

厦门住宅建设集团有限公司

2021年公开发行公司债券（第二期）

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 概述

编号：【新世纪债评(2021)010578】

**评级对象：** 厦门住宅建设集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第二期）

**主体信用等级：** AA<sup>+</sup>

**评级展望：** 稳定

**债项信用等级：** AA<sup>+</sup>

**评级时间：** 2021 年 4 月 28 日

**计划发行：** 不超过 48.90 亿元（含）

**本期发行：** 不超过 11.00 亿元（含）

**发行目的：** 偿还公司债券

**存续期限：** 品种一 2+1 年；

品种二 3+2 年

**偿还方式：** 按年单利计息，每年付息一次

**增级安排：** 无

### 主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 前三季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据				
货币资金	4.37	10.34	15.14	26.47
刚性债务	46.52	62.94	71.86	93.21
所有者权益	36.15	40.22	44.16	43.32
经营性现金净流入量	-7.47	-20.70	-4.76	-2.65
合并口径数据及指标				
总资产	292.35	311.74	329.11	386.22
总负债	230.40	246.32	254.96	302.59
刚性债务	72.44	89.72	101.85	131.51
所有者权益	61.94	65.42	74.15	83.63
营业收入	62.39	62.00	70.31	32.92
净利润	7.06	7.98	8.36	5.69
经营性现金净流入量	-8.42	-2.04	-5.01	0.99
EBITDA	14.45	18.24	19.31	—
资产负债率[%]	78.81	79.01	77.47	78.35
权益资本与刚性债务 比率[%]	85.51	72.91	72.80	63.60
流动比率[%]	154.88	166.91	155.24	166.58
现金比率[%]	42.18	46.21	37.96	45.32
利息保障倍数[倍]	4.01	3.65	3.05	—
净资产收益率[%]	11.70	12.53	11.98	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	-5.43	-1.23	-2.87	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	5.13	-0.96	-3.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.10	3.93	3.23	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.22	0.20	—

注：根据厦门住宅经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年前三季度财务数据整理、计算。

### 分析师

宋映强  
高珊

宋映强 sy@shxsj.com

高珊 gs@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

### 评级观点

#### 主要优势：

- **区域环境较好。**厦门市经济基础良好、区域人口导入能力较强，置业需求较为旺盛，地方财力较强，且重大建设项目资金较有保障。厦门住宅的商品房开发及代建等业务的外部经营环境较好。
- **区位竞争优势。**厦门住宅是厦门市城市建设的重要平台，现阶段代建项目多集中在政府规划的新区；商品房开发业务土地购置成本较低，区域竞争优势较明显。
- **资金平衡能力较强。**厦门住宅存量货币资金较充裕，持有的金融资产变现能力较强，整体偿债能力很强。

#### 主要风险：

- **房地产业务风险。**厦门住宅的商品房开发业务易受政策调控和经济波动影响。公司在昆明安宁市土地储备较多，拆迁整理缓慢导致公司项目开发建设进度迟缓。
- **代建业务经营效益较差。**厦门住宅市政工程和保障房建设业务收入对盈利贡献较低，部分文化产业项目运营公益性较强，经济效益较差。
- **债务压力持续集聚且面临集中偿付风险。**厦门住宅已积累较大规模刚性债务，面临一定集中偿付风险。
- **债务融资风险。**厦门住宅刚性债务增长较快，债券融资占比高，在房地产行业融资环境愈发紧张背景下，公司或面临较大的投融资压力。

#### 未来展望

通过对厦门住宅及其发行的本次债券主要信

用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给与本次债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 厦门住宅建设集团有限公司

### 2021 年公开发行公司债券（第二期）

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

厦门住宅建设集团有限公司（简称“厦门住宅”、“该公司”或“公司”）成立于 2006 年 5 月，系根据厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“厦门市国资委”）出具的《厦门市人民政府国有资产监督管理委员会关于设立厦门住宅建设集团有限公司的通知》（厦国资产[2006]122 号文件），由原厦门市住宅建设总公司<sup>1</sup>、原厦门市东区开发公司（现已改制并更名为厦门市东区开发有限公司）、原厦门经济特区工程建设公司（现已改制并更名为厦门特工开发有限公司）和原厦门建设工程有限公司（现已更名为厦门万银投资发展有限公司，简称“万银投资”）4 家原厦门市城建国有资产投资有限公司下属企业合并组建成立的国有独资公司。合并后，公司出资人由厦门市城建国有资产投资有限公司变更为厦门市国资委，持股比例 100.00%，注册资本为 7.00 亿元。后经过多次增资，截至 2020 年 9 月末公司注册资本达到 26.72 亿元。

该公司主要从事商品房开发、市政工程及保障房建设、文化产业项目投资与运营、房产租赁以及爆破工程等业务，是厦门市国有资产投资与运营的重要载体之一，并在厦门市房地产市场具有一定的竞争力和影响力。2020 年 9 月末，公司合并范围内的二级子公司共 13 家。

### 2. 债项概况

#### （1）债券条款

经中国证券监督管理委员会审核（证监许可[2020]1878 号），该公司获准公开发行不超过 48.90 亿元（含）的公司债券。其中，厦门住宅建设集团有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）已于 2020 年 9 月 18 日起息，发行规模为 23.90 亿元，票面利率 3.94%，期限为 2+1 年；厦门住宅建设集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第一期）于 2021 年 3 月 15 日起息，发行规模 14.00 亿元，票面利率 3.89%，期限为 2+1 年。公司本期债券发行规模不超过 11.00 亿元（含），拟将募集资金全部用于偿还公司债券“19 住宅 03”。

<sup>1</sup> 四家公司合并重组后，原厦门市住宅建设总公司注销，其余三家变成厦门住宅子公司。

**图表 1. 拟发行的本次债券概况**

债券名称:	厦门住宅建设集团有限公司 2021 年公开发行公司债券（第二期）
总发行规模:	不超过 48.90 亿元（含）
本期发行规模:	不超过 11.00 亿元（含）
本次债券期限:	品种一：3 年，附第 2 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； 品种二：5 年，附第 3 年末发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息，最后一期利息随本金到期支付
增级安排:	无

资料来源：厦门住宅

截至 2021 年 4 月 15 日，该公司待偿债券本金余额为 68.50 亿元，尚未到期的债务融资工具情况如图表 2 所示。

**图表 2. 截至 2021 年 4 月 15 日，公司尚未到期的债务融资工具概况**

债项名称	存续余额 (亿元)	期限 (年)	票面利率 (当期) (%)	起息时间	本息兑付情况
19 厦门住宅 MTN001	6.60	3	4.55	2019 年 4 月	付息正常
19 住宅 03	11.00	2+1	5.16	2019 年 6 月	付息正常
20 住宅 02	13.00	2+1	3.98	2020 年 4 月	付息正常
20 住宅 03	23.90	2+1	3.94	2020 年 9 月	尚未到期
21 住宅 01	14.00	2+1	3.89	2021 年 3 月	尚未到期
<b>合计</b>	<b>68.50</b>	-	-	-	-

资料来源：厦门住宅

## (2) 募集资金用途

该公司拟使用本次募集资金全部用于偿还公司债券。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年，受新冠肺炎疫情影响，全球遭受了自“大萧条”以来最严重的经济衰退，经济金融的脆弱性加剧、债务风险上升，中美关系以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大。短期内，消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好，同时需关注海外疫情形势、美对华战略遏制、全球经济修复等因素的变化；中长期看，“双循环”新发展格局下，我国改革开放

水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入实施将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面有望长期向好。

2020年，新冠肺炎疫情冲击下，全球遭受了自“大萧条”以来最严重的经济衰退，贸易萎缩幅度显著扩大，金融市场大幅动荡。各主要经济体的超宽松货币政策和强力财政刺激政策加剧了全球经济金融的脆弱性、推升了政府债务风险。二季度以来，主要经济体经济相继进入幅度不同的修复状态，国家治理能力成为疫情防控和修复的主导因素。未来，疫情走势仍将是影响全球经济走势的关键变量，在全球疫情持续升级的情况下，疫苗研发、投产和使用等均存在不确定性，全球疫情防控形势依然严峻，预计2021年全球经济难以恢复到疫情前状态，美欧等主要经济体的宽松货币政策与积极财政政策仍将持续。同时，中美关系以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突等因素进一步增加了全球经济金融的不确定性，我国经济发展仍面临着复杂多变的外部环境，而《区域全面经济伙伴关系协定》的签署及中欧双边投资协定完成谈判有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济疫后修复整体稳健，为全球范围内唯一实现正增长的主要经济体，但内部发展仍存在一定程度的不平衡和不充分。我国物价水平涨幅回落较快，失业率绝对水平已基本降到疫情前位置。规模以上工业企业增加值总量恢复较好且经营绩效有所好转，行业间修复节奏不同步且差异较大、产业链中面临的“卡脖子”问题有待解决。消费对经济的拉动作用离正常水平仍有差距，必需品、通讯器材、化妆品及汽车的零售增长相对较快，石油制品及服装鞋帽、针纺织品类销售大幅下滑；固定资产投资中房地产投资表现强劲且对上下游具有较好的拉动作用，基建投资力度保持稳健，制造业投资中除高技术制造业外其余均较疲弱；出口贸易逆势增长，且占全球出口的比例显著提升。人民币汇率表现强势，国际投资者对人民币资产的配置规模不断增加。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局是应对国内外复杂局面的长期政策部署，宏观调控政策不急转弯，将继续对经济提供必要的支持力度。我国财政政策保持积极，支出强度减弱，在促进科技创新、加快经济结构调整、调节收入分配上主动作为；政府债务水平上升速度将放缓，化解地方政府隐性债务风险工作需继续落实，地方政府债务风险依然总体可控。央行的稳健的货币政策灵活精准，保持市场流动性合理充裕，续作两项直达工具，引导资金真正流入实体、服务实体；防控金融风险、稳定宏观杠杆率的目标下，实体融资增速将有所放缓。金融监管持续强化，提高上市公司质量、健全金融机构治理，防止资本无序扩张，优化退市规则、统一债券市场监管并打击逃废债行为，为资本市场健康发展夯实制度基础。

2021年是我国开启全面建设社会主义现代化国家新征程的第一年，也是“十四五”时期的开局之年。短期内，全球的疫情防控形势仍非常严峻，疫情变化、美对华战略遏制、全球经济修复、全球地缘政治等因素存在诸多不确定

性，我国经济发展面临的外部压力与挑战依然较大，而消费和制造业投资的修复将带动我国经济继续复苏向好：消费对经济的拉动作用将不断回升；企业盈利改善及中长期信贷资金支持下的制造业投资有望加速恢复，资金链压力加大以及新开工面积增速的回落会导致房地产开发投资增速放缓但具韧性，基建投资表现平稳且全年增速在基数效应下会有所加快；出口贸易有外需恢复的支持，强势表现会延续但持续的时间取决于全球疫情防控形势。从中长期看，在国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局下，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展以及扩大内需战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力、推动经济高质量发展，我国宏观经济基本面仍有望长期向好。

## (2) 行业因素

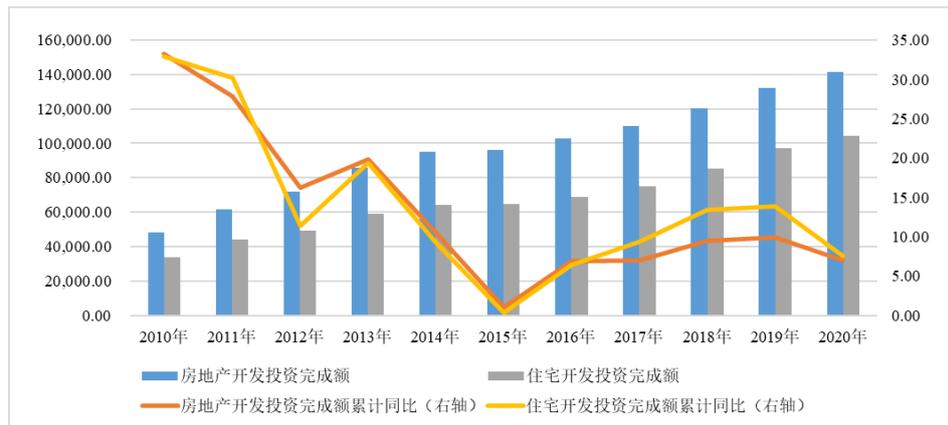
2020 年房地产开发投资保持正增长，下半年来持续提升的市场热度抵消了前期疫情影响，全年房地产市场销售呈现量增价涨的态势。近年国家对房地产调控坚持“房住不炒”定位，落实因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。近期房地产市场融资环境持续收紧，在弱化市场预期的同时或亦弱化按揭贷款便利程度，进而削弱居民购买力，预计未来住宅销售去化压力加大。同时收紧的外部融资环境也加快了资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升，中小房企面临挑战。在销售承压、大额到期债务待偿、增量融资受限的预估情境下，预计 2021 年全行业流动性风险将进一步升高，高杠杆、高负债的房企将面临很大的信用风险暴露可能性。

### A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2019 年我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 13.22 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 9.71 万亿元，占比保持在 70% 上下。2020 年以来，一季度受新冠肺炎疫情影响行业运行基本停滞，房地产开发投资增速为-7.70%。随着 3 月份开始全国各地陆续复工复产，二季度起各企业加快了建设进度，6 月全国房地产开发投资累计同比由负转正。2020 年全年全国房地产开发投资完成额为 14.14 万亿元，同比增长 7.0%，其中住宅开发投资完成额为 10.44 万亿元，同比增长 7.6%，相比 2019 年，增速有所收窄。从各地区<sup>2</sup>开发投资增长情况看，东部地区增长 7.6%，中部地区增长 4.4%，西部地区增长 8.2%，东北地区增长 6.2%。

<sup>2</sup> 各地区分区如下：东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

图表 3. 2010-2020 年我国房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：国家统计局

近两年我国商品房销售面积呈窄幅波动态势。2017-2019 年我国商品房销售面积分别为 16.94 亿平方米、17.17 亿平方米和 17.16 亿平方米，增速分别为 7.7%、1.3%和-0.1%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长，全年商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，其中住宅销售额增长 10.3%。进入 2020 年，一季度因疫情原因销售受到较大冲击，当期全国商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。二季度商品房销售出现了恢复性增长，降幅逐月收窄，三、四季度房地产市场热度持续提升，全年销售指标小幅增长。2020 年全年我国商品房销售面积为 17.61 亿平方米，同比增长 2.6%；其中住宅销售面积增长 3.2%，办公楼销售面积下降 10.4%，商业营业用房销售面积下降 8.7%。同期我国商品房销售额为 17.36 万亿元，同比增长 8.7%，其中住宅销售额增长 10.8%，办公楼销售额下降 5.3%，商业营业用房销售额下降 11.2%。分地区看，东部地区商品房销售面积同比增长 7.1%，销售额增长 14.1%；中部地区商品房销售面积下降 1.9%，销售额增长 1.0%；西部地区商品房销售面积增长 2.6%，销售额增长 5.1%；东北地区商品房销售面积下降 5.8%，销售额下降 1.5%。根据 Wind 数据显示，2020 年百城<sup>3</sup>住宅价格指数同比增长 3.46%，与 2019 年 12 月相比，2020 年 12 月百城住宅均价上涨 627 元/平方米至 15795 元/平方米；其中一线城市住宅均价上涨 1079 元/平方米至 42,740 元/平方米，二线城市住宅均价上涨 451 元/平方米至 14,609 元/平方米，三线城市住宅均价上涨 440 元/平方米至 9,918 元/平方米，同比上涨 2.77%、3.18%和 4.64%。从市场走势看，全年房地产市场销售呈量增价涨态势，各线城市走势较为趋同。

<sup>3</sup> 一线城市北京、上海、广州、深圳，共 4 个；二线城市天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

土地市场方面，为缓解疫情对经济发展的负面影响，2020年二季度起大部分城市加大了优质土地供应力度，全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。根据 CREIS 中指数据显示，2020 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 14.31 亿平方米，同比增长 5.40%，其中住宅建设用地推出 5.81 亿平方米，同比增长 3.96%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,849.91 万平方米，同比增长 7.63%，成交 1,675.50 万平方米，同比增长 11.78%；二线城市住宅推地 22,795.71 万平方米，同比增长 4.67%，成交 20,584.05 万平方米，同比增长 9.06%；三四线城市住宅推地 33,500.83 万平方米，同比增长 3.29%，成交 28,051.73 万平方米，同比增长 10.30%。全年土地市场活跃度提升，流拍率下降，溢价率略有提升，原因主要为：一方面，实体经济恢复缓慢，多地政府为缓解财政压力加大推地力度，土地供应量明显增多；一方面，房企顺市场低迷时调整土地储备结构拿地愿望较强。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

**图表 4. 2018~2020 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况**

指标	2018 年		2019 年		2020 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	13.28	21.37%	13.30	0.15%	14.31	5.40%
其中：住宅用地推出面积（亿平方米）	5.22	26.75%	5.47	4.90%	5.81	3.96%
各类用地成交面积（亿平方米）	11.04	16.55%	10.99	-0.49%	12.52	9.71%
其中：住宅用地成交面积（亿平方米）	4.09	12.47%	4.40	7.52%	5.03	9.79%
各类用地成交出让金（万亿元）	4.26	3.87%	5.07	19.06%	6.07	17.48%
其中：住宅用地出让金（万亿元）	3.46	3.03%	4.27	23.39%	5.17	18.76%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%	2,562.96	6.16%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%	4,527.45	8.58%
各类用地成交溢价率		13.14%		13.02%		13.55%
住宅用地成交溢价率		14.74%		14.42%		15.36%

资料来源：CREIS 中指数据

## B. 政策环境

2020 年以来我国房地产政策延续 2019 年主基调，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策差异化调控，房地产市场平稳健康发展的长效管理调控逐步实施。针对疫情对经济造成的重大不利影响，强调不把房地产作为短期刺激经济的手段，保持房地产政策的连续性、一致性、稳定性。各地政府围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，根据区域市场特点出台不同的调控政策，承担更多的调控主体责任。各地落实“因城施策”，有收有放，不断优化调控措施，保持房地产市场健康稳定发展。

2020 年初，针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，以对冲疫情影响。随着市场逐渐回暖，部分地区对市场出现过高预期或过热形势，4 月中和 7 月底的政治局会议两次重申“房住不炒”定位，促进房地产市场平

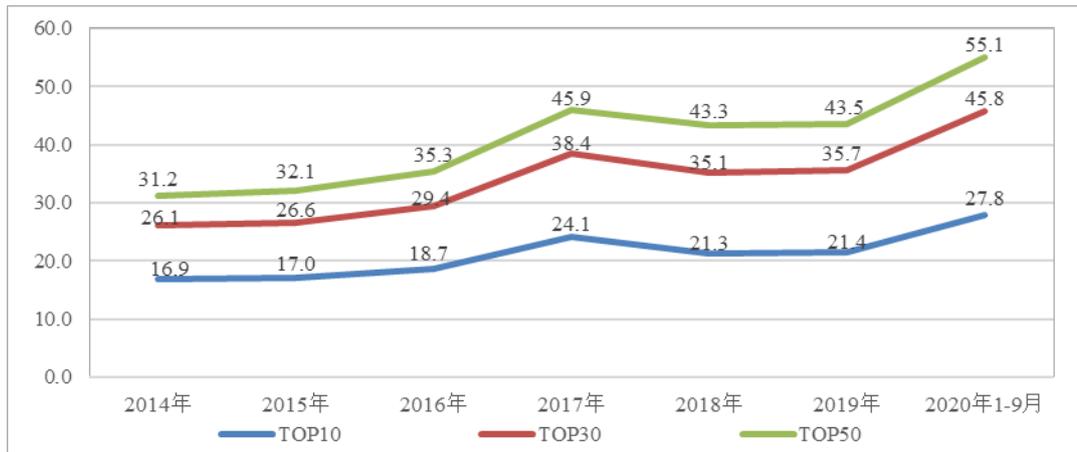
稳健康发展。7月24日召开的房地产座谈会首次提出“实施好房地产金融审慎管理制度”。7月以来，包括杭州、东莞、宁波、内蒙古、郑州、深圳、南京等房价有所上涨的城市开始出台房地产调控收紧政策。8月，多个部门开始释放调控房地产市场和收紧房地产企业融资阀门的政策信号，后续将对房地产融资按“三条红线”进行分类监管。12月31日，中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（自2021年1月1日起实施），建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度，以防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险，提高银行业金融机构稳健性。对房地产行业而言，8月份的房企“三条红线”监管政策从资金需求端对行业进行约束，银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度则从资金供给端实行总额控制，防止金融机构进一步做增量。新融资政策的出台将有利于市场主体形成稳定的政策预期，推动房地产行业长期稳健运行，防范化解房地产金融风险，促进房地产市场持续平稳健康发展。

2020年政府在土地政策的重要调整系国务院发布《国务院关于授权和委托用地审批权的决定》（以下简称“《决定》”），下放部分建设用地审批权至省、自治区、直辖市。用地审批权下放，赋予地方更大的自主权，让地方优化土地资源配置，释放地方发展的主动性、能动性，可助力地方经济发展，同时减少上报国务院审批的流程，可提高审批效率、项目落地效率和土地利用效率。《决定》还特别强调，各省级单位政府要严格审查涉及永久基本农田等特殊用地的占用，要切实保护耕地，节约集约用地，盘活存量土地。另外，国家对租赁住房的政策倾斜持续。

### C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在多轮调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据CREIS中指数据，2019年Top10/Top30/Top50比值由2018年的21.3%/35.1%/43.3%提升至21.4%/35.7%/43.5%，2020年前三季度行业集中度大幅提升，各档次企业销售占比均呈现大幅提升态势。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 5. 规模房企市场占有率



资料来源：WIND、CREIS 中指数据

#### D. 风险关注

**去化压力加大。**房地产开发及居民购房环节债务依赖度高，持续收紧的融资政策效应将进一步显现。一方面开发企业加速回款动力将进一步强化，另一方面按揭贷款便利程度弱化将削弱居民购买力。预计 2021 年住宅销售压力或将增大，在房价持稳的情况下面临的资金压力或明显增大。

**集中度持续提升，中小房企面临挑战。**近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，拿地动力强劲，土地资源倾斜度高。近期房地产市场融资环境的持续收紧加快了资金及项目资源向高等级信用资质房企集聚的步伐，行业竞争格局日益分化，集中度将继续提升。而中小房企或由于项目布局过于集中，或由于融资受限，面临更大的市场竞争压力和整合风险。

**调控融资政策持续收紧，流动性风险进一步上升。**房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力增大、在建项目投入不减、大额到期债务待偿、增量融资受限的预设（预估）情境下，预计 2021 年全行业流动性风险将进一步升高。尤其是近年来高杠杆扩张后销售端资金回笼受阻的经营风格较为激进的房企，信用风险暴露的可能性将进一步加大，部分房企如泰禾集团的流动性风险暴露。值得关注的是，房地产行业与其他行业的显著区分在于，房地产业更注重个体项目，而非法人主体，当法人主体遭遇资金链断裂时，将更侧重于项目的整合与处置，对法人主体实施直接救助的必要性弱。在流动性承压的情形下，需重点关注开发企业的治理水平与项目品质，以及出售项目以实现自救的便捷程度。

### (3) 区域市场因素

该公司商品住宅开发项目主要分布在厦门市和龙岩市。

近年来，厦门在“重发展、保民生、补短板”的供地思路下，土地市场供应及成交量有所放量。2020 年推出土地增量，楼面地价同比回落。同年新

建住宅入市规模大体维持，销售量同比增加，但由于供应量仍大于成交量，存量住宅进一步增加。近年来厦门市住宅价格稳中有升，2020 年以来价格增幅略高于前两年。

厦门市位于福建省东南部，西接漳州台商投资区，北邻南安市，东南与大小金门和大担岛隔海相望；由厦门本岛、离岛鼓浪屿、西案海沧半岛、北岸集美半岛、东岸翔安半岛、大小嶝岛、内陆同安、九龙江等组成，陆地面积 1,699.39 平方公里，海域面积 390 多平方公里。厦门市辖思明、湖里、集美、海沧、同安、翔安 6 个市辖区，设有厦门火炬高技术产业开发区、厦门出口加工区、厦门集美台商投资区等多个国家级经济管理区。截至 2020 年末，厦门市城市建设用地面积 382.89 平方公里，全市户籍人口 273.18 万人，户籍人口城镇化率 86.99%。

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

图表 6. 2020 年福建省主要城市地区生产总值及固定资产投资情况

城市	地区生产总值		固定资产投资	
	金额（亿元）	排名	增速（%）	排名 <sup>4</sup>
泉州市	10,158.66	1	-2.4%	7
福州市	10,020.02	2	9.6%	1
<b>厦门市</b>	<b>6,384.02</b>	<b>3</b>	<b>8.8%</b>	<b>2</b>
龙岩市	2,870.90	4	2.4%	4

资料来源：Wind

近年来，厦门市经济保持较快增长势头，经济总量及人均生产总值在福建省内均排名前列。2020 年，厦门市实现地区生产总值 6,384.02 亿元，按可比价格计算较上年增长 5.7%。三次产业结构由 2019 年的 0.4: 41.6: 58.0 调整为 2020 年的 0.4:39.5:60.1，第三产业占比有所提升。其中第一产业增加值 28.89 亿元，较上年增长 2.5%，第二产业增加值 2,519.84 亿元，较上年增长 6.1%，第三产业增加值 3,835.29 亿元，较上年增长 5.5%。

在固定资产投资方面，2020 年厦门市固定资产投资（不含农户）较上年增长 8.8%。分产业看，第一产业投资增长 207.0%，第二产业投资增长 12.3%，第三产业投资增长 8.1%。按投资方向看，工业投资突破 400 亿元，增长 12.9%，拉动全市固定资产投资增长 2.1 个百分点；房地产开发完成投资 1,055.76 亿元，增长 17.4%，拉动全市固定资产投资增长 6.9 个百分点，贡献率 78.7%。

<sup>4</sup> 截至本评级报告出具日，漳州市统计局未公布 2020 年度经济运行数据。

图表 7. 2017-2020 年厦门市主要经济指标

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
地区生产总值 (亿元)	4,351.70	4,791.41	5,995.04	6,384.02
其中: 第一产业增加值 (亿元)	23.23	24.40	26.49	28.89
第二产业增加值 (亿元)	1,815.92	1980.16	2,493.99	2,519.84
第三产业增加值 (亿元)	2,512.03	2786.85	3,474.56	3,835.29
人均地区生产总值 (元/人)	109,753.00	118,015.00	142,739.00	-
固定资产投资总额 (亿元)	2,381.46	-	-	-
其中: 基础设施投资 (亿元)	909.80	-	-	-
房地产投资 (亿元)	879.86	884.58	-	1055.76

资料来源: 厦门市统计局

随着当地经济的发展,厦门市财政收入稳步增长,2020 年全市实现一般公共预算总收入 1,351.29 亿元,较上年增长 1.7%。其中地方级财政收入 783.94 亿元,增长 2.0%。在地方级财政收入中,实现税收收入 619.29 亿元,税收收入占比 78.60%。同期,厦门市一般公共预算支出 976.89 亿元,增长 7.0%。从收支平衡看,近年来厦门市财政收入能够平衡财政支出。总体而言,现阶段厦门市财政状况较稳健,重大建设项目资金较有保障。该公司商品房开发及市政工程代建等业务的外部经营环境较好。

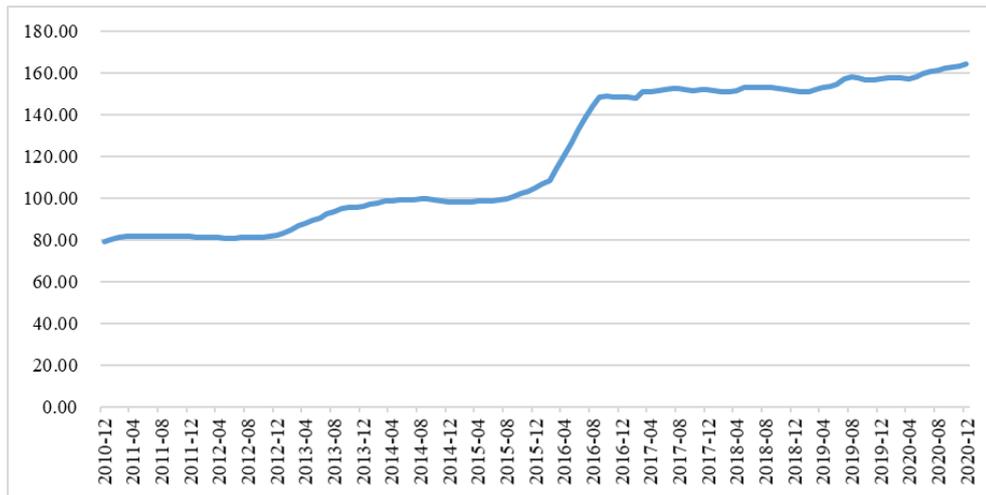
受益于居民收入提高和常住人口增长等因素,厦门市房地产市场较快发展。随着楼市景气度的不断走高,厦门市房地产政策开始收紧。2017 年 10 月福建省政府出台了《关于进一步加强房地产市场调控的八条措施》,随后在高压政策调控之下,厦门房地产市场进入深度调整周期;2019 年厦门市房地产市场调控基调持稳,未追加重大调控政策,亦未出台放松政策。2019 年政策微调主要涉及公积金贷款流动性系数调降、二手房增值税附加税率调降和翔安区出台人才购房补贴政策等。2020 年厦门市楼市政策变动主要包括新增技能落户,放贷定价切换为参考 LPR 定价以及二手房公积金贷款申请材料精简化等。

土地市场方面,根据 Wind 数据显示,2018-2020 年厦门市新增供应住宅类土地规划建筑面积分别为 144.56 万平方米、164.84 万平方米和 325.18 万平方米;成交面积分别为 144.56 万平方米、164.84 万平方米和 304.30 万平方米,成交价款总额分别为 345.39 亿元、450.75 亿元和 594.34 亿元,楼面均价分别为 2.39 万元/平方米、2.73 万元/平方米和 1.85 万元/平方米。在“岛内大幅提升,岛外大发展”战略指引下,厦门市岛内拆迁改造取得良效,新增一批优质的岛内土地储备。2020 年以来,厦门市岛内土地供应力度加大,思明区时隔十年再次出让住宅用地,岛外供应依然强势,全市累计供应住宅类建筑面积增长显著。同时,成交土地的楼面均价下降,为近 5 年最低。

房地产开发投资方面,根据 Wind 数据显示,2018-2020 年厦门市房地产开发投资完成额分别为 884.58 亿元、899.53 亿元和 1,055.76 亿元,同比增速分别为 0.50%、1.70%和 17.40%;2020 年房地产投资主要在住宅投资带动下增长迅速。同期,厦门市房地产新开工面积分别为 414.56 万平方米、505.22 万平方米和 405.68 万平方米,2020 年较上年回落 19.7%。市场供应和成交方面,

同期商品住宅批准预售面积分别为 131.0 万平方米、253.0 万平方米和 276.9 万平方米，自 2019 年起商品住宅入市规模显著扩大；新建住宅销售面积分别为 116.9 万平方米、171.3 万平方米和 235.2 万平方米，供销比<sup>5</sup>分别为 1.12、1.48 和 1.18，近三年住宅供应量持续高于销售量，商品住宅存量规模相应扩大。价格方面，2017 年以来厦门市新建住宅销售价格稳中有升，2020 年末月度新建商品住宅价格指数（定基数）为 164.20 点。

图表 8. 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：以 2015 年为 100 点。

自 2018 年 8 月以来，龙岩市商品房销售经过一波快速增长，已释放大部分刚需，进入 2019 年以后，商品房销售渐趋平淡，房地产开发企业观望意愿大，项目开工进度放缓。

2016-2018 年，龙岩市房地产开发投资额分别为 180.01 亿元、185.05 亿元和 252.31 亿元。2019 年，龙岩市房地产投资额为 278.55 亿元，较上年同比增长 10.4%，增速回落 25.9 个百分点，其中住宅投资 222.19 亿元，同比增长 17.07%，较上年回落 25.63 个百分点。商品房销售方面，2016-2018 年，龙岩市商品房销售面积为 277.21 万平方米、315.22 万平方米和 376.74 万平方米；销售额分别为 158.97 亿元、227.76 亿元和 298.13 亿元。2019 年，龙岩市商品房销售面积 404.1 万平方米，增长 7.3%，较上年回落 12.2 个百分点；商品房销售额 304.05 亿元，增长 2.0%，较上年回落 28.9 个百分点。

2020 年 1-11 月，龙岩市房地产开发投资完成 209.86 亿元，同比下降 19.4%，其中建安投资 117.46 亿元，同比下降 30.6%；土地购置费 83.21 亿元，同比增长 5.1%。今年土地供应节奏偏慢，中心城市 6 月份才开始供地；另一方面，受资金紧张、销售市场等影响，房地产企业持地观望意愿较大，项目未实际开工建设。同期，龙岩市商品房销售面积 322.23 万平方米，同比下降 10.1%。

<sup>5</sup> 供销比=批准预售面积/销售面积

## 2. 业务运营

受项目建设进度及结转收入的影响，近三年该公司营业收入存在一定波动。得益于结转项目对应土地成本较低，同期毛利率维持在较高水平。2019年及2020年前三季度，公司拍得三块土地，成交均价较高，且部分在售项目及在手土地储备位于三四线城市，在当前市场环境下，去化及盈利面临的不确定性加大。同期公司代建项目垫资压力不大，资金平衡较好；其他业务收入贡献仍较小。

该公司主营业务涉及商品房开发、物业管理、资产租赁、市政工程及保障房代建、爆破、景观工程等多方面，但营业收入主要来自商品房销售。公司具备房地产开发一级资质，房地产开发区域主要为厦门市，近年来重点布局厦门板块及省内重点城市。公司项目开发模式以自主开发为主，合作开发为辅，其中合作开发的主要合作对象主要为上市房企、央企或厦门本地国企，项目以控股为主。

图表 9. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
房地产开发及销售	厦门市、龙岩市、漳州市、北海市、昆明市、福州市、泉州市	深耕厦门市及环厦门地市，并通过合作模式拓展业务区域，实现横向规模化	规模/资本/资产/成本/技术/管理/资源/品牌/政策等

资料来源：厦门住宅

同时，该公司还是厦门市城市建设的重要项目运作载体之一，主要从事厦门市内大型公共建筑、道路、景观、排洪等配套设施以及市外援建项目的建设，并长期承担着保障性住房的建设任务。公司的市政工程及保障房建设业务为代建性质，大多数代建任务由政府直接下达，且多以片区式集中开发为主。公司其他业务主要有厂房租赁、物业管理等，收入贡献有限。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 10. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年前三季度	2019 年前三季度
营业收入合计	62.39	62.00	70.31	32.92	22.73
（1）房地产开发	58.87	56.18	63.89	27.48	18.51
在营业收入中所占比重	94.35	90.61	90.88	83.49	81.43
（2）代建业务	0.34	0.36	0.34	0.17	0.20
在营业收入中所占比重	0.54	0.58	0.48	0.51	0.87
（3）物业管理	1.57	1.73	2.03	1.10	1.04
在营业收入中所占比重	2.52	2.79	2.89	3.34	4.56
（4）租赁资产	0.57	0.60	0.69	0.54	0.62
在营业收入中所占比重	0.91	0.97	0.98	1.63	2.75
毛利率（%）	44.85	53.23	55.08	51.35	60.29
（1）房地产开发	46.27	57.23	59.62	60.97	72.13

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 前三季度	2019 年 前三季度
(2) 代建业务	98.78	86.11	94.12	98.56	92.66
(3) 物业管理	5.76	2.31	5.91	-32.67	-36.95
(4) 租赁资产	66.16	40.00	63.77	9.26	54.33

资料来源：厦门住宅

2017-2019 年，该公司分别结转营业收入 62.39 亿元、62.00 亿元和 70.31 亿元。从构成看，近三年商品房开发业务的收入贡献率在 90%左右。2020 年前三季度，公司房地产业务结转收入 27.48 亿元，较上年同期增长 48.46%。

该公司综合毛利率主要受商品房销售影响，由于公司商品房价格近年来维持高位，且近三年结转项目的土地购置较早、成本较低，故综合毛利率维持在较高水平，2017-2019 年分别为 44.85%、53.23%和 55.08%。代建业务（市政工程和保障房建设业务）仅体现项目管理费收入，代建项目的费用大部分经市财政审核认可并支付；公司承担的成本主要为咨询费、项目测评费等中介费用，相关成本小且多在项目施工前期即已确认，所以公司代建业务毛利率高，近三年维持在 85%以上。其他业务中，物业管理业务毛利率呈现一定波动，主要系 2018 年公司对管理的小区物业进行升级，多元化增值服务业务拓展<sup>6</sup>投入增加所致。公司除房地产开发以外的业务收入贡献度较小，对公司综合毛利率的影响十分有限。2020 年前三季度，公司房地产开发毛利率较上年同期下降 11.16 个百分点，但仍维持在 60.97%的较高水平。同期受新冠疫情影响，社区防疫保障物资及人员工资支出增加，而大业主复工复产时间推迟减少收入，物业管理业务出现较大亏损；资产租赁业务毛利率亦下降至 9.26%。

## A、房地产开发

商品房销售是该公司现阶段营业收入的主要来源，2017-2019 年贡献收入分别为 58.87 亿元、56.18 亿元和 63.89 亿元。其中 2018 年结转收入略有下滑，结转项目主要为集美区的水晶湖郡、园博 1 号和昆明市的昆明万辉星城、龙岩市水晶嘉园。2019 年结转收入有所增长，结转项目主要为厦门市集美区的莲花新城、水晶湖郡和龙岩市的水晶中央。2020 年前三季度，公司结转收入的项目主要为集美区的莲花新城、莲花国际，龙岩市的水晶中央和泉州中住的第五湾。

从结转项目来看，近三年该公司主要结转商品房项目所在地大部分位于厦门市集美区，结转收入占比维持在 70%以上，小部分位于广西省北海市银海区、福建省龙岩市新罗区和云南省昆明安宁市。由于结转项目对应土地购置比较早，成本较低，因此综合毛利率较高且随着近年来集美区土地成交价格走高，区内房价出现跳升，房地产开发业务毛利率 2015 年以来维持较高水平。

<sup>6</sup> 包括教育培训、连锁超市、线上商城、家政服务、社区媒介推广等产业。

图表 11. 公司主要住宅项目销售结转情况（单位：亿元、%）

项目名称	项目所在地	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年前三季度	
		收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
莲花新城	厦门集美区	20.28	55.60	0.35	33.09	23.92	75.24	12.05	74.69
莲花国际	厦门集美区	2.67	64.43	0.29	81.08	1.06	73.93	6.71	78.24
园博 1 号	厦门集美区	13.25	17.95	9.46	45.59	0.18	50.17	-	-
水晶湖郡	厦门集美区	14.33	63.43	33.64	68.45	24.88	67.12	-	-
北海万泉城	北海银海区	2.22	39.63	3.28	50.41	-	-	-	-
昆明万辉星城	昆明安宁市	2.42	29.18	4.90	32.36	3.44	30.87	0.61	22.95
水晶嘉园	龙岩新罗区	3.66	22.83	4.24	32.35	0.16	32.08	-	-
水晶中央	龙岩新罗区	-	-	-	-	9.95	6.55	3.18	16.35
水晶湖畔	漳州台商投资区	-	-	-	-	-	-	0.33	56.14
第五湾	泉州南安市	-	-	-	-	-	-	4.60	31.30
合计	-	58.83	46.27	56.18	57.51	63.89	59.62	27.48	60.97

资料来源：厦门住宅

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

图表 12. 公司商品房项目施工情况（单位：万平方米）

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

资料来源：厦门住宅

销售方面，近年来受宏观政策调控及市场环境等因素影响，该公司商品房整体销售情况波动较大。2017-2019 年实现合同销售面积分别为 43.86 万平方米、56.99 万平方米和 31.13 万平方米；同期实现合同销售金额分别为 67.73 亿元、64.05 亿元和 47.72 亿元。其中 2017 年公司合同销售面积和合同销售金额较上年均显著增长；2018 年合同销售单价较上年有所下降，主要系售价较低的昆明万辉项目销售占比增大所致。由于市场环境整体下行，2019 年公司销售金额与面积分别较上年下降 45.38% 和 25.50%。截至 2020 年 9 月末，公司尚有已售未结转面积 69.99 万平方米，已售未结转房款 105.28 亿元。

图表 13. 公司商品房项目结转及合同销售情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
当年商品房合同销售面积（万平方米）	24.72	43.86	56.99	31.13	27.88
当年商品房合同销售金额（亿元）	42.23	67.73	64.05	47.72	43.67
当年商品房销售单价（万元/平方米）	1.71	1.54	1.12	1.53	1.57
当年销售结转面积（万平方米）	30.08	42.90	25.20	34.38	13.59
当年销售结转收入（亿元）	37.94	58.87	56.18	63.89	27.48
当年结转销售均价（万元/平方米）	1.26	1.37	2.23	1.86	2.02

资料来源：厦门住宅

该公司销售的地产包括住宅、商住、车位、商铺等。截至2020年9月末，公司在售项目总可售面积达252.49万平方米，其中已售156.21万平方米，尚有在售面积96.28万平方米（见下表），未售面积主要集中在集美区、海沧区、北海市、龙岩市等地。同期末，公司在售（含未竣工）项目总投资额238.96亿元，已完成投资200.97亿元，尚有投资缺口37.99亿元，已售金额260.17亿元，累计已回笼资金246.25亿元，总体看公司在售项目已回笼资金足以覆盖其资金缺口，后期投资压力不大。从在售房地产明细情况看，公司部分项目尾盘主要为车位，受2019年起实施的新规影响，开发商不得将车位销售给小区业主以外的单位或个人，车位销售速度减缓。此外，公司商业办公类地产、大户型住宅及昆明漳州等地部分住宅项目去化较慢，需持续关注后续去化压力。

**图表 14. 截至2020年9月末公司主要在售（含未竣工）房地产项目（单位：亿元、万平方米）**

项目名称	所在地	总投资额	已投资额	开工时间	计划竣工时间	开盘预售时间	可售面积	已售面积	去化率	累计销售金额	已回笼资金	备注
莲花新城4#地块	集美	6.58	8.27	2015.10	2019.10	2016.6	11.66	9.27	79.64	29.69	29.66	剩余为车位。
莲花新城5#地块	集美	7.17	6.25	2016.8	2018.11	2018.5	7.53	6.08	80.83	19.24	18.69	剩余为车位。
莲花国际1-4#地块	集美	8.41	7.24	2016.12	2019.10	2017.1	10.59	2.47	25.28	8.28	8.28	写字楼SOHO库存较多，当前市场对此类产品接受度较低。
莲花国际5#地块	集美	3.98	3.91	2012.12	2015.8	2013.10	5.67	4.54	80.07	7.58	7.62	住宅已售完，办公受政策要求暂停销售。
莲花国际6#地块	集美	4.04	3.33	2014.3	2016.12	2015.3	4.83	2.69	55.69	5.19	5.19	办公受政策要求暂停销售，商业及配套车位不售转持有经营。
森语苑	昆明	3.73	3.08	2018.8	2020.6	2018.12	7.17	3.95	55.88	3.79	3.13	原推出时总价较高导致去化缓慢，已于2020年适当下调售价。
水晶湖郡B3	集美	8.47	6.12	2017.2	2021.3	多层：2018.1 高层：2018.12	11.46	5.02	43.80	14.40	17.45	超高层大户型，去化较慢。
水晶湖郡C区北	集美	18.69	17.21	2015.7	2018.6	2015.5	29.61	23.49	79.33	52.00	51.92	剩余为商业及车位。
水晶嘉园	龙岩	5.87	6.40	2013.9	2017.6	2014.8	13.29	11.21	84.35	8.31	8.29	剩余为车位。
水晶中央	龙岩	14.55	12.96	2016.3	2019.11	2017.5	13.97	10.65	76.23	14.02	13.99	剩余为车位。
水晶湖	漳	9.32	9.18	2016.2	2020.6	2017.7	11.69	5.60	47.90	11.09	8.05	市场降价，

项目名称	所在地	总投资额	已投资额	开工时间	计划竣工时间	开盘预售时间	可售面积	已售面积	去化率	累计销售金额	已回笼资金	备注
畔	州											为维稳暂缓推出销售。
水晶澜庭一期	龙岩	8.87	7.78	2018.4	2020.10	2018.9	12.35	9.87	79.92	11.93	11.88	
水晶澜庭 - 二期	龙岩	6.42	4.90	2018.11	2021.4	2019.8	9.02	7.55	83.70	9.74	8.54	
水晶澜庭 - 三期	龙岩	9.58	4.62	2019.10	2022.12	2020.6	12.81	12.20	95.24	12.69	5.83	
水晶榕著（水晶山居）	福州	21.97	21.01	2018.12	2020.11	2019.9	9.54	1.02	10.69	2.70	2.17	
保利住宅第五湾	泉州	18.45	15.50	2018.3	2020.7	2018.4	28.48	28.36	99.58	28.79	28.63	
紫荆堡二期	昆明	2.15	1.11	2019.8	2021.5	2019.12	4.09	2.65	64.79	1.83	1.58	
北海 2 区四期（ABC 区）	北海	6.81	2.42	A 区：2019.1 BC 区：2019.8	A 区：2021.8 BC 区：2022.9	A 区：2019.8 BC 区：2020.6	15.19	4.93	32.93	4.16	3.77	
海玥和鸣	海沧	21.01	16.69	2020	2023	2020.9	10.66	0.10	0.94	0.25	1.37	九月末开盘，认购未转签约。
水晶芸溪翔府	集美	14.06	11.99	2018.11	2021.6	2020.5	5.96	1.52	25.50	3.26	1.87	
水晶合院	集美	10.48	8.99	2018.11	2021.2	2020.5	3.53	0.12	3.40	0.40	0.32	
水晶地铁公元	集美	28.35	22.01	2019.7	2022.1	2020.4	13.39	2.92	21.81	10.83	8.02	
<b>合计</b>	-	<b>238.96</b>	<b>200.97</b>	-	-	-	<b>252.49</b>	<b>156.21</b>	-	<b>260.17</b>	<b>246.25</b>	-

资料来源：厦门住宅

2020 年 9 月末，该公司在建但尚未开始销售的房地产项目共 2 个，预计总投资 21.87 亿元，规划建筑总面积 16.97 万平方米，已投资 14.52 亿元，剩余 7.35 亿元资金待投入。

**图表 15. 截至 2020 年 9 月末公司在建但尚未开始销售的房地产项目（单位：亿元、万平方米）**

项目名称	所在地	项目性质	总投资额	已投资规模	开工时间	计划竣工时间	规划建筑面积	占地面积
厦门市 H2019P01 水晶尚庭	厦门市海沧 05-07 新阳西片区东孚东二路与东孚南路交叉口东南侧 A1 地块	商住	14.14	3.88	2020.8	2023.3	11.17	4.79
龙岩市 2019 拍 11（水晶沂庭）	龙岩市新罗区志高动漫城南侧，龙腾南里西侧	商住	7.73	10.64	2019.12	2022.12	5.80	1.43
<b>合计</b>	-	-	<b>21.87</b>	<b>14.52</b>	-	-	<b>16.97</b>	<b>6.22</b>

资料来源：厦门住宅

在土地储备方面，该公司的商品房项目用地主要通过招拍挂方式获得，2007 年及以前取得的昆明地区地块为未进行土地整理的毛地，通过出让形式获得。2019 年，公司共竞得两块土地，一为海沧 05-07 新阳西片区东孚东二路与东孚南路交叉口东南侧 A1 地块，土地用途为住宅及商业，土地面积 1.43 万

平方米，计价建筑面积 4.00 万平方米，成交总价 9.68 亿元，已于 2020 年 8 月作为水晶尚庭项目开工建设；一为龙岩 2019 拍-11 东园 C 出让地块，土地用途为住宅及商业，土地面积 4.39 万平方米，计价建筑面积 8.79 万平方米，成交总价 3.33 亿元，已于 2019 年末作为水晶沂庭项目开工建设。2020 年前三季度，公司新增 1 宗土地储备，系控股子公司龙岩住厦房地产开发有限公司以竞拍方式取得的龙岩 2020 拍-15 地块，地块规划建筑面积 21.05 万平方米，成交价格为 11.31 亿元，截至 2020 年末，公司已支付 5.66 亿元土地款，后续出让金将在 2021 年 3 月用自有资金支付。截至 2020 年 9 月末，公司储备土地面积 71.50 万平方米，拟建成可出售面积为 131.00 万平方米，土地价款合计 28.72 亿元。从现有土地储备面积来看，2016 年（含）以前取得的土地占比较高，按拟建成可售面积占比计算为 71.30%，主要位于福建同安和昆明市，平均土地成本较低，可为商品房销售的盈利空间提供支撑。但昆明地块受当地政府拆迁进度影响，相应地块开发速度迟缓。从现有土地储备总价来看，2017 年（含）以来取得的土地成本合计占比 96.82%，主要位于漳州和龙岩。由于储备土地多位于三四线城市，相关开发项目前景易受市场、政策等不确定性因素影响。且近年来厦门市土地价格持续居于高位，开发商对住宅用地的竞争日趋激烈，公司面临新增土地成本过高压缩开发项目利润、或土地储备不足影响业务开展空间的风险。

图表 16. 截至 2020 年 9 月末公司土地储备情况（单位：万平方米、万元、%）

项目名称	所在地	土地用途	取得方式	取得时间	土地成交金额	已交出让金	后续出让金来源及付款计划	土地面积	规划建筑面积	权益比例
漳州园博壹号院二期	漳州市龙海市	商住	拍卖	2017.3.9	115,107	115,107	已付清	5.86	11.68	60
漳州园博壹号院三期	漳州市龙海市	商住	出让	2017.3.9	49,865	49,865	已付清	2.54	4.87	60
芸溪居住公园五期	厦门市同安区	商住	出让	2004.6.1	2,898	2,898	已付清	5.33	8.84	100
龙岩 2020 拍-15	龙岩市新罗区	住宅	出让	2020.9.18	113,093	15,050	2020 年 10 月支付 4.15 亿元，后续出让金将在 2021 年 3 月用自有资金支付	8.15	21.05	100
造镇一期地块三剩余用地一（六期左侧地块）	昆明安宁市太平镇马村	住宅	出让	2005.6.1	148	148	已付清	4.43	7.49	100
造镇一期地块三剩余用地二（六期右侧用地）	昆明安宁市太平镇马村	住宅	出让	2005.6.1	184	184	已付清	5.49	9.27	100
造镇二期剩余用地一（三期西北侧用地）	昆明安宁市太平镇马村	住宅	出让	2005.9.26	40	40	已付清	0.77	4.26	100
造镇二期剩余用地二（三期东北侧用地）	昆明安宁市太平镇马村	住宅	出让	2005.9.26	183	183	已付清	3.51	19.41	100
造镇三期	昆明安宁市太平镇	住宅	出让	2006.7.1	1,829	1,829	已付清	32.21	38.65	100

项目名称	所在地	土地用途	取得方式	取得时间	土地成交金额	已交出让金	后续出让金来源及付款计划	土地面积	规划建设面积	权益比例
造镇四期地块三	马村 昆明安宁 市太平镇 马村	住宅	出让	2007.10.16	110	110	已付清	0.44	0.80	100
造镇四期地块四	昆明安宁 市太平镇 马村	住宅	出让	2007.10.16	245	245	已付清	0.99	1.78	100
造镇五期地块一 （原超红线地块）	昆明安宁 市太平镇 马村	住宅	出让	2011.6.1	3,487	3,487	已付清	1.78	2.90	100
合计	-	-	-	-	287,189	189,146		71.50	131.00	-

资料来源：厦门住宅

## B、代建业务

该公司的市政工程及保障房建设业务为代建性质，大多数代建任务由政府直接下达，且多以片区式集中开发为主，在厦门市市政工程和保障房建设业务中处于主力军地位。在具体操作中，公司参与项目的立项、可行性研究等前期工作，通过公开招标或代理招标<sup>7</sup>确认施工单位、材料采购单位和监理单位，同时派驻现场管理人员对项目质量、进度和安全进行全程监控；项目建设完成后，由公司完成验收并交付业主方。代建项目的建设资金全部来自财政拨款。2015年以前的项目，先由公司垫付施工方建设费用，厦门市政府按照公司的工程进度用款申请将款项拨付至公司账户，公司按照财政付款进度向施工方支付工程款<sup>8</sup>，同时承担现场管理人员的人工费用。厦门市政府在代建合同签订后预付部分前期费用，在施工阶段按进度拨付工程款，在项目完工结算后支付尾款。2015年，厦门市财政拨款预算系统体制改革，改为由财政局国库处直接拨付给各施工单位。公司所承接的代建项目中，除2016年（含）以后大部分新承接代建项目改按新机制拨款外，其余部分代建项目仍执行原拨款机制，公司垫资压力进一步减小。2017-2019年和2020年前三季度，公司在代建项目上分别支出11.15亿元、22.31亿元、33.58亿元和19.99亿元，同期分别收到财政及项目业主付款11.96亿元、25.81亿元、32.01亿元和16.75亿元，资金平衡情况总体较好。2019年及2020年前三季度，公司代建业务收入分别为0.34亿元和0.17亿元。

## C、其他业务

该公司于2011年6月设立全资子公司厦门万舜文化产业投资发展有限公司（简称“万舜文投”），作为投资与运营政府公共文化产业的平台。由公司代建的集美新城文化公建群是万舜文投现阶段最主要的文化产业项目。

<sup>7</sup> 代理招标主要适用于规模较小、无需走公开招标程序的项目。

<sup>8</sup> 该公司的市政工程和保障房项目均为代建性质。在会计处理上，与代建项目相关的现金往来反映在“收到/支付其他与经营活动有关的现金”科目中；利润表的“营业收入”科目反映代建管理费；日常资产负债表的“存货-开发成本”科目反映了代建工程建设支出，公司收到的代建项目财政拨款计入“预收账款”科目。

集美新城文化公建群总投资 29.77 亿元，由市财政和该公司共同出资。其中：市财政承担 23.44 亿元，用于嘉庚艺术中心、诚毅科技馆等委托经营项目建设；公司承担投资 6.33 亿元<sup>9</sup>，用于诚毅书城项目投资建设。截至 2020 年 9 月末，公司已支付了诚毅书城项目投资款 4.45 亿元<sup>10</sup>，预计后续还将支付约 2.50 亿元项目尾款；诚毅书城项目主体工程已竣工，现整体出租给厦门宝象国际贸易有限公司（简称“宝象国际”），并由宝象国际承担后续装修费用，租期 20 年，签约日期 2019 年 3 月 1 日，预计累计可获得租金 6.39 亿元。宝象国际计划与红星美凯龙家居集团股份有限公司合作经营诚毅书城项目。其余项目政府交由公司运营并由公司自负盈亏（其中图书馆项目仅运营地下停车场），嘉庚艺术中心、诚毅科技馆和城市展览馆（市民中心）已进入运营期，由于项目处于运营初期，项目基本无盈利或略有亏损。其中城市展览馆（市民中心）未单独核算；诚毅科技馆为国家 4A 级景区，主营室内科技展览，可获得政府补贴，分 5 年发放，2015 年以来累计获得补贴 0.85 亿元；嘉庚艺术中心出租给保利文化集团股份公司，租期 10 年，公司负责设备维护和物业管理；地下商业街（南北段）尚未运营。2020 年以来受疫情影响，诚毅科技馆等室内景区收入受到较大冲击。

图表 17. 公司主要文化产业项目情况<sup>11</sup>

项目名称	总建筑面积（万平方米）	开业时间	产权性质	截至 2020 年 9 月末运营情况	2019 年度收入（万元）	2020 年 1-9 月收入（万元）
诚毅书城	11.27	2019.10.1	自持物业	整体出租	124.46	97.9
诚毅科技馆	5.38	2015.7.16	受托经营	进入运营期	1,950.70	497.38
嘉庚艺术中心	6.18	2015.6.28	受托经营	进入运营期	664.53	275.66
城市展览馆（市民中心）	3.54	2015.8.1	受托经营	进入运营期	407.76	201.02
诚毅图书馆	4.13	2018.10.01	受托经营	进入运营期	324.13	211.29
地下商业街（南北段）	4.19	2019.10.1	受托经营	正在进行装修和运营方案制定	-	28.90
<b>合计</b>	<b>34.60</b>	-	-	-	<b>3,471.58</b>	<b>1,312.15</b>

资料来源：厦门住宅

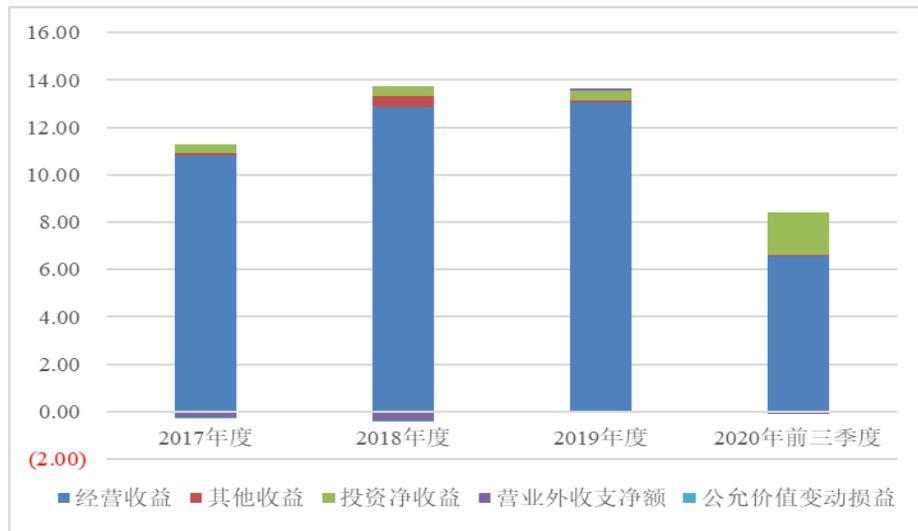
<sup>9</sup> 最终的投资建设款以办理财务竣工决算后，并经厦门市财政审核所审定的金额为准。

<sup>10</sup> 正在办理结算尚未支付的款项约 2.50 亿元。

<sup>11</sup> 城市展览馆和南广场下沉式商业街的政府投入额分别为市民广场和诚毅大街南段景观工程的整体投入额。

## (2) 盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构 (单位: 亿元)



资料来源: 根据厦门住宅所提供数据绘制。

注: 经营收益=营业利润-其他经营收益

主业经营收益是该公司最主要的利润来源, 来源稳定且具有可持续性。2017-2019年, 公司经营收益分别为 10.84 亿元、12.87 亿元和 13.06 亿元。

该公司的期间费用以财务费用和管理费用为主, 2017-2019 年期间费用分别为 4.44 亿元、5.57 亿元和 6.01 亿元, 期间费用率分别为 8.93%、9.69% 和 10.09%, 受管理费用和财务费用增长的影响, 期间费用控制受到挑战。公司管理费用主要由职工薪酬、社会保险费和办公费用构成; 销售费用主要由广告费、销售代理费和销售服务费构成。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年前三季度
营业收入合计 (亿元)	62.39	62.00	70.31	32.92
综合毛利率 (%)	44.85	53.25	55.09	51.35
毛利 (亿元)	27.98	33.02	38.74	16.90
期间费用 (亿元)	5.57	6.01	7.10	4.64
其中: 销售费用	1.19	1.09	1.16	0.66
管理费用	2.07	2.20	2.44	1.44
财务费用	2.32	2.62	3.39	2.48
研发费用	-	0.09	0.10	0.06
期间费用率 (%)	8.93	9.69	10.09	14.08
资产减值损失 (亿元)	1.86	4.27	1.85	0.01
经营收益	10.84	12.87	13.06	6.56
全年利息支出总额 (亿元)	3.52	4.64	5.97	-
其中: 资本化利息数额 (亿元)	0.48	1.09	1.41	-

资料来源: 根据厦门住宅所提供数据整理。

其他经营损益方面, 该公司在 2017-2019 年通过对银行理财产品投资 (办

理结构性存款)以及对金融资产的持有或处置分别确认投资收益 0.39 亿元、0.37 亿元和 0.45 亿元,对利润有所补充。此外,同期公司营业外净收入分别为-0.14 亿元<sup>12</sup>、0.12 亿元和 0.13 亿元,未对利润形成有效补充。营业外收入主要来自政府补助,2017-2019 年分别为 765.45 万元、4,773.89 万元和 687.37 万元,其中 2018 年较上年大幅增加,主要系当年获得公建项目运营补贴 4,457.79 万元所致<sup>13</sup>。政府补助规模有限,营业外支出主要为滞纳金、违约赔偿金及罚款支出。

**图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析**

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 前三季度
投资净收益(万元)	3,923.4	3,734.62	4,471.28	17,793.33
其中:理财产品(万元)	2,232.28	1,841.28	1,264.87	2,803.07
可供出售金融资产收益(万元)	1,516.11	2,182.65	3,434.82	17,478.18
营业外收入(万元)	1,184.32	5,025.99	2,665.84	412.85
其中:政府补助(万元)	765.45	4,773.89	687.37	589.10
无需支付的款项(万元)	143.7	12.05	1,408.54	102.98

资料来源:根据厦门住宅所提供数据整理。

2017-2019 年,该公司分别实现净利润 7.06 亿元、7.98 亿元和 8.36 亿元,净利润规模随营业收入的增长而持续扩大。资产收益水平维持较好水平,2019 年,公司的净资产收益率和总资产报酬率分别为 11.98%和 10.25%。总体而言,公司现阶段利润实现在较大程度上依赖于商品房开发业务经营状况,近年来受益于房地产价格上升,公司各项盈利指标表现良好。

2020 年前三季度,该公司房地产业务结转收入较上年同期显著增加,当期实现经营收益 6.56 亿元。得益于可供出售权益工具处置,公司当期投资净收益为 1.75 亿元,对公司利润形成良好补充。同期,公司净利润为 5.69 亿元,较上年增长 5.44 倍。

### (3) 运营规划/经营战略

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

<sup>12</sup> 2017 年,公司营业外净收入为负,主要系子公司税务查补缴的滞纳金增加所致。

<sup>13</sup> 该补贴为万舜公司受政府委托经营的集美区公建群项目 2015 年 7 月-2018 年 6 月期间场馆运营差额补贴(除诚毅书城外其他所有代运营项目)。

同期对应融资需求为 3.0 亿元，公司预计将主要通过债务融资工具获取融资。整体来看，公司营运资金需求较大，绝大多数资金依赖存续地产项目销售回款。

## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

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

#### (1) 产权关系

该公司为国有独资公司，产权结构清晰。

该公司为国有独资公司。截至 2020 年 9 月末，厦门市国资委持有公司 100% 股权，根据厦门市人民政府授权对其履行出资人职责，依法对公司的国有资产进行监督管理。公司产权状况详见附录一。

#### (2) 主要关联方及关联交易

关联交易方面，该公司与关联方之间不存在关重要资产转让及出售事项。因与项目子公司其他股东业务往来，2019 年末，公司产生的应收关联方款项 14.94 亿元，应付关联方款项 14.68 亿元。

#### (3) 公司治理

该公司是经厦门市政府授权负责厦门市国有资产的经营与投资的主体之一，高管任命和考核、各年度经营安排等均需报批厦门市国资委，出资人对公司的管控力度较强。

该公司不设股东会，由出资人厦门市国资委行使股东会有关职权。公司设立了董事会、监事会和经营管理层。董事会是公司的经营决策机构，对出资人负责；董事会由 5-9 名董事组成，其中董事长 1 名，副董事长 1-3 名，职工代表 1 名。董事会成员由厦门市国资委按照有关规定和程序任免，职工代表由公司职工代表大会选举产生。监事会对公司财务活动及公司董事、高管的经营管理行为进行监督，保障出资人的利益。监事会由 5 名监事组成，由厦门市国资委按照有关规定和程序任免监事会主席 1 名，监事 2 名；由公司职工代表大会选举产生职工代表 2 名，其中 1 名任监事会副主席。经营管理层行使董事会授予的职权，管理公司日常经营事务，对董事会负责。公司高级经营管理人员由厦门市国资委任命；公司负责人由厦门市国资委进行业绩考核，薪酬体系与业绩考核挂钩。

2020年以来，根据《关于高志松等同志职务任免的通知》（厦国资党委[2020]41号）等文件，该公司部分高管职位进行了调整：由高志松同志任公司副总经理、梁志刚同志任公司总会计师、宋剑同志任公司总工程师，免去邱怀东同志的公司总会计师职务。

## 2. 运营管理

### （1）管理架构/模式

该公司本部主要履行管理职能，根据经营管理的需要设置了6个中心、11个部门，并通过制度化管理，明确了各部门之间的分工及权责。公司各项业务主要由下属子公司开展。公司组织架构详见附录二。

该公司制定了较为完善的内部控制制度，对财务管理、融资管理、项目建设等多方面实行较为规范的制度化管理，基本能够控制经营活动中的主要风险，并确保战略目标的实现。

### （2）经营决策机制与风险控制

在子公司管理上，子公司管理层由该公司考核任命，子公司的中层由所在企业考核并报公司备案。公司还制定了《外派异地企业人员管理规定》，由子公司根据实际工作需要向公司的人力资源管理部门提出岗位需求。该人力资源管理部门审核后，提出人员选派建议方案，按公司干部人事管理权限报批。

在房地产业务开发上，该公司采用集团公司、项目公司的两层管理架构。集团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；项目公司为经营实体，负责项目的日常管理。项目公司设董事会，董事会由各方委派人员组成，制定公司整体运营计划含总体规划方案、总体成本预算、销售计划及定价方案、工程节点及计划、融资计划、总体收入及利润指标、项目总体资金投入计划；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；各合作方通过股东会、董事会依据相关法律法规、合作协议及章程的规定以及委派财务人员等方式予以合作和监督。一般各合作方按出资比例承担成本费用，分享项目收益和利润。在工程建设进度上，公司于每年年初即按照公司战略目标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。

在项目建设方面，该公司就项目招投标、工程款的拨付、决算的送审、监理的管理等多方面制定了相应的流程和管理规范，并能有效执行，保障了

公司对工程安全、质量、工期等方面的管理效率和效果。

### (3) 投融资及日常资金管理

在财务管理方面，该公司通过财务预算和资金对子公司进行管控，下属子公司的预算制定和调整均由董事会审批，每半年调整一次，预算执行情况纳入子公司考核内容。公司通过银行系统对厦门市内一级子公司及其完全从事商品房开发的下属子公司进行资金自动归集，并根据各个项目的需要统筹、调拨资金。营改增政策实施后，因涉税问题，公司对下属子公司不再进行资金自动归集。各子公司在业务开展过程中的资金往来、超出预算范围的资金划拨，以及各子公司之间除银行贷款外的资金调拨，均需上报本部职能部门，取得资金调拨单后方可调拨。对于厦门市外的子公司，其资金往来均需获得公司下发的资金调拨单后方可调拨。

在融资管理方面，该公司财务部负责整体融资方案的组织与实施，并受理下属子公司的贷款申请，统一筹划和管理子公司的对外融资事宜。子公司只有在其融资计划经公司本部审核并批准后，方可以自身名义取得项目借款。

### (4) 不良行为记录

根据该公司提供的日期为2021年1月7日的《企业信用报告》，公司本部未结清信贷信息中不存在借款违约或欠息情况。

图表 21. 公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2021/1/7	无法提供	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2021/1/7	不涉及	无	不涉及
诉讼	全国法院失信被执行人名单查询系统	2021/1/7	不涉及	无	无
工商	国家企业信用信息公示系统	2021/1/7	不涉及	无	无
质量	公开信息披露	2021/1/7	不涉及	无	无
安全	公开信息披露	2021/1/7	不涉及	无	无

资料来源：根据厦门住宅所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

## 财务

近年来，该公司伴随业务扩展，负债规模有所增加，但近半数债务系商品房销售和代建业务形成的预收款，其实际债务压力尚可控。2020年前三季度，公司发行两期债券融资，以应对即期债务偿付，刚性债务规模迅速攀升，预计短期因素消除后负债水平将有所回落。但公司过于依赖债券融资，易受融资环境变化影响。公司流动资产中房地产开发成本占比较大，资产流动性一般，但公司货币资金较充裕，能为偿还债务提供一定保障。

## 1. 数据与调整

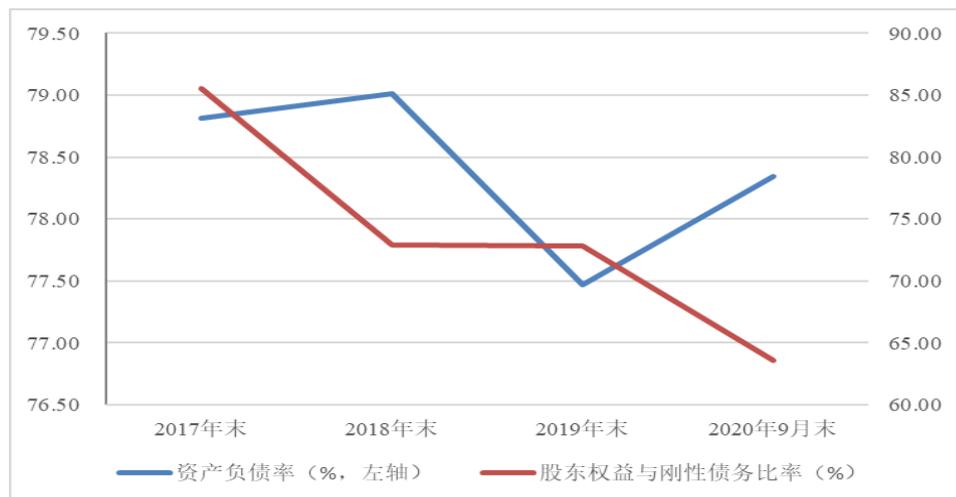
北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2018 年及 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。2019 年，公司针对执行《财政部关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》和《关于修订印发合并财务报表格式（2019 版）的通知》的相关规定进行了会计政策变更。

2019 年，该公司通过非同一控制下的企业合并新增 2 家二级子公司，分别是厦门万翔同实业有限公司和龙岩市厦龙经济区建设发展有限公司。截至 2020 年 9 月末，公司纳入合并范围的二级子公司共有 13 家。

## 2. 资本结构

### （1）财务杠杆

图表 22. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据厦门住宅所提供数据绘制。

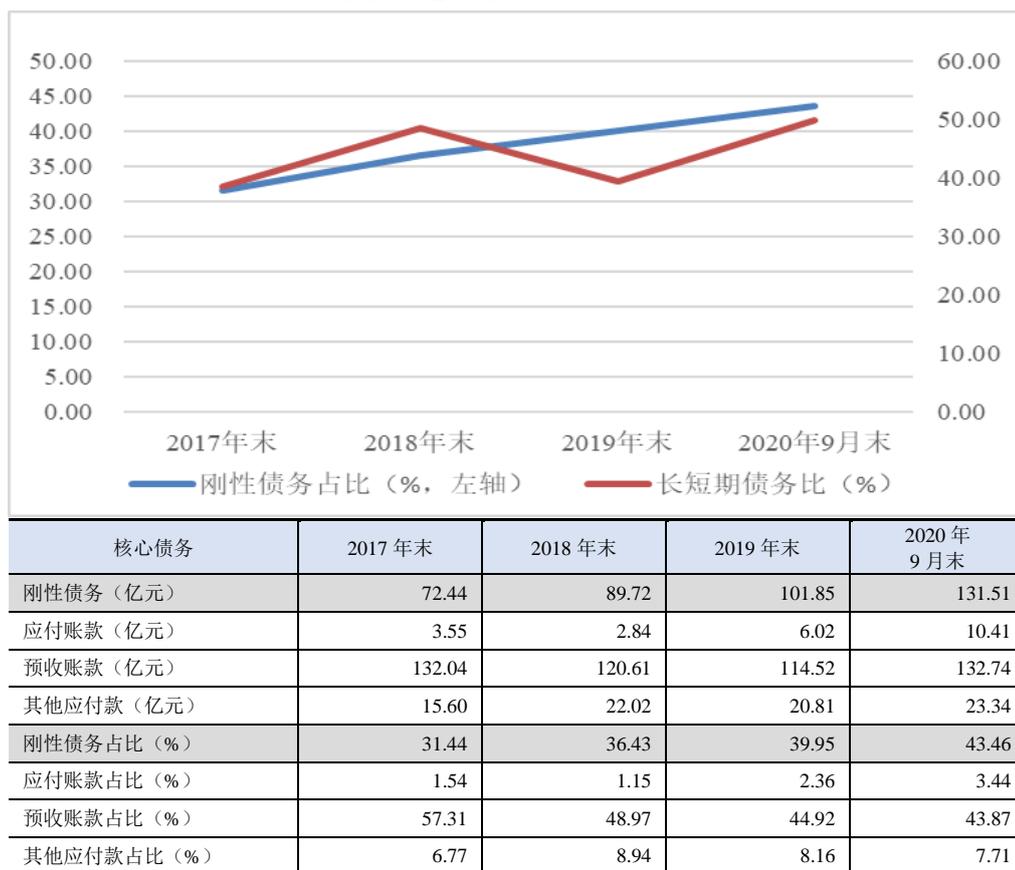
近年来，该公司主要因房地产项目建设和新增土地储备而持续存在一定的资金需求。2017-2019 年末，公司负债总额分别为 230.40 亿元、246.32 亿元和 254.96 亿元，呈逐年递增趋势，2018 年、2019 年增幅分别为 6.91% 和 3.51%。同期末，公司资产负债率分别为 78.81%、79.01% 和 77.47%，财务杠杆水平较高，其中预收款项占比较大，剔除预收款项资产负债率<sup>14</sup>为 61.36%、65.77% 和 65.45%。随着经营积累，公司所有者权益逐年增长，同期末分别为 61.94 亿元、65.42 亿元和 74.15 亿元。权益资本对刚性债务的覆盖程度呈现一定波动，2019 年末较上年末略降至 72.80%。

<sup>14</sup> 剔除预收款项的资产负债率=（负债-预收账款）/（资产-预收账款）

2020 年前三季度，由于在建项目资金持续投入，且余额为 18.90 亿元的公司债券“15 厦住宅”将于 10 月到期偿付，该公司新增银行借款及发行两期公司债券融资，刚性债务规模显著增长，期末资产负债率上升至 78.35%，剔除预收款项后资产负债率为 67.01%，权益资本对刚性债务的覆盖程度下降至 63.60%。

## (2) 债务结构

图表 23. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据厦门住宅所提供数据绘制。

从构成看，该公司负债主要包括预收账款、刚性债务和其他应付款构成，2019 年末分别为 114.52 亿元、101.85 亿元和 25.38 亿元，在负债总额中占比分别为 44.92%、39.95% 和 9.95%。其中预收账款主要为预收售房款，2019 年末较上年末下降 5.05%，主要系当年交房结转大于新房预售所致。其他应付款主要为与经营业务相关对象的代建款及往来款<sup>15</sup>，2019 年末较上年末下降 5.47%。刚性债务较上年末增长 13.51% 至 101.85 亿元，主要系新增债券融资增加土地储备及项目开发所致。

在期限结构上，该公司负债以流动负债为主，2019 年末流动负债余额为 183.06 亿元，非流动负债余额为 71.90 亿元。公司债务期限结构偏短期，但由于流动负债中半数以上为商品房销售形成的预收款项，债务偿付压力尚可

<sup>15</sup> 共同拿地时合资方出的拍地款计入公司其他应付款。

控。

2020年9月末，该公司负债总额为302.59亿元，较上年末增长18.68%。其中由于开盘项目数量较多，期末预收账款余额较上年末增长15.90%；公司增加银行及债券融资，刚性债务规模较上年末增长29.12%；其他核心债务较上年末变化不大。

### (3) 刚性债务

图表 24. 公司刚性债务构成

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
<b>短期刚性债务合计</b>	<b>10.30</b>	<b>10.49</b>	<b>31.98</b>	<b>34.19</b>
其中：短期借款	0.50	-	-	0.30
一年内到期的非流动负债	8.73	8.68	29.10	30.56
应付短期债券	-	-	-	-
应付票据	-	-	-	-
其他短期刚性债务	1.06	1.81	2.88	3.33
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>62.15</b>	<b>79.23</b>	<b>69.86</b>	<b>97.32</b>
其中：长期借款	17.31	17.50	20.32	32.84
应付债券	44.84	61.73	49.54	64.48
其他中长期刚性债务	-	-	-	-
<b>刚性债务合计</b>	<b>72.44</b>	<b>89.72</b>	<b>101.85</b>	<b>131.51</b>
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>5.38</b>	<b>5.72</b>	<b>5.00</b>	<b>-</b>

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2017-2019年末，该公司刚性债务分别为72.44亿元、89.72亿元和101.85亿元，净负债率<sup>16</sup>分别为3.73%、20.02%和43.79%。公司刚性债务以中长期为主，2019年末中长期刚性债务占比68.59%，占负债总额的32.17%。公司短期刚性债务较上年迅速增加，主要系当年末“15厦住宅”计入一年内到期的非流动负债所致。公司短期刚性债务主要由一年内到期的非流动负债和应付利息构成，其中一年内到期的长期借款10.22亿元，一年内到期的应付债券18.88亿元，分别为“18住宅02”和“18住宅04”。长期刚性债务主要由长期借款和应付债券构成，其中长期借款20.32亿元，主要为保证借款，融资成本区间为4-5%。同期末应付债券49.54亿元，较上年末减少19.75%，主要系“16住宅01”及“16住宅03”已于2019年发生回售所致。其中“16住宅01”赎回1.00亿元，存续余额4.00亿元；“16住宅03”全部赎回。2017-2019年公司现金短债比<sup>17</sup>分别为6.81倍、7.30倍和2.17倍，货币资金对短期刚性债务覆盖倍数下降较快。

2020年9月末，该公司刚性债务总额131.51亿元，增长主要来自长期借款和应付债券，期末净负债率为47.72%。同期末，公司短期刚性债务和中长期刚性债务占比分别为26.00%和74.00%，债务期限结构较上年末有所拉长，

<sup>16</sup> 净负债率=(刚性债务-货币资金)/所有者权益\*100

<sup>17</sup> 现金短债比=货币资金/短期刚性债务

现金短债比为 2.68 倍。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业周期（天）	1,600.31	2,176.36	2,134.11
营业收入现金率（%）	100.16	96.64	94.90
业务现金收支净额（亿元）	-10.53	-15.43	24.81
其他因素现金收支净额（亿元）	2.11	13.39	-2.34
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-8.42	-2.04	-5.01
EBITDA（亿元）	14.45	18.24	19.31
EBITDA/刚性债务（倍）	0.22	0.22	0.20
EBITDA/全部利息支出（倍）	4.10	3.93	3.23

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2017-2019 年，该公司营业周期分别为 1,600.31 天、2,176.36 天和 2,134.11 天。因所开发项目多为滚动开发，周期较长，公司存货巨大、去化周期较长。由于收入结转和销售时间不匹配，近三年公司收入集中结转但销售有所放缓，营业收入现金率整体呈下滑趋势，2017-2019 年分别为 100.16%、96.64% 和 94.90%。同期公司业务收支现金净额分别为-10.53 亿元、-15.43 亿元和 24.81 亿元，其中 2017 年和 2018 年大幅净流出主要系公司持续增加土地储备以及新开工项目持续增加所致。2019 年公司收到其他与经营活动有关的现金流主要系收回工程暂扣款及集团外往来款；支付其他与经营活动有关的现金流主要系支付代建款、集团外往来款及其他应付杂项等，近年来经营性现金流中其他因素收支净额有所波动，2017-2019 年其他因素现金收支净额分别为 2.11 亿元、13.39 亿元和-2.34 亿元。其中 2018 年大幅净流入主要系合作开发模式下收到的项目公司其他股东方款项显著增加所致。同期，公司经营环节产生的现金流净额分别为-8.42 亿元、-2.04 亿元和-5.01 亿元。2020 年前三季度，公司经营活动现金净流入 0.99 亿元，较上年同期现金流回正，主要系受疫情影响当期项目建设进度放缓、支出减少所致。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 14.55 亿元、18.24 亿元和 19.31 亿元，主要由利润总额和计入财务费用的利息支出构成，其对利息支出和刚性债务的覆盖程度较强。

## (2) 投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2017 年度	2018 年度	2019 年度
回收投资与投资支付净流入额	21.16	0.68	-1.94
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-1.72	-0.92	1.80
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	0.30
投资环节产生的现金流量净额	19.44	-0.24	3.44

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

该公司持有多家上市公司和非上市企业股权，同时利用闲置资金购买结构性存款产品，与股权和财务投资活动相关的现金流全部反映在投资性现金流中；其他与投资活动有关的现金主要为拍地保证金的现金流入与流出。2017-2019 年，公司投资活动产生的现金净流量分别为 19.44 亿元、-0.24 亿元和 3.44 亿元。其中 2017 年，随着结构性存款产品到期资金的回收<sup>18</sup>和往来款的净流入，公司投资活动产生的现金净流量转负为正。2018 年收回与购买结构性存款的现金流入与流出规模基本平衡。2019 年公司投资支付现金大幅下降，但由于收回投资收到的现金下降幅度更大，当年投资活动净流出 3.44 亿元。2020 年前三季度，公司投资活动现金净流入 0.62 亿元，主要系当期投资支出减少、以及处置可供出售金融资产取得收益所致。

## (3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

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

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

该公司主要通过银行借款筹集资金，2017-2019 年债务类净融资额分别为 10.18 亿元、12.82 亿元和 5.66 亿元，债务融资规模随着业务推进有所波动。公司股东（或子公司其他少数股东）的权益性现金注入较少，2017-2019 年分别流入 1.69 亿元、0.30 亿元和 2.10 亿元，同期公司分配股利支付的现金分别为 2.04 亿元、2.66 亿元和 5.06 亿元，分配股利支付的现金大于股东权益性融入现金，因此权益类融资净额持续为负。同期，公司筹资环节产生的现金流净额分别为 6.70 亿元、10.39 亿元和 1.80 亿元。总体看，随着公司储备项目的集中建设，公司对外部融资依赖较高，未来筹资环节压力或有所上升。

<sup>18</sup> 2016 年，公司将购买银行结构性存款的资金流入流出计入回收投资与投资支付的现金流，而购买银行通知存款的资金流入流出计入其他与投资活动有关的现金流入与流出。2017 年，公司将所有银行理财产品均计入回收投资与投资支付的现金科目。

2020 年前三季度，公司通过银行借款及债券等筹集资金 55.90 亿元，当期筹资环节现金流量净额为 20.61 亿元。

#### 4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比）	257.49	276.81	284.17	336.69
	88.08%	88.80%	86.35%	87.17%
其中：现金类资产（亿元）	70.13	76.63	69.38	91.60
应收账款（亿元）	0.33	0.44	0.56	1.33
存货（亿元）	164.89	180.38	188.41	222.14
其他应收款	14.46	12.33	13.61	8.45
非流动资产（亿元，在总资产中占比）	34.86	34.93	44.94	49.54
	11.92%	11.20%	13.65%	12.83%
其中：在建工程（亿元）	9.36	5.34	5.27	2.27
可供出售金融资产（亿元）	9.21	6.18	9.38	13.81
投资性房地产（亿元）	2.78	10.26	11.76	16.66
长期股权投资（亿元）	1.84	1.76	3.16	0.68
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>8.41</b>	<b>12.32</b>	<b>11.71</b>	<b>0.84</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>2.88</b>	<b>3.95</b>	<b>3.56</b>	<b>0.22</b>

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司资产总额分别为 292.35 亿元、311.74 亿元和 329.11 亿元。公司资产以流动资产为主，同期末占比分别为 88.08%、88.80% 和 86.35%。

2019 年末，该公司流动资产主要包括现金类资产、存货和其他应收款。其中现金类资产 69.48 亿元，包括货币资金 69.38 亿元及应收银行承兑汇票 0.10 亿元，其中不可动用货币资金 0.84 亿元。存货账面价值 188.41 亿元，占资产总额的 57.25%，较上年末增长 4.45%，主要系开发投入加大及土地购置增加所致；主要由在建房地产开发产品（113.93 亿元）、拟开发土地（20.95 亿元）和代建项目（26.33 亿元）构成，分别较上年末变动 30.62%、-65.05% 和 79.12%。其他应收款主要为应收竞拍保证金、履约保证金及关联方往来款<sup>19</sup>，其中三年（含）以下其他应收款占比 83.79%，欠款前五名其他应收款占比 91.70%，主要为应收厦门市万科房地产有限公司、厦门兆旻隆房地产开发有限公司等关联方往来款和清产核资未核销项目。

2019 年末，该公司非流动资产主要包括在建工程、可供出售金融资产、投资性房地产和长期股权投资构成。其中在建工程 5.27 亿元，主要系公司在建办公大楼项目和竞拍的厦门市航空港地块开发项目，较上年末变化不大。可供出售金融资产 9.38 亿元，主要由持有的金达威公司<sup>20</sup>、兴业证券公司和

<sup>19</sup> 公司与其他房地产公司合资成立项目子公司形成关联方。

<sup>20</sup> 全称为“厦门市金达威集团股份有限公司”，股票代码“002626.SZ”，主要从事食品营养强化剂行业原料和保健食品终端产品的生产、销售业务。2019 年实现营业收入 31.92 亿元，归

交通银行股份构成，较上年末上升 32.89%，主要系股价上涨所致。投资性房地产账面价值 11.76 亿元，主要由房屋、建筑物资产构成，较上年末增长 14.58%，主要系在建工程结转所致。长期股权投资账面价值 3.16 亿元，较上年末增长 79.45%，主要系新增对联营企业厦门兆特置业有限公司的股权投资 2.48 亿元所致。

2020 年 9 月末，该公司资产总额为 386.22 亿元，较上年末增长 17.35%；其中流动资产和非流动资产分别占比 87.17% 和 12.83%。同期末，公司货币资金余额 91.60 亿元，较上年末增长 32.03%，系筹集资金入账所致。存货余额 222.14 亿元，较上年末增长 17.90%。其中开发成本余额较上年末增长 8.51% 至 132.00 亿元，占当期末存货余额的比例为 59.42%，增长主要系海玥和鸣和水晶沂庭项目开工所致；开发产品余额较上年末增长 63.49% 至 43.06 亿元，占当期存货余额的比例为 59.42%，增长主要系保利第五湾、水晶湖畔项目完工所致。同期末，公司长期股权投资较上年末下降 2.46 亿元，系当期增持厦门兆特置业有限公司股权，形成非同一控制下企业合并所致。投资性房地产账面价值 16.66 亿元，较上年末增长 41.66%，主要系：（1）万圆中心项目（航空港地块项目）完工，由在建工程转入投资性房地产科目，账面价值增加 3.93 亿元；（2）莲花新城商业及车位转出租，由存货转入投资性房地产科目，账面价值增加 1.32 亿元。

该公司受限资产主要由受限的货币资金和存货构成。其中 2020 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计 0.84 亿元，均为受限货币资金，受限资产占当期末资产总额的比重为 0.22%，受限比例小。

## 5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
流动比率	154.88%	166.91%	155.24%	166.58%
速动比率	53.53%	57.40%	50.38%	55.04%
现金比率	42.18%	46.21%	37.96%	45.32%

资料来源：根据厦门住宅所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司流动比率分别为 154.88%、166.91% 和 155.24%。由于公司存货规模较大，且其中开发成本占比较高，难以短期迅速变现，剔除存货、预付账款和待摊费用影响后，同期末速动比率分别为 53.53%、57.40% 和 50.38%，实际资产流动性一般。总体看公司资产流动性一般，但货币资金较充裕，可对公司到期债务提供一定支撑。

属于上市公司股东净利润 4.54 亿元。

## 6. 表外事项

在购房者房屋的他项权证移交银行之前，该公司需为购房的按揭贷款提供担保，2017-2019年及2020年9月末担保余额分别为87.80亿元、76.13亿元、75.23亿元和77.93亿元，担保比率分别为141.75%、116.37%、106.76%和93.18%。此外，截至2020年9月末，公司未涉及重大诉讼事项。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担投融资、管理职能及市政工程和保障房代建业务。由于房地产开发项目销售资金接受项目所在地国土资源与房产管理局监管，且部分合作项目资金归集需征得少数股东同意，公司未将子公司货币资金统一归集。2019年末，公司本部总资产为131.08亿元，除包括长期股权投资39.45亿元（主要系对子公司投资）之外，主要包括：货币资金余额15.14亿元（含受限0.36亿元），占合并范围货币资金的21.82%；存货账面价值22.72亿元，系代建项目构成，主要厦门园博园项目、杏林湾东岸滨水项目和中华教育园项目；其他应收款账面价值46.95亿元，主要系以往来款形式划拨给子公司的资金。同期末，公司本部负债总额为86.92亿元，其中刚性债务余额为71.86亿元，占合并范围刚性债务的70.55%；所有者权益为44.16亿元。2019年公司本部实现收入0.23亿元，投资收益6.78亿元，净利润4.38亿元；经营性现金净流量为-4.76亿元。公司偿债资金主要来源于本部再融资及子公司拆借资金的回收。

2020年前三季度末，该公司本部总资产为152.15亿元，其中货币资金余额为26.47亿元，占合并范围货币资金的28.90%；存货账面价值27.62亿元，其他应收款账面价值48.53亿元。同期末，公司本部负债总额为108.82亿元，其中刚性债务余额93.21亿元，占合并范围刚性债务的70.88%。2020年1~9月，公司本部实现收入0.05亿元，投资收益1.27亿元，净利润-0.83亿元；经营现金净流出2.65亿元，投资现金净流出0.70亿元，筹资现金净流入14.68亿元。

## 外部支持因素

根据《银行业金融机构联合授信管理办法（实行）》文件，该公司于2020年9月28日签订了《银行业联合授信成员银行与授信企业框架协议》，联合授信总额度为156.00亿元，不再具体细分至各家银行，在总额度内不突破均可授信。截至2020年9月末，公司贷款授信已使用128.20亿元，剩余未使用额度偏低。

## 评级结论

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

受项目建设进度及结转收入的影响，近三年该公司营业收入存在一定波动。得益于结转项目对应土地成本较低，同期毛利率维持在较高水平。2019年及2020年前三季度，公司拍得三块土地，成交均价较高，且部分在售项目及在手土地储备位于三四线城市，在当前市场环境下，去化及盈利面临的不确定性加大。同期公司代建项目垫资压力不大，资金平衡较好；其他业务收入贡献仍较小。

近年来，该公司伴随业务扩展，负债规模有所增加，但近半数债务系商品房销售和代建业务形成的预收款，其实际债务压力尚可控。2020年前三季度，公司发行两期债券融资，以应对即期债务偿付，刚性债务规模迅速攀升，预计短期因素消除后负债水平将有所回落。但公司过于依赖债券融资，易受融资环境变化影响。公司流动资产中房地产开发成本占比较大，资产流动性一般，但公司货币资金较充裕，能为偿还债务提供一定保障。

## 跟踪评级安排

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

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

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

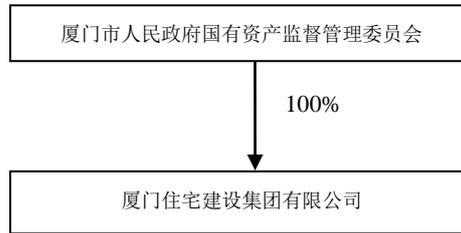
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

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

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

附录一：

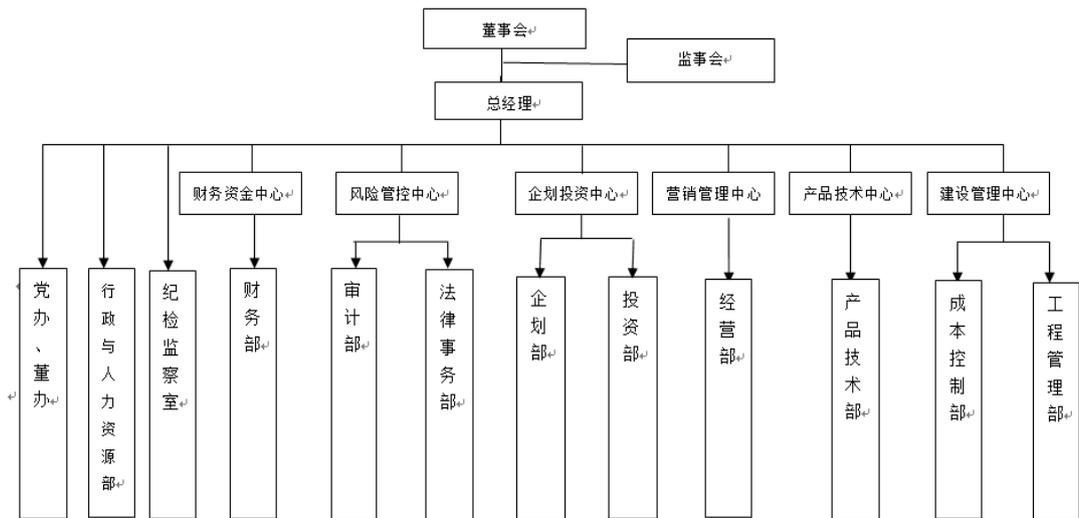
公司与实际控制人关系图



注：根据厦门住宅提供的资料绘制（截至 2020 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据厦门住宅提供的资料绘制（截至 2020 年 9 月末）。

**附录三：**
**相关实体主要数据概览**

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2019年(末)主要财务数据(亿元)					
					货币资金余额(亿元)	刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)
厦门住宅建设集团有限公司本部	厦门住宅本部	本部	—	商品房开发、市政工程及保障房建设、文化产业项目投资与运营等	15.13	71.86	44.16	0.23	4.38	-4.76
厦门特工开发有限公司	特工	核心子公司	100.00%	房地产开发经营	2.09	3.75	19.95	0.17	3.28	-3.88
厦门市东区开发有限公司	东区	核心子公司	100.00%	房地产开发经营	9.71	3.04	19.5	24.46	8.05	6.44
厦门万银投资发展有限公司	万银	核心子公司	100.00%	投资与资产管理	1.88	3.7	8.53	0.63	0.08	1.26
厦门万舜文化产业投资发展有限公司	万舜	核心子公司	100.00%	文化产业	0.8	1.9	2.96	0.33	-0.46	0.62
厦门万嘉翔房地产开发有限公司	万嘉翔	地产项目公司	100.00%	房地产开发经营	0.88	2.31	3.2	1.11	-0.002	-1.40
厦门万特福房地产开发有限公司	万特福	地产项目公司	70.00%	房地产开发经营	7.76	1.15	13.32	24.89	7.58	2.60

注：根据厦门住宅及其子公司 2019 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

**附录四：**
**主要数据及指标**

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年	2020年 前三季度
资产总额 [亿元]	292.35	311.74	329.11	386.22
货币资金 [亿元]	70.13	76.63	69.38	91.60
刚性债务[亿元]	72.44	89.72	101.85	131.51
所有者权益 [亿元]	61.94	65.42	74.15	83.63
营业收入[亿元]	62.39	62.00	70.31	32.92
净利润 [亿元]	7.06	7.98	8.36	5.69
EBITDA[亿元]	14.45	18.24	19.31	—
经营性现金净流入量[亿元]	-8.42	-2.04	-5.01	0.99
投资性现金净流入量[亿元]	19.44	-0.24	-3.44	0.62
资产负债率[%]	78.81	79.01	77.47	78.35
权益资本与刚性债务比率[%]	85.51	72.91	72.80	63.60
流动比率[%]	154.88	166.91	155.24	166.58
现金比率[%]	42.18	46.21	37.96	45.32
利息保障倍数[倍]	4.01	3.65	3.05	—
担保比率[%]	141.75	116.37	106.76	93.18
营业周期[天]	1,600.31	2176.36	2,134.11	—
毛利率[%]	44.85	53.25	55.09	51.35
营业利润率[%]	18.11	22.13	19.31	25.53
总资产报酬率[%]	5.14	5.60	5.68	—
净资产收益率[%]	11.70	12.53	11.98	—
净资产收益率*[%]	10.02	6.85	10.25	—
营业收入现金率[%]	100.16	96.64	94.90	138.20
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-5.43	-1.23	-2.87	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	5.13	-0.96	-3.37	—
EBITDA/利息支出[倍]	4.10	3.93	3.23	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.22	0.22	0.20	—

注：表中数据依据厦门住宅经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年前三季度财务数据整理、计算。

**指标计算公式**

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]) +365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

## 附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015版）》（发布于2015年12月）
- 工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS001（发布于2019年8月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。