3.03	3.75
<b>财务构成</b>				
资产负债率(%)	78.79	79.57	76.28	76.75
全部债务资本化比率(%)	67.16	64.82	60.36	61.50
长期债务资本化比率(%)	46.18	47.04	44.09	45.58
<b>偿债能力</b>				
EBITDA 利息倍数(倍)	9.66	5.13	3.68	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.16	0.17	0.15	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.18	-0.06	-0.01	-0.07
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.15	-0.09	-0.04	-0.07
流动比率(倍)	1.45	1.46	1.55	1.59
速动比率(倍)	0.49	0.53	0.49	0.48
现金短期债务比(倍)	0.51	0.57	0.51	0.46
经营现金流动负债比率(%)	12.86	-3.92	-0.88	-4.80
经营现金利息偿还能力(倍)	10.91	-1.97	-0.33	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	9.38	-2.83	-0.96	--

注：建发股份一年内到期的非流动负债中，一年内到期的长期应付款不属于有息债务，因此不计入短期债务内。

## 附件 12 有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

应收账款余额=应收账款净额+应收账款坏账准备

存货余额=存货净值+存货跌价准备

## 附件 13 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 联发集团有限公司 2015年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年联发集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

联发集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。联发集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注联发集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现联发集团有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如联发集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至联发集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合评级公司网站（[www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)）予以公布，并同时报送联发集团有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年六月二十九日

