厦门中骏集团有限公司
2015 年公司债券（第一期）信用评级报告

大公报 D【2015】688 号

公司债券信用等级：AA
主体信用等级：AA
评级展望：稳定

发债主体：厦门中骏集团有限公司
发行规模：本次债券发行总额不超过 35 亿元，首期发行金额不超过 20 亿元，可超额配售不超过 15 亿元
债券期限：本次债券发行期限不超过 5 年，首期发行期限为 5 年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：偿还金融机构借款，补充流动资金

主要财务数据和指标　　（人民币亿元）

项 目	2015.6	2014	2013	2012
总资产	245.57	249.03	206.44	149.70
所有者权益	101.00	94.48	70.06	55.88
营业收入	51.91	69.50	68.58	36.32
利润总额	11.57	18.79	18.48	12.27
经营性净现金流	16.19	10.19	28.70	6.50
资产负债率（%）	58.87	62.06	66.06	62.67
债务资本比率（%）	27.79	32.91	35.86	28.96
毛利率（%）	32.96	37.36	32.97	37.37
总资产报酬率（%）	4.79	7.64	9.03	8.23
净资产收益率（%）	8.19	14.53	19.74	17.35
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	5.86	2.57	10.21	3.03
经营性净现金流/总负债（%）	10.83	7.01	24.94	6.93

注：2015 年 6 月财务数据未经审计。

评级观点

厦门中骏集团有限公司（以下简称“厦门中骏”或“公司”）主要从事房地产开发业务。评级结果反映了公司战略布局较为清晰，投资模式灵活，区域内品牌知名度较高等优势；同时也反映了房地产行业整体面临结构性调整压力，公司项目集中于泉州地区，存在一定去化压力等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1～2 年，公司整体经营规模将保持平稳增长。综合来看，大公对厦门中骏的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司深耕泉州周边福建市场，坚持区域聚焦策略，特别关注一线城市和有潜力的二线城市进入，战略布局清晰；
- 公司项目投资模式灵活，并制定了相对完善的项目管理制度，注重提升产品质量和落实成本控制；
- 公司推盘及营销节奏较为稳健，在福建当地具有较强的品牌知名度；
- 2012 年以来，公司营业收入及利润逐年增长，盈利能力较强。

主要风险/挑战

- 房地产行业近期受宏观政策调控影响，行业虽现回暖迹象，但整体仍面临结构性调整压力；
- 公司土地储备及项目主要集中于泉州地区，当地房地产市场竞争激烈，存在一定去化压力。

评级小组负责人：郑孝君
评级小组成员：马　红　王晶晶
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年八月十一日

大公保留对本次债券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

厦门中骏前身为厦门中骏实业有限公司（以下简称“中骏实业”），由中骏集团（香港）有限公司（以下简称“香港中骏”）独资设立，初始注册资本为1.50亿港元。2008年，中骏实业更名为厦门中骏集团有限公司，后经多次增资，公司注册资本为16.70亿港元，法定代表人为郑晓乐。公司是香港中骏全资子公司，自然人黄朝阳通过股权实际控制香港中骏，是公司的实际控制人。

公司为外商独资企业，总部位于福建省厦门市，主营业务以住宅地产开发为主，商业地产开发为辅，早期业务布局福建泉州及厦门地区，2010年公司开始进入北京、上海等一线城市，截至2015年6月末，公司开发的项目覆盖全国10个城市。公司下属子公司拥有房地产一级开发资质，是中骏置业控股有限公司（《2015中国房地产开发企业500强测评研究报告》TOP50第48位[1]，股票代码1966.HK，以下简称“中骏置业”）旗下的境内核心成员企业，是中骏置业在国内房地产业务的运营与管理的主要平台。截至2015年6月末，公司纳入合并报表范围内的子公司共有43家。

发债情况

债券概况

本次债券是厦门中骏面向合格投资者发行的公司债券，发行金额为不超过35亿元人民币，分期发行，发行期限不超过5年（含5年）。首期发行金额不超过20亿元人民币，可超额配售不超过15亿元，发行期限为5年。本次债券采用单利按年计息，不计复利，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。

本次债券无担保。

募集资金用途

本次公司债券35亿元募集资金中18.60亿元用于偿还金融机构借款，优化债务结构，16.40亿元用于补充流动资金。

宏观经济和政策环境

2014年以来，国民经济运行总体保持平稳，经济增速有所放缓，但主要指标仍在合理区间；短期内，我国经济下行压力仍较大，长期来看仍将在中高速区间内持续运行

2014年，我国实现国内生产总值636,463亿元，同比增长7.4%，增速同比回落0.3个百分点。分产业看，第一产业增加值58,332亿元，

[1] 由中国房地产研究会、中国房地产业协会、中国房地产测评中心三家单位联合主办。

比上年增长 4.1%；第二产业增加值 271,392 亿元，增长 7.3%，全国规模以上工业增加值按可比价格计算同比增长 8.3%，增速同比回落 1.4 个百分点，工业生产继续运行在合理区间；第三产业增加值 306,739 亿元，增长 8.1%，占国内生产总值的比重为 48.2%，比上年提高 1.3 个百分点，高于第二产业 5.6 个百分点，产业结构更趋优化。2015 年一季度，我国实现国内生产总值 140,667 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.0%，增速同比回落 0.4 个百分点，环比下降 0.3 个百分点，一季度国民经济运行总体仍保持平稳。分产业看，第一产业增加值 7,770 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 60,292 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 72,605 亿元，增长 7.9%。从产业结构看，第三产业比重进一步提高。整体来看，2014 年以来，我国经济增速有所回落，但主要指标仍在合理区间，结构调整仍稳步推进，转型升级步伐势头良好。

从经济景气度看，2015 年 3 月份中国制造业 PMI 终值为 50.1%，比上月回升 0.2 个百分点，重回扩张区间。分企业规模看，大型企业表现依然稳定，PMI 为 51.5%，比上月上升 1.1 个百分点，稳中有升，是制造业生产增长的有力支撑；中、小型企业 PMI 双双回落，持续低于临界点，生产经营过程中的困难依然较大。虽然 PMI 小幅回升，但涨幅低于往年同期水平，同时新订单指数和新出口订单指数均小幅回落，国内外市场需求仍显偏弱，制造业存在一定下行压力。非制造业商务活动指数为 53.7%，虽比上月小幅回落 0.2 个百分点，但近期走势总体稳健，表明我国非制造业继续保持平稳增长态势。

从外部环境来看，全球经济仍处于深刻的再平衡调整期，总体温和复苏，但增长动力依然不足，主要经济体经济表现和宏观政策分化明显，地缘政治等非经济扰动因素增多。具体来看，美国经济复苏势头较为强劲，欧元区经济整体走弱且面临通缩压力，日本经济受政策影响波动明显，新兴市场经济体增长普遍放缓。

针对经济下行压力增大，2014 年四季度以来，国家加大货币政策定向调控。在继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，央行通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构；同时国务院先后颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资贵、融资难的问题。

总的来看，我国经济仍处在增速放缓、转型提质的“新常态”。传统产业的去库存化、去产能化还需要一个过程，新生动力的成长和接续也需要一个过程，短期内经济下行压力仍较大。长期来看，随着新型工业化、城镇化、农业现代化和信息化协同推进，宏观政策的调控方式的创新和完善，我国经济仍将在中高速区间内持续运行。

行业及区域经济环境

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，近期受宏观政策调控影响，行业虽现回暖迹象，但中长期需求仍面临结构性调整

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，从历史波动周期观察，除非出现显著的外部冲击，房地产市场面临的常态格局主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、住房结构以及土地政策等多方面，直接或间接对房地产行业发展产生一定的制约影响。

2011 年下半年起，中央政府先后颁布多项房地产限制政策，从而抑制了全国范围的住宅价格上涨，投资性购房需求随之下降，导致新房库存量逐渐增加。然而，随着住房供需关系的改变以及房价快速上涨趋势的结束，房地产行业调控政策也由抑制市场过热的单边调控转向因地制宜的双向调控。2014 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性。同年 5 月，中国人民银行（以下简称“央行”）强调合理配置信贷资源，优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求，明确表示将保护合理的自住购房需求。

2015 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中再次提出，我国房地产行业政策面将延续 2014 年以来的市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。由此，2015 年对房地产行业调控政策的有限松绑和更为明确的调整方向，使得行业呈现出一定回暖迹象，这有利于该行业的在市场化运作中将保持整体平稳发展，但中长期需求仍面临结构性调整。

在经济发展新常态下，我国房地产行业已步入调整期，局部市场供需矛盾越发凸显，区域库存去化难度加大；从长期发展来看，城镇化建设是我国房地产发展的重要驱动力，城镇化率的提升带动城市住宅需求增长，为房地产企业提供发展空间

2014 年我国国民经济增速有所下滑，商品房限贷限购等调控措施持续影响，房地产市场交易活跃度随之下降，全年商品房成交金额与成交面积同比分别下滑 6.3%和 7.6%，成交均价同比小幅上升 1.4%，待售面积同比上升幅度达 26.1%[2]，行业存货去化压力有所增加。

面对商品房成交规模的下滑，我国各地方政府自 2014 年 5 月以来陆续解除了限贷限购政策，截至 2014 年末，在全国 46 个发布过“限购令”的城市中，仅有北京、上海、广州、深圳和三亚 5 个城市仍继续执行限购，其余 41 个城市已全部取消限购。自 2014 年 9 月起，中央政府通过采取放宽首套房认定标准、放松公积金贷款条件和降准降息等一系列调控措施扶植刚性购房需求，成交量较 2014 年上半年有所

[2] 数据来源：国家统计局《2014 年全国房地产开发和销售情况》。

回升。2014 年 12 月，全国主要城市成交面积同比增长 9.8%，环比增长 21.2%，其中 34 个城市商品房成交面积环比有所上涨，而部分城市依然下跌，城市间分化趋势进一步凸显。2015 年一季度，全国商品房销售面积为 18,254 万平方米，同比下降 9.2%，但跌幅呈现出收窄趋势。

表 1　2009～2014 年我国城镇化建设发展情况（单位：亿人、%）

项目	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年	2010 年	2009 年	复合增长率
总人口	13.68	13.61	13.54	13.47	13.41	13.35	0.49
城镇人口	7.49	7.31	7.12	6.91	6.66	6.22	3.79
城镇化率	54.75	53.71	52.58	51.30	49.66	46.59	-

数据来源：国家统计局

2008～2014 年，我国房地产开发投资额从 31,200 亿元增至 95,036 亿元，年均复合增长率为 32.11%，带动我国房地产市场快速发展的动力主要来源于城镇化建设。2014 年末，我国城镇化率为 54.77%，较 2008 年提升 9 个百分点；城镇总人口数为 7.49 亿人，较 2008 年增加 1.42 亿人，城镇人口数量的增加有效带动了城市住房需求的增长。根据 2014 年 3 月我国颁布的新型城镇化规划，预计 2020 年我国常住人口城镇化率将达到 60%左右，在 2020 年以前将有约 1 亿农村人口转为城镇常住人口。据此判断，从长期发展来看，城市住房需求将继续保持增长。

此外，自 2015 年 3 月 1 日起，我国开始实施不动产登记制度，农村土地征收与集体经营性建设用地陆续入市有助于增加土地供应，缓解地价上升压力，在降低房价的同时促使城市保障房更倾向于农民工，进而加速全国整体城市化水平。

信贷政策是我国房地产宏观调控的重要抓手，央行下调金融机构存贷款基准利率和存款准备金率有助于缓解房地产企业资金成本压力

信贷政策是我国房地产宏观调控的重要抓手。由于房地产行业高度依赖于大额投资带动发展，因此即使货币政策发生微调也会对房地产企业资金成本造成较大影响。我国自 2010 年下半年起实施紧缩货币政策，各期限档次贷款基准利率随之上升，并于 2011 年 7 月达到周期峰值。

从长期宏观经济来看，由于我国国民经济增速持续放缓，截至 2014 年 10 月，我国生产价格指数 PPI 已连续 32 个月呈现负增长，宏观经济面临一定的“通缩”压力。由于实体经济的发展现状需要适度宽松的货币政策予以支持，特别是当经济面临较大下行压力时，缓解企业融资问题，避免出现金融风险将变得尤为重要。基于多重因素考虑，2014 年 11 月 22 日，央行将一年期贷款基准利率下调 40 个基点至 5.60%，一年期存款基准利率下调 25 个基点至 2.75%，有效降低了贷款定价基准，并带动债券等其他金融产品的定价下调，有利于引导金融机构降低房地产企业的融资成本，在一定程度上缓解资金压力。此外，国内债券市场融资渠道的适当放宽也将拓展房地产企业的融资途径，通过多元化融资调整债务结构，从而在一定程度上缓解房地产企业的资金成本压力。

表 2　2011～2015 年我国人民币贷款基准利率调整情况（单位：%）

项目	2015.06	2015.05	2015.02	2014.11	2012.07	2012.06	2011.07	2011.04
≦1 年[3]	4.85	5.10	5.35	5.60	6.00	6.31	6.56	6.31
(1,5]年[4]	5.25	5.50	5.75	6.00	6.40	6.65	6.90	6.65
>5 年	5.40	5.65	5.90	6.15	6.55	6.80	7.05	6.80

数据来源：中国人民银行

总体来看，央行降息配合首套房认定标准的修订，在降低购房者月供负担的同时，也在一定程度上增强了住宅类商品房的交易预期，从而有助于开发商加速消化库存，缓解资金压力。然而，由于降息调整的动机源于房地产市场供过于求，因此住宅市场调整的趋势不会发生改变。根据目前市场情况看，一线城市的房价涨跌，其关键因素在于各城市的去库存状况和后续金融政策的变化，去库存较快的城市，其房价回升的速度也将相对较快。

2014 年末至 2015 年一季度，央行先后借助 SLO 和 MLF 等流动性调节工具累计释放流动性 13,300 亿元，同时将金融机构存款利率浮动区间上限上调至 1.3 倍，继续推进利率市场化改革。为进一步增强金融机构支持结构调整的能力，2015 年 4 月 20 日，央行下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，成为自 2008 年 12 月以来的最大幅度单次降准。预计 2015 年全年，央行将在稳健的货币政策基础上，保持适度宽松。同时，住建部在全国住房公积金管理会议中明确要提高资金使用效率，进一步降低门槛，增加公积金贷款额度，以刺激自住、改善性需求积极入市。预计通过多种的货币政策逐步宽松金融信贷组合效应，将推动房地产市场平稳发展。

近年来，我国房地产企业经营业绩逐渐分化，领军企业竞争优势愈发明显，行业集中度有所提升

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显，行业集中度不断提升。继 2011 年万科签约金额突破千亿元以来，2012 年绿地控股集团有限公司、保利房地产(集团)股份有限公司和中国海外发展有限公司的签约金额亦突破千亿元。2013 年，大连万达集团股份有限公司、碧桂园控股有限公司和恒大地产集团有限公司（3333.HK）同样跻身年签约金额千亿元企业行列，成为我国房地产市场第一梯队。由于大型房地产企业拥有广泛优质的客户基础与社会资源，在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，2012 年以来，无论从销售金额还是销售面积来看，

[3] 2014 年 11 月 22 日，中国人民银行宣布降息并简化合并存贷款基准利率的期限档次，将贷款基准利率简并为一年以内（含一年）、一至五年（含五年）和五年以上三个档次。以后不再公布六个月以内（含六个月）、六个月至一年（含一年）、一至三年（含三年）和三至五年（含五年）四个期限档次的贷款基准利率。2010 年 10 月～2012 年 7 月，一年以内（含一年）贷款基准利率取自调整前“六个月至一年（含一年）”的短期贷款基准利率。
[4] 2010 年 10 月～2012 年 7 月，“一至五年（含五年）”贷款基准利率取自调整前“三至五年（含五年）”的中长期贷款基准利率。

排名前 50 位的房地产企业集中度均在逐年提升，其中 2014 年排名前 10 位的房地产企业销售金额占国内房地产企业销售金额总计的 17.19%。因此，预计未来 3～5 年，强者恒强的竞争格局将进一步提升行业集中度。

表 3　2011～2014 年中国房地产企业集中度情况（单位：%）

级别	2014 年	2013 年	2012 年	2011 年
房地产企业销售金额集中度[5]				
TOP10 企业	17.19	13.72	12.76	10.75
TOP20 企业	23.15	18.88	17.98	14.97
TOP50 企业	31.65	26.23	24.57	20.91
TOP100 企业	38.87	-	-	-
房地产企业销售面积集中度				
TOP10 企业	10.51	8.62	7.72	5.78
TOP20 企业	13.74	11.46	10.38	7.66
TOP50 企业	18.85	15.88	14.21	10.57
TOP100 企业	22.43	-	-	-

数据来源：中国房产信息集团（CRIC）、克而瑞研究中心

泉州市地理位置优越，经济总量位居福建省首位，为房地产企业的发展提供了良好的空间；泉州区域全国性房地产企业竞争激烈，商品房供应不断增长，存在一定去库存压力

泉州市地处福建省东南部，北承福州，南接厦门，东望台湾宝岛，是我国古代海上丝绸之路的起点，地理位置优越。泉州市共辖 4 个区，3 个县级市，5 个县和泉州经济技术开发区、泉州台商投资区，区域内有包括“劲霸”、“安踏”、“九牧王”、“恒安”等多家全国知名品牌总部及工厂，民营经济较为发达。泉州经济总量连续 16 年位居福建省首位，2014 年，泉州 GDP 达到 5,733.36 亿元，同比增长 10.1%，固定资产投资 2,940.25 亿元，同比增长 17.5%；城镇居民人均可支配收入和农民人均可支配收入分别达 34,820 元和 14,586 元。2014 年，泉州市辖的晋江市、南安市、惠安县及石狮市位列福建省内 GDP 排名前五位，经济实力雄厚，为房地产企业提供了良好的发展空间。

2014 年，泉州市房地产开发投资完成额为 775.95 亿元，同比增长 32.5%；商品房供应 1,212.1 万平方米，同比增长 12.3%；商品房销售面积 801.73 万平方米，同比下降 11.8%；全市商品房销售均价 6,804 元/平方米，同比增长 1.3%，市区均价 8,448 元/平方米，同比增长 2.0%，整体价格基本保持平稳。2014 年，泉州城镇常住人口 844 万人，常住人口城镇化率 62.9%。同时，尽管发达的地方经济带动省内及省外流动人口进入泉州规模较大，但流动人口很难成为当地商品房的主流购买

[5] 金额集中度=企业销售金额/统计局公布的全国商品房销售金额；面积集中度=企业销售面积/统计局公布的全国商品房销售面积

力。泉州房地产市场需求有限而不断增加的商品房供应量是泉州房价保持在二线城市较低水平及房地产企业去化难度大的主要原因。

泉州市城镇化速度的加快以及当地大量优质品牌企业吸引了大量全国性房地产企业进入泉州房地产市场。除万科地产、世茂股份、碧桂园等一线全国性房地产企业进入泉州外，泉州区域本土开发商包括中骏置业、禹洲地产、宝龙地产等凭借当地的口碑优势加剧了泉州房地产市场的竞争激烈程度。总体来看，泉州房地产市场供货量充足，竞争较为激烈，房价趋于平稳；深耕当地市场，做精做细产品将有利于泉州本土开发商提升市场占有率。

经营与竞争

公司主要从事住宅及商业地产开发业务，房地产销售是主要的收入和利润来源；2012 年以来，随着房地产经营规模的扩大，公司营业收入和毛利润逐年增长，毛利率有所波动

公司主要从事住宅及商业地产开发业务，2012～2014 年，公司营业收入及毛利润逐年增长，综合毛利率有所波动；房地产销售包含住宅地产及商业地产销售，是公司收入和利润的主要来源，占营业收入比重保持在 95%以上。其他业务收入主要来自建材销售、租赁及物业管理。

表 4　2012～2014 年及 2015 年 1～6 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1～6 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**51.91**	**100.00**	**69.50**	**100.00**	**68.58**	**100.00**	**36.32**	**100.00**
房地产销售	50.54	97.36	67.38	96.95	66.60	97.11	35.01	96.39
其他	1.37	2.64	2.12	3.05	1.98	2.89	1.31	3.61
毛利润	**17.11**	**100.00**	**25.97**	**100.00**	**22.61**	**100.00**	**13.57**	**100.00**
房地产销售	16.16	94.45	24.60	94.72	21.53	95.22	12.57	92.63
其他	0.95	5.55	1.37	5.28	1.08	4.78	1.00	7.37
综合毛利率		**32.96**		**37.36**		**32.97**		**37.37**
房地产销售		31.98		36.51		32.33		35.92
其他		69.15		64.50		54.56		76.13

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司房地产销售收入主要来自住宅地产销售，商业地产销售收入主要来自泉州世界城项目，占比很小。2013 年，公司房地产销售收入同比大幅增长，主要由于当年房地产项目竣工交楼面积快速增长带动房产销售收入结算增加；2014 年，该板块收入同比变化不大。租赁及物业管理业务收入占营业收入比重较小，但逐年均有所增长，其中租赁收入主要来自泉州世界城项目中商铺出租。

从毛利率来看，2012～2014年，公司综合毛利率有所波动，其中2013年同比下降4.40个百分点。分板块来看，2012～2014年，公司房地产销售业务毛利率有所波动，其中2013年受土地及开发成本上升影响，该板块毛利率有所下降，2014年结算项目价格有所上升带动毛利率有所回升。

2015年1～6月，公司营业收入51.91亿元，毛利润17.11亿元，毛利率32.96%。[6]预计未来1～2年，随着公司重点布局一、二线城市战略的继续实施，公司经营规模将进一步扩大。

公司深耕泉州周边福建市场，土地储备主要集中于泉州，存在一定去化风险；公司坚持区域聚焦策略，特别关注区域内一线城市和有潜力的二线城市进入，战略布局清晰；产品线定位清晰，满足公司快速开发的需求

公司早期总部设于泉州，因此项目主要集中于泉州及周边地区，经过多年深耕发展，已成为泉州地区最大的房地产开发商。后业务不断拓展至厦门、漳州等泉州周边福建市场，目前总部设于厦门岛内。2013年公司开始注重聚焦环渤海、长三角，特别关注区域内一线城市，如北京、上海，和有潜力的二线城市，如天津、南昌等，战略布局清晰。公司选择城市进入前，主要考察包括城市经济基础、产业结构、区位交通、人口导入能力等多个方面，综合理性评估拿地进入的可行性。

表5　截至2015年6月末公司土地储备情况（单位：万元、平方米）

区域	已取得国有土地使用权证的土地储备可建建筑面积	已取得国有土地使用权证的土地储备权益可建建筑面积
厦门	382,756	76,551
泉州	2,625,019	1,875,879
漳州	442,320	442,320
龙岩	150,244	150,244
南昌	288,139	288,139
燕郊	424,777	233,627
临汾	446,480	312,536
上海	522,524	167,226
北京	38,195	38,195
合计	**5,320,454**	**3,584,717**

数据来源：根据公司提供资料整理

截至2015年6月末，公司已获取国有土地使用权、开发经营权或土地业权的可建建筑面积约为532.05万平方米，地价已全部支付，其中在建的面积占比最大。从分布位置来看，公司土地储备仍主要集中

[6] 公司未提供2014年半年度财务报表，故不进行同比。

于泉州及周边福建地区，在北京、上海等一线城市土地储备较少。

经过多年的产品专业打造及提炼，公司坚持面向合理自住需求，已经形成包括住宅（四季系列、蓝湾系列、天字系列）和商业（世界城）两大类产品体系。其中，住宅产品以四季系列和蓝湾系列为主，关注刚性需求及首次改善性需求。公司对三大住宅产品线在户型、面积、建筑标准、小区会所、大堂、前室装修及景观建设标准等方面均已形成相应的标准化文件，以满足公司快速开发的需求。商业类产品为以自持为主的泉州世界城，该项目涵盖体验式购物中心、商铺和SOHO，总面积31.70万平方米，其中自持面积16.66万平方米，于2012年开始预售，2014年商铺及SOHO分别确认收入5.87亿元和6.15亿元。

表6 公司住宅产品线情况

产品系列	业态特点	代表项目
四季系列	小面积、低总价、周转快，适合首次置业刚需型客户	四季阳光、四季花城
蓝湾系列	面积、总价适中、周转较快，地理位置较好，适合首次改善型客户	蓝湾半岛、蓝湾香郡
天字系列	面积、总价较高，有特殊的景观或区位优势，单盘面积较小，豪宅产品，适合高端优质客户	天誉、天峰

资料来源：根据公司提供资料整理

公司项目投资模式灵活，并制定了相对完善的项目管理制度，注重提升产品质量和落实成本控制

2012年以来，公司除通过招拍挂方式取得土地外，另有多个项目为合作投资开发。合作开发模式主要包括三种，一种为由当地行业龙头实业公司取得土地，但由于其不具备房地产开发资质或经验而让渡项目控制权，由公司操盘开发，土地成本相对较低；第二种为公司与包括万科、龙湖在内的多家大型房地产开发企业合作，共同拿地开发，分担项目风险；第三种为引入战略投资者，与香港财团合作，由公司承担全部项目运营。“强强联合”的投资模式有利于公司分散包括成本风险、开发风险在内的房地产行业风险，灵活的投资开发模式将带动公司开发规模进一步扩张。

项目管理方面，公司设置企划经营部对项目的开发计划及开发过程中出现的变更进行协调与考核，项目采取四级管理模式，从总部到区域子公司到子公司具体部门最后责任到个人或小组，各级职能及责任分配明确，确保项目进度及质量。流程管控过程公司主要通过项目启动会、施工会、开工会、开盘会、交房会和总结会实现工作前置、信息共享、细化和标准化管理，有利于实现运营的高效率和各阶段成果的有效累积。成本控制方面，公司针对各项目成立跨部门成本管理小组，对项目各个阶段的成本变动进行分析及控制，在项目开工后对项目成本变化情况进行每月检测，并在项目工程验收合格后对建设成

本差异进行分析，加入公司成本数据库，为公司未来项目开发提供成本管理参考。

总体来看，公司项目投资模式较为灵活，并制定了相对完善的项目管理制度。

公司推盘及营销节奏较为稳健，2012 年以来，公司销售业绩逐年增长，其中泉州及厦门占比较大，在当地具有较强的品牌知名度

从营销方面来看，公司在进入区域市场前期即对当地市场进行调研，依据市场需求进行产品定位，注重包括园林、间距、建筑朝向等细微处人性化设计，提升产品抗风险能力，依靠产品自身品质实现稳健的营销节奏。从销售区域来看，福建省始终是对公司整体销售业绩贡献最高的省份，其中泉州占比最高。2012～2014 年，公司在泉州的销售额占比分别为 45.00%、51.79%和 51.90%。截至 2015 年 6 月末，公司已取得商品房预售许可证的未售面积约 100.45 万平方米。

表 7　公司房地销售面积及金额城市分布情况（单位：万平方米、亿元）

区域	销售面积			销售金额		
	2014 年	2013 年	2012 年	2014 年	2013 年	2012 年
厦门	10.62	24.34	35.04	15.56	40.46	32.74
泉州	47.20	55.47	35.58	43.43	53.77	30.89
漳州	4.37	8.89	0.90	3.53	5.49	0.77
龙岩	5.97	3.08	-	3.43	2.31	-
南昌	9.87	-	-	7.55	-	-
燕郊	9.76	-	-	8.53	-	-
临汾	2.00	2.87	0.03	1.26	1.63	0.02
唐山	0.33	0.42	2.47	0.39	0.17	4.23
合计	**90.12**	**95.07**	**74.02**	**83.68**	**103.83**	**68.65**

数据来源：根据公司提供资料整理

2012～2014 年，公司销售面积主要集中于二、三线城市，如泉州、厦门，及一线城市周边，如燕郊、唐山。2015 年起，公司将在一线城市重点布局，如计划在上海推出总建筑面积为 7.84 万平方的高端住宅产品上海中骏天誉，包括 7 幢精装高层住宅及 31 套联排别墅；以及位于上海虹桥商务区的高端商业办公项目上海中骏广场，总建筑面积 44.41 万平方米，计划于 2015 年下半年推出预售等项目。预计未来公司销售项目将逐步向一、二线城市转移，将推动公司收入及利润继续增长。

表 8　2012～2014 年及 2015 年 1～6 月房地产业务主要运营数据

项目	2015 年 1～6 月	2014 年	2013 年	2012 年
新开工面积（万平方米）	30.26	107.36	177.17	96.85
竣工面积（万平方米）	124.83	72.36	112.00	42.33
签约销售面积（万平方米）	51.83	90.12	95.07	74.02
签约销售金额（亿元）	40.23	83.68	103.83	68.65
销售均价（元/平方米）	7,762	9,285	10,921	9,275

数据来源：根据公司提供资料整理

2012～2014 年，公司新开工面积受政策影响而大幅波动，其中 2013 年在房地产行业销售持续回暖的态势下，公司新开工面积 177.17 万平方米，同比增长 82.93%；2014 年受宏观调控及行业政策影响，公司为缓解去库存压力，拿地节奏有所放缓，新开工面积下降。同期，公司竣工面积、签约销售面积及签约销售金额均有所波动，其中 2013 年得益于对入市时机的准确判断及推盘节奏的有效把握，公司签约销售面积及签约销售金额分别增长 28.44%和 51.25%。2014 年，受房地产行业整体景气度下滑影响，公司签约销售情况有所下降。

销售价格方面，2012～2014 年，公司合同销售均价基本保持稳定。根据 2014 年公司销售数据，单价在一万元/平方米以下的价格区间是公司房产销售的主力价格区间，该区间的住宅产品销售贡献度接近 60%。另外，公司有 40%的销售业绩落在了单价一万至两万元/平方米的住宅产品，成为公司第二主力销售价格段。因此相对而言，公司在二三线城市中端产品方面的价格更具竞争优势，体现出更高的产品性价比。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至 2015 年 6 月末，公司注册资本为 16.70 亿港元，香港中骏持有公司 100.00%的股权，实际控制人为黄朝阳。

公司建立了较为健全的法人治理结构，不设股东大会，设董事会、董事长一名，董事两名，监事一名，由管理层负责公司的日常经营管理，设总经理一名，对董事会负责，并设置了与公司生产经营相适应的组织职能机构。公司通过制定一系列的制度规定等，使法人治理的框架更趋合理和完善，决策机制更加公开、透明、高效，保障了公司的日常运营。

战略与管理

公司作为中骏置业旗下核心的境内资产管理平台，落实母公司的战略发展方针，在福建泉州大本营的基础上，积极布局国内一、二线城市，战略布局清晰。项目管理方面，公司专设运营企划部，协调项

目中涉及的各部门工作，有效提升了项目管理效率。经过多年的房地产开发经验积累及清晰的产品系列定位，公司对各类产品均形成了标准化的设计定位，并能够根据产品所在区域市场需求灵活调整，在一定程度上避免单一复制带来的去库存压力。公司整体的管理为总部－区域－项目公司三级管理模式，高层管理人员全部由中骏置业委派高管担任，具备较强的专业素质及管理能力。

抗风险能力

公司主要从事房地产开发业务，经营前期主要深耕泉州、厦门市场。2012 年以来，由于三、四线城市需求有限且受行业风险影响较大，公司战略布局向一、二线城市转移，并结合清晰的产品定位及灵活的投资开发模式，逐步打开福建省外市场，经营规模整体发展较快。公司项目的推盘及拿地节奏较为稳健，2012 年以来，签约销售金额有所波动，在泉州及周边区域具有较高的品牌知名度。综合来看，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2012～2014 年财务报表，安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）公司 2012～2014 年财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年 1～6 月财务报表未经审计。

资产质量

2012 年以来，公司资产规模逐年增加，资产结构始终以流动资产为主，随着土地储备规模及房地产开发规模的扩大，公司存货规模增长较快

2012 年以来，公司资产规模逐年增加。资产构成方面，流动资产占总资产比重保持在 68%以上，其中存货占流动资产比重保持在 65%左右，大部分为在开发的项目，现房类存货比重不大。

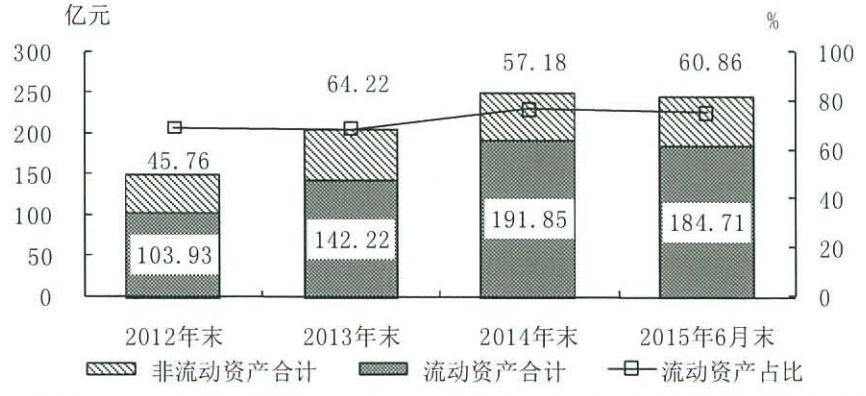


图 1　2012～2014 年末及 2015 年 6 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金等构成。

2012～2014年，公司其他应收款逐年增长。2014年末，公司其他应收款为24.42亿元，主要为应收关联方及非控股股东往来款等，受关联方项目开发影响而同比大幅增长95.00%。货币资金亦逐年增长，2014年末为35.90亿元，占流动资产比重较高，达到18.71%，主要为银行存款，占货币资金比重超过99%，受限的货币资金为9.31亿元，主要为房地产预收款受限资金及保证金。2015年6月末，公司其他应收款为37.09亿元，较2014年末增长12.67亿元；货币资金为25.14亿元，较2014年末减少10.76亿元。

表9　2014年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	与公司关系	款项性质	金额	账龄	占比
上海中骏创富房地产有限公司	关联方	往来款	4.25	1年以内	17.41
厦门辉宏达发展有限公司	非关联方	往来款	3.98	1年以内	16.29
厦门泰连贸易有限公司	关联方	往来款	3.40	1年以内	13.92
鞍山中骏房地产开发有限公司	关联方	往来款	3.27	1年以内	13.38
浦西控股有限公司	非关联方	往来款	2.74	1年以内	11.24
合计	-	-	**17.64**	-	**72.24**

2012～2014年，公司存货规模逐年上升。2014年末，公司存货为123.71亿元，同比增长39.78%，其中开发成本、开发产品占比分别为81.08%和18.92%，未计提跌价准备，2014年末75.66亿元存货处于抵押状态。2015年6月末，公司存货为119.54亿元，较2014年末减少4.17亿元。

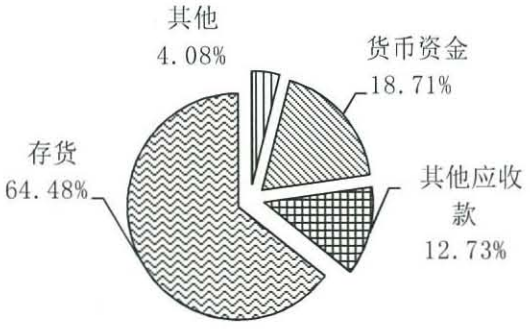


图2　2014年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要由投资性房地产、无形资产、长期股权投资等构成。

2012～2014年末，公司投资性房地产逐年增长，全部为商业物业，按中期租赁持有。2014年末，公司投资性房地产为29.68亿元，为房屋、建筑物，按公允价值计量，同比增长13.45%。2015年6月末，公司投资性房地产较2014年末无变化。

2012～2014年末，公司无形资产逐年略有波动。2014年末，无形资产为18.67亿元，主要为土地使用权等，同比减少10.69%。2014年

末，公司长期股权投资为 5.14 亿元，同比大幅增加 3.82 亿元，主要是为进入上海市场，公司当年新增对上海中骏创富房地产有限公司 3.60 亿元投资所致。2015 年 6 月末，公司无形资产为 22.74 亿元，较 2014 年末增加 4.07 亿元，长期股权投资较 2014 年末变化不大。

从资产受限情况看，截至 2015 年 6 月末，公司所有权受限的资产账面价值合计约 67.73 亿元，占期末公司总资产的 27.58%，主要为用于获取抵押贷款的存货。

2013～2014 年[7]，公司应收账款周转天数分别为 21.43 天和 18.66 天，应收账款周转效率有所波动；存货周转天数分别为 624.32 天和 877.38 天，存货周转效率有所波动，主要是由于公司房地产开发业务规模持续扩大，项目工程款投入增加导致存货逐年增加所致。2015 年 1～6 月，公司存货和应收账款周转天数分别为 629.04 天和 9.75 天。

2012 年以来，公司资产规模逐年提升，资产构成较稳定，快速周转运营模式为公司提供了一定的流动性。预计未来，随着公司经营规模的扩大，资产规模将进一步增长。

资本结构

2012 年以来，公司负债规模逐年增长，有息债务结构有所变动，在手现金对短期有息债务的覆盖程度较高

2012 年以来，公司负债规模逐年增长，始终以流动负债为主，流动负债比例保持在 75%以上，但逐年有所波动。

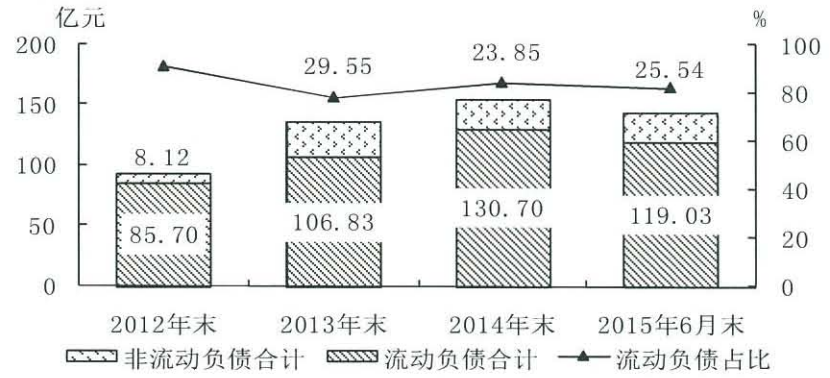


图 3　2012～2014 年末及 2015 年 6 月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成，2014 年末以上四个科目合计占流动负债的比例为 93.80%。

2012～2014 年，随着销售规模持续扩大，公司预收款项逐年增长。2014 年末，公司预收款项为 44.98 亿元，占流动负债比重为 34.42%，金额同比增长 16.82%，其中预收房款占比为 99.89%。2012～2014 年，

[7] 由于公司未提供 2011 年财务数据，故不列述 2012 年存货及应收账款周转天数。

公司应付账款及其他应付款随房地产经营规模扩大而逐年增加。2014年末，公司应付账款为13.34亿元，同比增长7.90%，主要为工程款，其中账龄在一年内的占比91.60%，账龄超过一年的重要应付账款为应付未完工项目的建筑工程款；其他应付款为43.67亿元，由于公司为中骏置业在国内最大的房地产开发平台及资金调拨平台，因此主要为应付关联公司往来款，同比小幅增长；一年内到期的非流动负债为20.58亿元，同比大幅增加10.97亿元。2015年6月末，受项目结转影响，公司预收款项较2014年末减少11.13亿元；一年内到期的非流动负债为15.04亿元，较2014年末减少5.54亿元；应付账款较2014年末增长6.14亿元，流动负债其他科目较2014年末变化不大。

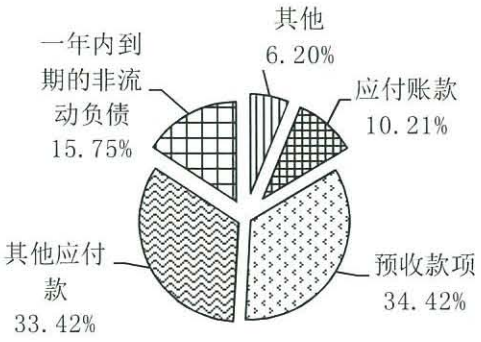


图4　2014年末公司流动负债构成

公司非流动负债由长期借款及递延所得税负债构成。2012～2014年，公司长期借款逐年有所波动，2014年末，公司长期借款为19.70亿元，全部为抵押借款及质押借款，同比减少24.87%，主要受房地产项目开发建设周期影响，抵押借款主要由公司土地及地上建筑物等作为抵押物。同期，公司递延所得税负债为3.90亿元，同比增长24.95%，主要是由于公司投资性房地产公允价值变动所致。2015年6月末，非流动负债主要科目较2014年末变化不大。

2012年以来，公司有息债务规模逐年增长，占总负债比重不高但逐年上升；有息债务结构不稳定，期限分布不合理。其中2013年末，由于拿地成本提升及项目开发的需要，公司长期借款大幅增长带动长期有息债务占总有息债务比重由2012年的27.66%上升至66.96%；2014年末，部分长期借款转入一年内到期的非流动负债，进而导致短期有息债务规模大幅增长。总体来看，长短期有息债务规模及结构的变化与公司项目开发周期及业务规模扩大较为匹配。

表 10　2012～2014 年末及 2015 年 6 月末公司有息债务构成及占总负债的比重（单位：亿元、%）

项目	2015 年 6 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务	17.53	26.64	12.94	16.48
长期有息债务	21.34	19.70	26.23	6.30
总有息债务	38.87	46.34	39.17	22.78
总有息债务在总负债中占比	26.89	29.99	28.72	24.28

从有息债务期限结构来看，2015 年 6 月末，公司有息债务以一年以内及 1～2 年为主。截至 2015 年 6 月末，公司货币资金 25.14 亿元，一年以内短期有息债务 17.53 亿元，在手现金对短期有息债务覆盖程度较高。

表 11　截至 2015 年 6 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1,2]年	(2,3]年	>3 年	合计
金额	17.53	17.32	3.80	0.23	**38.87**
占比	45.09	44.55	9.77	0.59	**100.00**

2012～2014 年末，公司所有者权益逐年增加，分别为 55.88 亿元、70.06 亿元和 94.48 亿元，其中，未分配利润逐年增加，分别为 20.13 亿元、29.59 亿元和 36.33 亿元；少数股东权益亦逐年增加，分别为 18.94 亿元、22.38 亿元和 38.63 亿元。

2012～2014 年末，公司资产负债率分别为 62.67%、66.06%和 62.06%，逐年有所波动；公司所处行业特征决定长期资产适合率处于较高水平，分别为 139.84%、155.11%和 206.94%，长期资本对长期资产的保障程度很好。流动比率分别为 1.21 倍、1.33 倍和 1.47 倍，较为稳定，流动资产对流动负债的覆盖程度较好；速动比率分别为 0.38 倍、0.50 倍和 0.52 倍。

截至 2015 年 6 月末，公司对外担保为 26.70 亿元，担保比率为 26.44%，均为公司的关联单位。或有事项方面，公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保。截至 2015 年 6 月末，公司为商品房承购人向银行及住房公积金中心提供贷款担保的余额共计 63.14 亿元。

2012 年以来，公司负债规模逐年增长，有息债务规模逐年有所增加，有息债务结构不稳定。

盈利能力

2012～2014 年，随着经营规模的扩大，公司营业收入及利润总额逐年增长，盈利能力较强；总资产报酬率与净资产收益率均有所波动，但始终处于行业良好值水平

2012～2014 年，公司营业收入及利润总额逐年增长，受拿地成本及项目开发成本上升影响，2013 年公司毛利率有所下降。

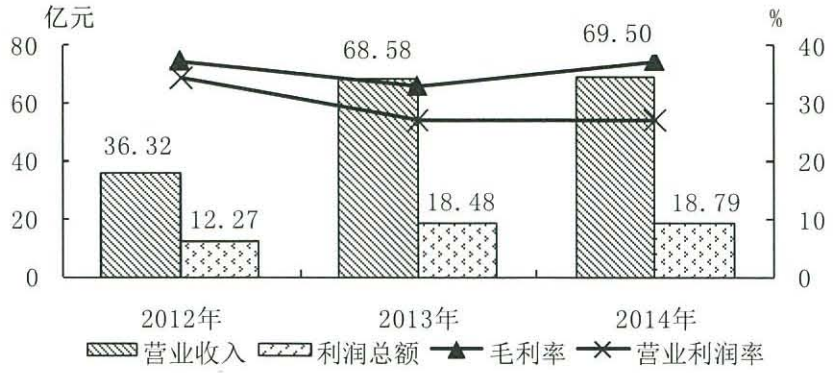


图 5　2012～2014 年公司收入和盈利情况

2012～2014 年，受当年销售规模及新开工项目量影响，公司期间费用总额及占收入比重有所波动；其中，销售费用及管理费用随销售规模的增长逐年提升；财务费用亦逐年增长但金额较小，主要由于公司将为项目建设投资而借入款项所发生的相应利息费用予以资本化处理所致。2012～2014 年，公司利息资本化金额分别为 2.08 亿元、2.65 亿元和 3.73 亿元。

表 12　2012～2014 年公司期间费用及占营业收入比重情况（单位：万元、%）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	17,806	2.56	15,701	2.29	7,969	2.19
管理费用	17,874	2.57	15,646	2.28	12,518	3.45
财务费用	523	0.08	-109	-0.02	-1,374	-0.38
期间费用	**36,203**	**5.21**	**31,238**	**4.55**	**19,113**	**5.26**

2012～2014 年，公司营业利润、利润总额均逐年增长，投资收益及营业外收入对盈利的贡献较小，公允价值变动收益分别为 3.54 亿元、5.56 亿元和 3.52 亿元，全部来自投资性房地产，对公司利润产生一定贡献。同期，公司营业利润分别为 12.55 亿元、18.52 亿元和 18.79 亿元，利润总额分别为 12.27 亿元、18.48 亿元和 18.79 亿元，净利润分别为 9.69 亿元、13.83 亿元和 13.72 亿元。

2012～2014 年，公司总资产报酬率分别为 8.23%、9.03%和 7.64%，净资产收益率分别为 17.35%、19.74%和 14.53%，公司总资产报酬率与净资产收益率均有所波动，但始终处于房地产开发业大型企业良好值水平[8]以上。

2015 年 1～6 月，受 2015 上半年项目结转较多影响，公司营业收入为 51.91 亿元，超过 2014 年公司收入的一半以上；毛利率 32.96%；期间费用为 2.07 亿元；利润总额和净利润分别为 11.57 亿元和 8.28

[8] 根据 WIND 资讯，2012～2014 年，房地产开发业大型企业净资产收益率良好值分别为 13.20%、12.80%和 11.90%，总资产报酬率良好值分别为 7.60%、7.40%和 6.40%。

亿元。总资产报酬率和净资产收益率分别为4.79%和8.19%。

综合来看，2012年以来，公司营业收入及利润总额逐年增长，毛利率有所波动，总资产报酬率与净资产收益率均有所波动，但仍处于较好水平。

现金流

2012～2014年，公司经营性净现金流持续为正，对债务及利息的保障程度保持在较高水平

2012～2014年，公司经营性净现金有所波动，其中2013年经营性净现金流大幅增长，主要是当年签约金额大幅增加；2014年有所下降主要是存货大幅增长所致。投资性净现金流保持净流出状态，逐年有所波动，其中2013年以商业物业为主的投资性房地产大幅增长导致当年投资性净现金流出规模有所扩大；筹资性净现金流有所波动，其中2013年，为配合项目开发进度，公司筹资性净现金流为大额净流入。

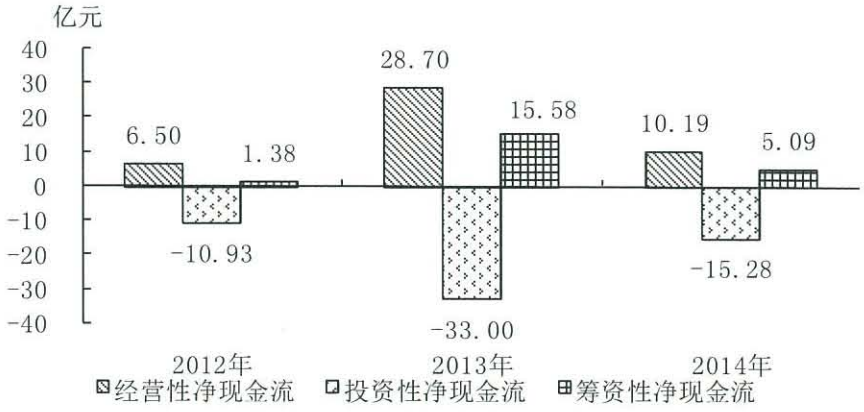


图6　2012～2014年公司现金流情况

2015年1～6月，公司经营性净现金流为16.19亿元，投资性净现金流为-2.15亿元，筹资性净现金流为-19.79亿元。

整体来看，2012～2014年，受存货及经营性应付项目的变动影响，公司经营性净现金流对债务及利息的保障程度不稳定。截至2015年6月末，公司主要在建及拟建项目的预计总投资为242.89亿元，已完成投资总额为104.94亿元，资金需求为137.95亿元，公司未来资本支出规模较大，除项目预售收入之外，仍存在一定的融资压力。

表 13　2012～2014 年公司部分偿债指标（单位：%、倍）

财务指标	2014 年	2013 年	2012 年
经营性净现金流/流动负债	8.58	29.82	7.59
经营性净现金流/总负债	7.01	24.94	6.93
经营性净现金流利息保障倍数	2.57	10.21	3.03
EBIT 利息保障倍数	4.79	6.63	5.75
EBITDA 利息保障倍数	4.92	6.85	6.03

偿债能力

截至 2015 年 6 月末，公司总负债为 144.57 亿元，有息负债占总负债比重为 26.89%，有息债务以长期有息负债为主。2012～2014 年，受经营规模逐年快速增长，凭借明确的战略布局与成本控制开发模式公司收入和利润规模增长较快，2015 年 1～6 月公司实现营业收入 51.91 亿元，超过 2014 年全年收入一半以上。同时公司经营性净现金流对债务保障程度不稳定。未来随着公司项目获取及开发的不断投入，公司仍将对资金有较大的需求，公司与主要银行之间保持良好的合作关系，外部融资能力很强，有利于其偿债能力的增强。综合来看，公司偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的银行版《企业信用报告》，截至 2015 年 7 月 2 日，公司本部存在 2 笔已结清的关注类贷款。根据中国农业银行股份有限公司厦门思明支行提供的证明，公司 2 笔已结清的关注类贷款均由于系统原因产生，实际均为正常收回；截至本报告出具日，公司在债券市场未公开发行债务融资工具。

结论

公司是中骏置业在境内市场房地产业务的重要运营与管理平台，深耕泉州及周边福建市场，项目经验较为丰富，聚焦当地中端市场。2012 年以来采取区域聚焦策略，拿地及项目布局逐步向一、二线城市转移，战略清晰。公司在泉州及厦门市场已建立了较强的品牌知名度，推盘及营销均较为稳健。但同时也需关注到，在经济发展新常态下，我国房地产行业已步入调整期，局部市场供需矛盾越发凸显，公司在泉州地区仍存在较大土地储备，未来存在一定区域去库存压力。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来 1～2 年，公司整体经营规模将保持平稳增长。因此，大公对厦门中骏的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对厦门中骏集团有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

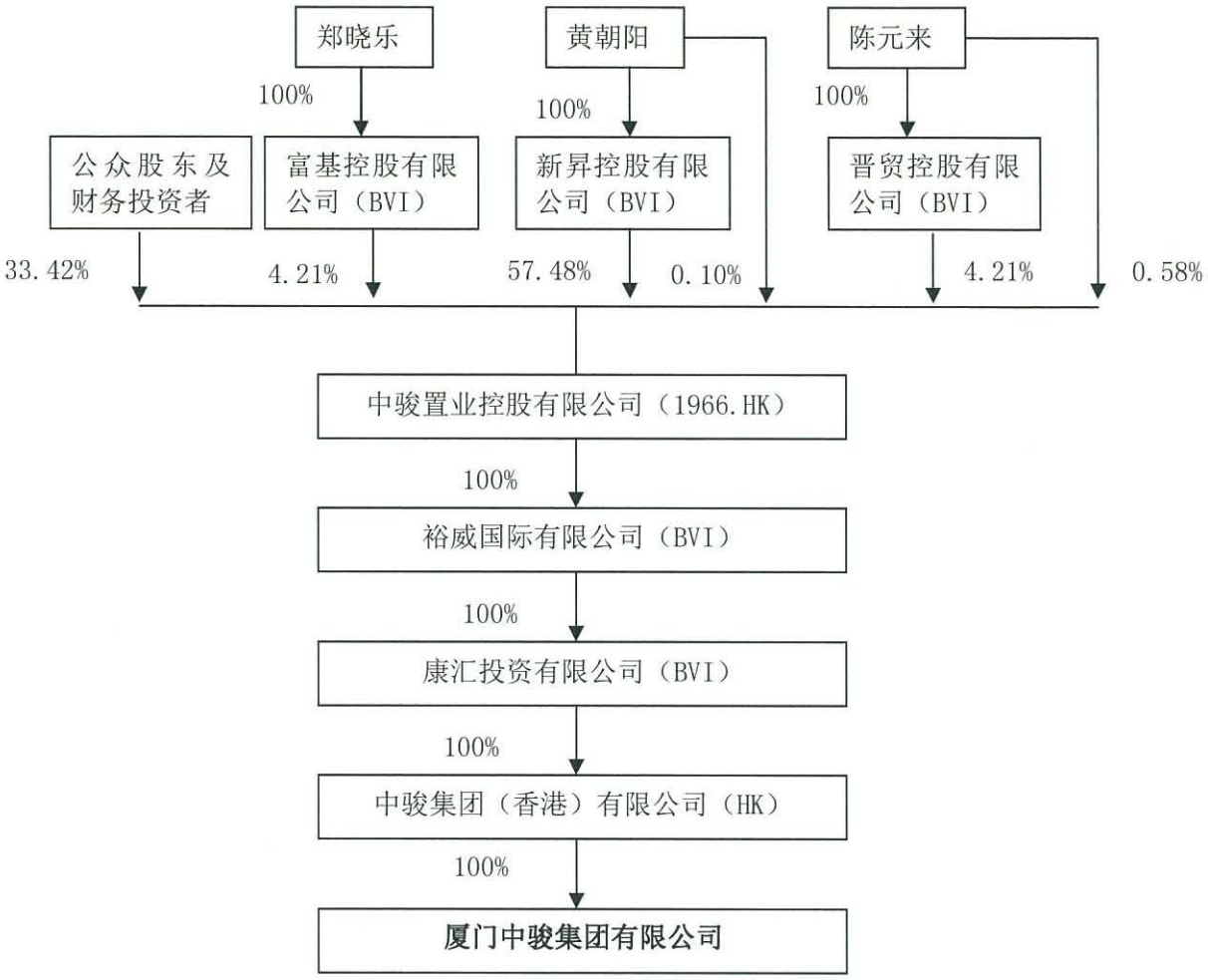
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

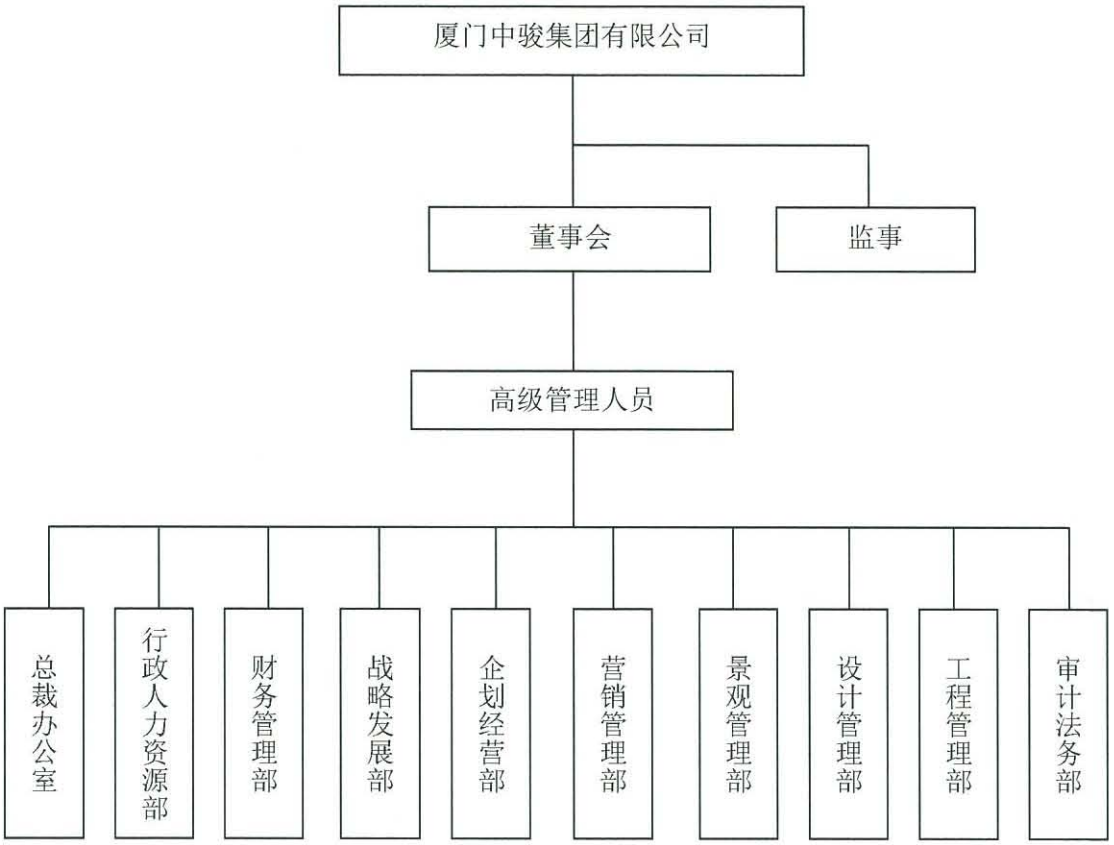
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2015 年 6 月末厦门中骏集团有限公司股权结构图



附件 2　截至 2015 年 6 月末厦门中骏集团有限公司组织结构图



附件 3　　厦门中骏集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2015 年 6 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	251,366	358,959	352,269	214,200
应收账款	24,194	32,042	40,015	41,649
其他应收款	370,945	244,156	125,207	69,983
存货	1,195,375	1,237,050	885,029	709,457
流动资产合计	1,847,120	1,918,474	1,422,245	1,039,332
长期股权投资	53,167	51,389	13,184	10,770
投资性房地产	296,820	296,820	261,640	150,500
固定资产	14,578	14,091	15,855	14,615
无形资产	227,423	186,733	209,076	187,871
递延所得税资产	16,567	16,429	10,025	8,708
非流动资产合计	608,555	571,831	642,190	457,634
总资产	2,455,675	2,490,305	2,064,435	1,496,965
占资产总额比（%）				
货币资金	10.24	14.41	17.06	14.31
应收账款	0.99	1.29	1.94	2.78
其他应收款	15.11	9.80	6.06	4.67
存货	48.68	49.67	42.87	47.39
流动资产合计	75.22	77.04	68.89	69.43
长期股权投资	2.17	2.06	0.64	0.72
投资性房地产	12.09	11.92	12.67	10.05
固定资产	0.59	0.57	0.77	0.98
无形资产	9.26	7.50	10.13	12.55
递延所得税资产	0.67	0.66	0.49	0.58
非流动资产合计	24.78	22.96	31.11	30.57

附件 3　　厦门中骏集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年　份	2015 年 6 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
负债类				
短期借款	24,900	60,600	33,400	29,500
应付账款	194,828	133,387	123,623	77,872
预收款项	338,529	449,833	385,053	266,542
其他应付款	459,397	436,743	416,772	333,203
应交税费	21,622	19,330	12,076	14,371
一年内到期的非流动负债	150,411	205,782	96,050	135,290
流动负债合计	1,190,285	1,306,958	1,068,336	857,000
长期借款	213,413	197,041	262,271	63,027
递延所得税负债	39,082	39,021	31,230	16,547
其他非流动负债	2,877	2,484	1,992	1,638
非流动负债合计	255,371	238,546	295,493	81,213
负债合计	1,445,656	1,545,504	1,363,829	938,212
占负债总额比（%）				
短期借款	1.72	3.92	2.45	3.14
应付账款	13.48	8.63	9.06	8.30
预收款项	23.42	29.11	28.23	28.41
其他应付款	31.78	28.26	30.56	35.51
应交税费	1.50	1.25	0.89	1.53
一年内到期的非流动负债	10.40	13.31	7.04	14.42
流动负债合计	82.34	84.57	78.33	91.34
长期借款	14.76	12.75	19.23	6.72
递延所得税负债	2.70	2.52	2.29	1.76
其他非流动负债	0.20	0.16	0.15	0.17
非流动负债合计	17.66	15.43	21.67	8.66
权益类				
少数股东权益	392,642	386,250	223,757	189,395
实收资本（股本）	146,857	146,857	146,857	146,857
资本公积	1,551	1,551	253	0
盈余公积	46,843	46,843	33,801	21,170
未分配利润	422,125	363,300	295,937	201,331
归属于母公司所有者权益	617,377	558,551	476,848	369,358
所有者权益合计	1,010,019	944,801	700,605	558,753

附件 3　　厦门中骏集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年　份	2015 年 6 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
损益类				
营业收入	519,119	695,041	685,823	363,249
营业成本	348,018	435,359	459,715	227,493
销售费用	9,606	17,806	15,701	7,969
管理费用	10,134	17,874	15,646	12,518
财务费用	924	523	-109	-1,374
公允价值变动损益	0	35,180	55,572	35,371
投资收益	3,110	2,870	5,034	117
营业利润	115,526	187,902	185,208	125,456
利润总额	115,707	187,902	184,758	122,650
所得税	32,944	50,661	46,473	25,729
净利润	82,763	137,241	138,286	96,921
归属于母公司所有者的净利润	58,826	80,404	107,237	75,227
占营业收入比（%）				
营业成本	67.04	62.64	67.03	62.63
销售费用	1.85	2.56	2.29	2.19
管理费用	1.95	2.57	2.28	3.45
财务费用	0.18	0.08	-0.02	-0.38
公允价值变动损益	0	5.06	8.10	9.74
投资收益	0.60	0.41	0.73	0.03
营业利润	22.25	27.03	27.01	34.54
利润总额	22.29	27.03	26.94	33.76
所得税	6.35	7.29	6.78	7.08
净利润	15.94	19.75	20.16	26.68
归属于母公司所有者的净利润	11.33	11.57	15.64	20.71
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	161,943	101,945	287,045	65,048
投资活动产生的现金流量净额	-21,504	-152,761	-329,985	-109,297
筹资活动产生的现金流量净额	-197,868	50,857	155,786	13,820
财务指标				
EBIT	117,701	190,326	186,342	123,254
EBITDA	119,740	195,211	192,636	129,241
总有息债务	388,724	463,422	391,721	227,817

附件 3　　厦门中骏集团有限公司主要财务指标（续表 3）

年　份	2015 年 6 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
毛利率（%）	32.96	37.36	32.97	37.37
营业利润率（%）	22.25	27.03	27.01	34.54
总资产报酬率（%）	4.79	7.64	9.03	8.23
净资产收益率（%）	8.19	14.53	19.74	17.35
资产负债率（%）	58.87	62.06	66.06	62.67
债务资本比率（%）	27.79	32.91	35.86	28.96
长期资产适合率（%）	207.93	206.94	155.11	139.84
流动比率（倍）	1.55	1.47	1.33	1.21
速动比率（倍）	0.55	0.52	0.50	0.38
保守速动比率（倍）	0.21	0.27	0.33	0.25
存货周转天数（天）	629.04	877.38	624.32	-
应收账款周转天数（天）	9.75	18.66	21.43	-
经营性净现金流/流动负债（%）	12.97	8.58	29.82	7.59
经营性净现金流/总负债（%）	10.83	7.01	24.94	6.93
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	5.86	2.57	10.21	3.03
EBIT 利息保障倍数（倍）	4.26	4.79	6.63	5.75
EBITDA 利息保障倍数（倍）	4.33	4.92	6.85	6.03
现金比率（%）	21.12	27.47	32.97	24.99
现金回笼率（%）	78.09	108.98	115.94	126.91
担保比率（%）	26.44	-	-	-

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[9] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[10] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[9] 半年取 180 天。
[10] 半年取 180 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初负债总额＋期末负债总额）/2]×100%

附件 5　　公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

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，有较高违约风险。

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。

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

大公评级展望定义：

正面 ：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定 ：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面 ：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD.

信用等级通知书

大公报 D【2015】688 号

厦门中骏集团有限公司:

受贵公司委托，我公司对贵公司拟于 2015 年发行的总额不超过 35 亿元人民币，首期发行金额不超过 20 亿元人民币，可超额配售不超过 15 亿元人民币，发行期限不超过 5 年，首期发行期限为 5 年期公司债券的信用状况进行了评估，确定 2015 年公司债券信用等级为 **AA**，厦门中骏集团有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。在该债券存续期内，我公司保留对其信用状况跟踪评估并公布信用级别变化之权利。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年八月十一日

地址：北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层　邮编：100125 29F Eagle Run Plaza. No.26 Xiao Yun Road. Chao Yang District.Beijing.China.100125
TEL:+86 10 51087768　Customer Service Tel:4008-84-4008　Fax:+86 10 84583355　Email:master@dagongcredit.com　Website:www.dagongcredit.com