# 跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1296 号

厦门建发股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“17 建发 01”“19 建发 01”和“20 建发 01”进行跟踪评级，确定：

**厦门建发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**厦门建发股份有限公司公开发行的“17 建发 01”“19 建发 01”和“20 建发 01”信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

# 厦门建发股份有限公司
# 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 债券规模 | 债券期限 | 上次评级结果 | 跟踪评级结果 | 上次评级时间 |
|---|---|---|---|---|---|
| 17 建发 01 | 9.60 亿元 | 3 年（2+1） | AAA | AAA | 2019/6/11 |
| 19 建发 01 | 10.00 亿元 | 2 年 | AAA | AAA | 2019/9/27 |
| 20 建发 01 | 20.00 亿元 | 2 年 | AAA | AAA | 2019/12/27 |

跟踪评级时间：2020 年 6 月 11 日

主要财务数据：

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 1,754.30 | 2,174.54 | 2,953.99 | 3,343.56 |
| 所有者权益（亿元） | 437.47 | 544.18 | 661.04 | 661.62 |
| 长期债务（亿元） | 455.06 | 513.87 | 619.09 | 751.43 |
| 全部债务（亿元） | 683.83 | 720.50 | 968.41 | 1,235.68 |
| 营业收入（亿元） | 2,186.02 | 2,803.82 | 3,372.39 | 674.60 |
| 净利润（亿元） | 48.26 | 76.32 | 79.63 | 24.26 |
| EBITDA（亿元） | 84.52 | 129.39 | 128.64 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -185.88 | 47.80 | 112.15 | -155.36 |
| 营业利润率（%） | 5.53 | 6.88 | 5.91 | 6.43 |
| 净资产收益率（%） | 12.63 | 15.55 | 13.21 | 14.67 |
| 资产负债率（%） | 75.06 | 74.98 | 77.62 | 80.21 |
| 全部债务资本化比率（%） | 60.99 | 56.97 | 59.43 | 65.13 |
| 流动比率（倍） | 1.78 | 1.75 | 1.61 | 1.60 |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.12 | 0.18 | 0.13 | -- |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.96 | 2.80 | 2.82 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 2.13 | 3.27 | 3.25 | -- |

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 公司其他流动负债和其他非流动负债中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算；4. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5. 本报告中部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，这些差异是指标计算口径不同造成的

## 评级观点

跟踪期内，厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）供应链运营业务收入和房地产业务收入均有所增长，土地储备充足，整体经营情况良好；此外，公司资产和净资产规模大幅增长，整体盈利能力仍很强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到房地产政策调整，公司三四线城市土储面积占比较高，整体债务负担持续加重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司供应链运营业务稳步发展、房地产在建项目持续销售，公司发展战略逐步落实，公司整体竞争力有望增强，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”，同时维持“17 建发 01”“19 建发 01”和“20 建发 01”的债项信用等级为 AAA。

## 优势

1．**公司供应链运营业务收入保持增长，毛利率变化不大，整体经营情况良好。**2019 年，由于业务规模扩大，公司供应链运营业务实现收入 2,870.44 亿元，较上年增长 21.64%；毛利率为 2.61%，较上年变化不大。

2．**公司房地产业务收入保持增长，为公司贡献较高的利润。**2019 年，由于结转项目增多，公司房地产板块实现收入 459.14 亿元，较上年增长 13.15%，毛利率为 28.69%。

3．**公司土地储备规模较大，为未来房地产开发和销售提供了良好基础。**截至 2019 年末，建发房地产集团有限公司和联发集团有限公司期末土地储备面积分别为 805.12 万平方米和 710.16 万平方米，分别较年初增长 33.85%和 2.97%。

4．**公司房地产业务销售保持增长，预收售房款规模很大，为未来收入结转提供了良好支撑。**截至 2019 年末，公司预收款项 810.96 亿元，较年初增长 65.35%，其中预收售房款 709.93 亿元。

关注

1．**土地储备位于调控城市的比例较高，未来项目销售受政策影响较大。**公司房地产部分开发项目位于调控城市，未来随着调控政策持续执行，公司部分项目可能面临一定去化压力，对销售回款产生不利影响。

2．**公司有息债务规模较大，整体债务负担持续加重。**截至 2020 年 3 月末，公司全部债务较年初增长 27.60%，资产负债率和全部债务资本化比率分别上升至 80.21%和 65.13%，较年初分别上升 2.59 个百分点、5.70 个百分点，公司债务负担持续加重。

分析师

蒲雅修　登记编号（R0040217110005）
宁立杰　登记编号（R0040218030002）

**电话：**010-85172818
**邮箱：**lh@unitedratings.com.cn
**传真：**010-85171273
**地址：**北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
**网址：**www.unitedratings.com.cn

# 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

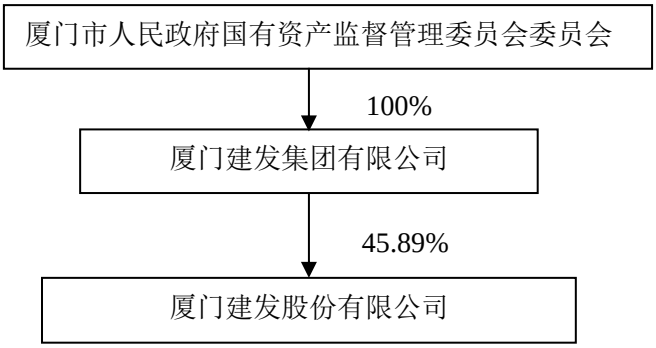
联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”或“公司”）系经厦门市人民政府厦府〔1998〕综034号文批准，由厦门建发集团有限公司（以下简称“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。建发集团将本部与贸易业务相关的进出口业务部门及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司、厦门建发包装有限公司、厦门建发保税品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（折为国有法人股13,500万股）。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，公司于1998年5月25日公开发行了人民币普通股（A股）5,000万股，并于同年6月16日在上海证券交易所上市交易，股票简称“建发股份”，股票代码“600153.SH”。至此，公司总股本为18,500万股，其中建发集团持有13,500万股，持股比例72.97%；社会公众持有5,000万股，持股比例27.03%。

经过多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至2020年3月末，公司总股本为28.35亿股，其中建发集团持股比例为45.89%（未质押），为公司第一大股东。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团100.00%股权，为公司实际控制人。

图 1　截至 2020 年 3 月末公司股权结构图




资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。截至 2019 年末，合并范围内子公司共 703 家，拥有在职员工 18,540 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,953.99 亿元，负债合计 2,292.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）661.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 308.90 亿元。2019 年，公司实现营业收入 3,372.39 亿元，净利润（含少数股东损益）79.63 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 46.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 112.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 102.36 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 3,343.56 亿元，负债合计 2,681.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）661.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 325.25 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 674.60 亿元，净利润（含少数股东损益）24.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额-155.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 78.27 亿元。

公司注册地址：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：郑永达。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2017〕815号文核准，公司获准面向合格投资者公开发

行面值总额不超过55亿元（含55亿元）的公司债券，采用分期发行方式。经中国证券监督管理委员会证监许可〔2019〕1253号文件核准，公司获准向合格投资者公开发行面值总额不超过50亿元（含50亿元）的公司债券，采用分期发行方式。具体情况如下表所示。

表 1　截至本报告出具日公司债券发行情况

| 债券名称 | 债券简称 | 债券代码 | 起息日 | 债券规模 | 债券期限 | 利率 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 厦门建发股份有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期） | 17 建发 01 | 143272.SH | 2017-08-29 | 9.60 亿元 | 3 年（2+1） | 3.50% |
| 厦门建发股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期） | 19 建发 01 | 155765.SH | 2019-10-15 | 10.00 亿元 | 2 年 | 3.50% |
| 厦门建发股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期） | 20 建发 01 | 163104.SH | 2020-01-09 | 20.00 亿元 | 2 年 | 3.38% |

资料来源：公司提供

截至报告出具日，“17建发01”“19建发01”和“20建发01”募集资金均已按照募集说明书约定用途使用。2019年8月29日，公司支付了“17建发01”上一个计息年应付利息；截至报告出具日，“19建发01”和“20建发01”尚未到付息日。

## 三、行业分析

供应链运营业务和房地产开发业务为公司的两大主业，是公司收入的主要来源。其中，供应链运营业务主要依托于大宗商品贸易，因此下文行业分析将围绕大宗商品供应链管理服务行业和房地产行业展开。

1. 大宗商品供应链管理服务行业

（1）行业概况

**2019 年，我国大宗商品价格指数呈持续增长态势，然而成交金额增速和成交价格易受宏观经济、市场预期、供求关系等变化的影响，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高。在此环境下，行业内企业降本增效的供应链管理需求进一步凸显。**

供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。从我国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，2019 年以来，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。

图 2　近年来中国大宗商品价格总指数变动情况




资料来源：Wind

在此环境下，传统贸易商的贸易价差空间逐步缩小，盈利空间日益收窄，成本节约的需求更加突出。越来越多的大宗商品贸易商开始整合产业链，向上游和下游延伸，在获得上下游资源的同时，逐步渗透产业链的各个环节，拓展盈利空间，创造增值机会，开始扮演产业链管理者的角色。此外，大宗商品贸易商面临日益复杂的贸易环境，随着商业竞争日益激烈、贸易方式灵活多样，贸易商越来越面临更多种风险，包括市场风险、信用风险、资金风险、内部控制风险、汇率风险等，上下游产业链的整合，有利于贸易商抵御市场波动风险，提高企业的稳定性。

（2）未来发展

**供应链管理行业面临较大的市场需求，未来将进一步向产业链各个环节延伸拓展，积极探索大宗商品电子商务平台发展，实现商流、物流、信息流、资金流和工作流的深度融合。**

随着行业结构调整和产业整合升级的持续深入，制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强，带动了大宗商品供应链服务领域的快速发展，同时物流服务也由单一环节的传统服务向产业链各个环节延伸拓展，向供应链一体化、信息化和智能化转变，企业不断拓宽服务内容，完善服务模式，贸易物流一体化发展、规模化运作已成为目前供应链管理服务企业的主要发展方向。

“互联网+传统行业”的有机融合将进一步推动我国经济发展，实经济提质增效。对于供应链管理服务企业来说，积极探索大宗商品电子商务平台发展，整合供应链核心信息和业务流程，建立管控平台，实现信息流、资金流和物流三者的融合共通将成为企业发展的重要任务。

2. *房地产行业*

（1）行业概况

**2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。**

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要

融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三、四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三、四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月末陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

（2）行业政策

**2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。**

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。

（3）行业关注

**行业债务水平较高，且 2016 年 10 月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大**

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

**房地产调控政策短期内不会退出**

2016 年 10 月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018 年 3 月 5 日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

**中小房企面临被整合风险**

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（4）行业发展

**未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。**

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，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型房地产企业也会获得一定的生存空间。

## 四、管理分析

**2019 年，公司董事会、监事会进行了换届，新任董事、监事人员均具有多年相关行业管理经验，能够满足公司经营所需，主要管理制度连续，管理运作正常。**

2019 年，由于董事会、监事会换届，公司部分董事、监事发生变动。公司其他高管人员未发生变更，各项主要管理制度连续。

公司董事长郑永达先生，出生于 1971 年，大学本科学历，学士学位，助理经济师。历任厦门建发股份有限公司进出口六部副总经理、总经理，厦门建发包装有限公司总经理，厦门建发纸业有限公司总经理，厦门建发股份有限公司总经理助理、常务副总经理等职。现任厦门建发股份有限公司党委书记、董事长，建发集团有限公司党委委员等职。

表 2　跟踪期内公司董事、监事及高管变动情况

| 姓名 | 职务 | 变动情形 | 变动原因 |
|---|---|---|---|
| 张勇峰 | 董事长 | 离任 | 退休 |

| | | | |
|---|---|---|---|
| 吴小敏 | 董事 | 离任 | 董事会换届 |
| 刘峰 | 独立董事 | 离任 | 董事会换届 |
| 杜兴强 | 独立董事 | 离任 | 董事会换届 |
| 林明坚 | 职工监事 | 离任 | 监事会换届 |
| 郑永达 | 董事长 | 选举 | 选举 |
| 王沁 | 董事 | 选举 | 董事会换届 |
| 林涛 | 独立董事 | 选举 | 董事会换届 |
| 陈守德 | 独立董事 | 选举 | 董事会换届 |
| 李智 | 职工监事 | 选举 | 监事会换届 |

资料来源：公司年报

## 五、经营分析

1. 经营概况

**2019 年，公司供应链业务呈快速增长态势，毛利率基本保持稳定；房地产开发业务收入有所增长，盈利能力较强。供应链运营业务可以为公司提供稳定的收入，房地产开发业务可以为公司贡献较高的利润。**

2019年，公司主营业务未发生变化，包括供应链运营业务和房地产开发业务。

2019年，公司实现营业收入3,372.39亿元，较上年增长20.28%，主要来自供应链运营业务的增长；营业成本为3,151.79亿元，较上年增长22.33%，增幅略高于营业收入。2019年，公司实现净利润79.63亿元，较上年增长4.34%；其中归属于母公司所有者的净利润为46.76亿元。

分板块来看，2019 年，供应链运营业务实现营业收入 2,870.44 亿元，较上年增长 21.64%，主要系冶金原材料、农林产品等核心业务板块业务规模增长所致，占营业收入的 85.12%。2019 年公司房地产板块结转项目增加，实现收入 459.14 亿元，较上年增长 13.15%，占营业收入的 13.61%。公司其他业务收入占比极小，对收入规模影响很小。

表 3　2017－2019 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

| 项目 | 2017年 | | | 2018年 | | | 2019年 | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 | 金额 | 占比 | 毛利率 |
| 供应链运营业务 | 1,884.68 | 86.22 | 3.06 | 2,359.87 | 84.17 | 2.88 | 2,870.44 | 85.12 | 2.61 |
| 房地产开发业务 | 292.55 | 13.38 | 26.53 | 405.79 | 14.47 | 35.37 | 459.14 | 13.61 | 28.69 |
| 其他业务 | 8.78 | 0.40 | 60.49 | 38.16 | 1.36 | 41.36 | 42.81 | 1.27 | 32.31 |
| **合计** | **2,186.02** | **100.00** | **6.43** | **2,803.82** | **100.00** | **7.89** | **3,372.39** | **100.00** | **6.54** |

注：公司房地产开发业务包含自持物业租赁收入，自持物业租赁收入规模很小
资料来源：公司年报

毛利率方面，2019 年，公司供应链业务毛利率为 2.61%，较上年下降 0.26 个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致；公司房地产开发业务毛利率为 28.69%，较上年下降 6.68 个百分点，主要系当期结转项目毛利率较低所致。综上，2019 年，公司业务综合毛利率为 6.54%，较上年下降 1.35 个百分点，主要受房地产业务毛利率下降影响。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 674.60 亿元，较上年同期增长 25.25%，供应链业务和房地产业务收入均有所增长；实现营业利润 32.66 亿元，较上年同期增长 343.84%，主要系子公司的土地一级开发业务中的“厦门 2019P05”地块确认收入并结转利润所致。2020 年 1－3 月，公司实现净利润 24.26 亿元，较上年同期增长 336.87%，其中，归属于母公司所有者净利润为 14.68 亿元，

较上年同期增长233.88%。

2．供应链运营业务

**2019年，公司供应链业务收入有所增长，毛利率仍处于很低水平，主要品种仍然为冶金原材料和农林产品。**

供应链运营业务为公司第一大主业，近年来公司通过上控资源、下布渠道，中间提供采购、仓储加工、物流配送、销售结算等多方位服务，将上中下游各环节整合成一个整体的网链，具备较强的资源整合能力，已逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。作为供应链运营商，公司为客户提供“LIFT供应链服务”，以“物流”“信息”“金融”“商务”四类服务要素为基础，为客户整合运营过程中所需的资源，规划供应链运营解决方案，并提供运营服务。

2019年，公司供应链运营业务实现收入2,870.44亿元，较上年增长21.64%，主要系冶金原材料、农林产品等核心业务板块业务规模增长所致，毛利率为2.61%，较上年下降0.26个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2019年，公司供应链运营业务中占比最高的为冶金原材料和农林产品，收入分别为1,532.05亿元和578.89亿元，分别较上年增长13.57%和24.00%，占供应链业务收入的比例分别为53.37%和20.17%，为供应链业务的主要贸易品种。

公司国际供应链业务分为进口业务及出口业务，公司进口产品主要包括农产品、矿产品、浆纸、机电、化工产品等，进口国家包括美国、菲律宾、印度尼西亚、伊朗和俄罗斯联邦等，公司进口币种主要为美元，以远期国际信用证、D/P和T/T结算为主；公司进口代理业务以验货付款为主，少量采用带款提货和预付款。公司出口产品主要为钢材、轻纺产品和机电产品等，出口地区主要为美国、香港、新加坡、马绍尔群岛等，公司出口欧美及日本等发达国家的产品以轻工纺织为主，出口到以尼日利亚为首等其他国家的产品以机电、五矿产品为主。结算方面，货物出运后公司从运输公司处取得提单，根据签订出口合同时规定的付款条款向客户交单议付，公司规定出口贸易应优先使用信用证付款方式，可以根据客户资信及所在地区有选择的使用D/P交单议付支付方式，谨慎使用O/A（先放货后付款）的支付方式，降低收汇风险。公司按客户的资信状况确定各个客户的信用等级及允许的销售、赊销额度，对赊销业务一律投保出口信用险。公司对出口贸易的外汇收入进行汇率锁定，一定程度上降低了人民币汇率波动风险，2019年汇兑收益0.70亿元。

国内供应链业务方面，公司主要从事浆纸、钢材和汽车的采购及销售业务。公司国内供应链业务的客户以相关商品下游的终端用户为主。结算方面，针对上游供应商，公司每季度与大型工厂签订总的框架协议，每次订货以市场价格为准，一般采用开立远期国内信用证及银行承兑汇票支付大型工厂货款。下游销售方面，公司对销售商进行等级分类，付款及时的优质客户以月结的结算方式，而资质一般的客户必须以现金或银行承兑汇票结算。

3．房地产开发业务

**2019年，公司房地产业务销售金额和销售面积均有所增长，同时较多的土地储备保障了公司房地产业务的可持续发展。但公司投资规模快速增长，资金压力大幅上升。多个城市出台限购、限价等政策，给公司房地产业务带来一定不利影响，公司三四线城市项目存在库存去化压力。**

公司的房地产业务主要由联发集团有限公司（以下简称“联发集团”）和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”）经营，其中建发房地产主要布局长三角（杭州、合肥、南京等）、珠三角（深圳、广州、佛山等）及福建省内（厦门、福州、龙岩、漳州等），项目涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产，以住宅为主，定位中高端改善性住房。联发集团主要项目布局定位在热门二三线城市区域，如厦门、南昌、南宁、桂林、重庆、天津等地。两家房地产子公司外埠市场

区域不同，以规避竞争，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。

表 4　截至 2019 年末公司房地产业务主要经营子公司情况（单位：亿元、%）

| 公司名称 | 持股比例 | 资产总额 | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 |
|---|---|---|---|---|---|
| 建发房地产 | 54.65 | 1,680.33 | 369.72 | 320.73 | 48.03 |
| 联发集团 | 95.00 | 835.72 | 168.02 | 205.56 | 16.25 |

资料来源：公司提供

（1）建发房地产

随着房地产政策延续分类调控、因城施策的主基调，各地政府调控持续分化，一线和热点二线城市政策不断收紧，由此导致的需求外溢使部分三四线城市整体成交量增幅明显。建发房地产据此调整推盘节奏和销售策略，2019 年，建发房地产签约销售金额和销售面积分别为 721.97 亿元和 404.75 万平方米，较上年分别增长 86.70%和 57.94%，主要集中在福州、漳州、厦门、龙岩、成都和泉州等区域。2019 年权益口径新开工面积较上年下降 13.16%至 368.55 万平方米；签约销售均价受二线城市销售占比增加影响，较上年有所上升。

表 5　2018－2019 年建发房地产经营情况

| 类别 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|
| 权益口径新开工面积（万平方米） | 424.41 | 368.55 |
| 权益口径房屋竣工面积（万平方米） | 114.18 | 183.56 |
| 合同销售金额（亿元） | 386.71 | 721.97 |
| 合同销售面积（万平方米） | 256.27 | 404.75 |
| 签约销售均价（万元/平米） | 1.51 | 1.78 |
| 账面销售金额（亿元） | 167.40 | 239.71 |
| 账面销售面积（万平方米） | 132.17 | 206.06 |
| 期末土地储备面积（万平方米） | 758.98 | 805.12 |
| 权益口径新增土地投资（亿元） | 207.15 | 341.16 |

注：上表中账面销售金额与建发房地产收入差额为建发房地产其他板块业务收入
资料来源：公司提供

近年来，建发房地产深耕福建省内及其他已进入成熟区域，围绕长三角、珠三角及福建区域逐步布局广州、太仓、张家港、南平、南京等地，2019 年，建发房地产权益口径期末土地储备面积为 805.12 万平方米，新增土地投资规模 341.16 亿元，土地储备较为充足，按 2019 年新开工面积计算，建发房地产土地储备能够满足未来 2~3 年的开发需求。截至 2019 年末，建发房地产在建项目主要集中于厦门、杭州、广州等地，总投资规模为（并表项目按 100%列示，且含非并表项目）1,536.91 亿元，已投资规模为 1,075.26 亿元，尚需投资规模较大。

（2）联发集团

2019 年，联发集团权益口径新开工面积 138.79 万平方米，较上年下降 66.66%，主要系联发集团放缓开发节奏所致。2019 年，联发集团调整推盘节奏，签约销售金额、签约销售面积均有所下降，签约销售面积 252.97 万平方米，对应签约销售金额为 273.04 亿元，分别较上年下降 20.27%和 21.83%，2019 年签约项目主要集中在南宁、桂林、南昌和重庆等区域。2019 年，联发集团销售均价小幅下降至 1.08 万元/平方米。

表 6　2018－2019 年联发集团经营情况

| 类别 | 2018 年 | 2019 年 |
|---|---|---|
| 权益口径新开工面积（万平方米） | 416.27 | 138.79 |
| 权益口径房屋竣工面积（万平方米） | 176.69 | 177.51 |
| 合同销售金额（亿元） | 349.27 | 273.04 |
| 合同销售面积（万平方米） | 317.29 | 252.97 |
| 签约销售均价（万元/平米） | 1.10 | 1.08 |
| 账面销售金额（亿元） | 157.10 | 166.26 |
| 账面销售面积（万平方米） | 167.35 | 170.02 |
| 期末土地储备面积（万平方米） | 796.00 | 710.16 |
| 权益口径新增土地投资（亿元） | 117.83 | 144.93 |

注：上表中账面销售金额与联发集团收入差额为联发集团其他板块业务收入
资料来源：公司提供

土地储备方面，截至 2019 年末，联发集团土地储备面积下降至 710.16 万平方米，新增土地投资规模 144.93 亿元，分布于武汉、厦门、天津等城市，按 2019 年新开工面积计算，联发集团土地储备能够满足未来 5 年左右的开发需求。截至 2019 年末联发集团在建项目主要集中于重庆、南昌等地，总投资规模为（并表项目按 100%列示，且含非并表项目）1,402.76 亿元，已投资规模为 835.13 亿元，尚需投资规模较大。

4．经营关注

（1）大宗商品价格波动风险

受宏观经济增速回落、中美贸易战和新冠疫情影响等因素的影响，大宗商品存在一定的价格波动风险，对公司收入和毛利率造成较大影响。

（2）受房地产调控政策影响，公司部分项目未来可能面临一定去化压力

公司房地产部分开发项目位于调控城市，未来随着调控政策持续执行，公司部分项目可能面临一定去化压力，对销售回款产生不利影响。

（3）联发集团土地储备中三四线城市土储面积占比高

我国房地产市场呈结构性过剩态势，三四线城市房地产库存呈过剩态势。联发地产土地储备中三四线城市土储面积占比较高，未来拟建项目面临一定销售去化压力以及减值风险。

5．未来发展

**公司供应链运营经营方针有助于公司扩大供应链运营业务规模、提高盈利能力和管理水平；房地产板块的转型方针有助于提升公司抵御行业周期性波动风险的能力。**

（1）供应链运营

公司作为国内较早提出供应链运营理念并成功转型的企业，未来仍将致力于依托供应链运营平台优势，以“LIFT 供应链服务”的“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四类服务要素为基础，有效整合各类行业优质资源，创新开发供应链服务产品，提升供应链运营管理一体化综合服务能力，为客户奉献高性价比的供应链服务产品。公司自 2014 年以来供应链运营业务持续超过千亿规模，2019 年已超过 2,800.00 亿元，目前已成为国内领先的供应链运营商。公司将坚持五年战略发展规划确定的供应链运营商的市场定位，坚持以供应链运营为基本主业，促进核心主业做强、做大，致力于成为中国领先的、有核心竞争力的供应链运营商。在这个定位基础上，公司推动供应链业务创新发展，并积极向新兴业态、新兴产业拓展，使

公司获得“新常态”环境下可持续发展的动力，实现公司核心竞争能力的提升和可持续发展目标。

（2）房地产板块

公司在做强做大现有区域的房地产业务的基础上，审慎拓展新的开发区域，进一步优化城市布局，扩大房地产开发规模，提升产品核心竞争力及客户满意度，有效扩展项目的利润空间。利用土地一级开发形成的良好口碑，公司将积极拓展厦门各区土地一级开发业务，将土地一级开发业务培育成又一核心主业，成为利润增长点。公司将加大代建项目、物业管理、商业管理等轻资产业务的投入，并积极开拓创新业务：积极尝试健康医疗、养老、旅游、文创、教育等产业地产，延伸产业链上下游业务，开拓创新投资业务，把握协同机遇。

## 六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 年财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表根据财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。2019 年，公司新纳入合并范围子公司 95 家，其中非同一控制下企业合并 4 家，新设立子公司 91 家；不再纳入合并范围子公司 15 家。2020 年 1－3 月，公司合并范围未发生重大变化。公司合并范围变动的子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,953.99 亿元，负债合计 2,292.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）661.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 308.90 亿元。2019 年，公司实现营业收入 3,372.39 亿元，净利润（含少数股东损益）79.63 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 46.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 112.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 102.36 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 3,343.56 亿元，负债合计 2,681.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）661.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 325.25 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 674.60 亿元，净利润（含少数股东损益）24.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.68 亿元；经营活动产生的现金流量净额-155.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 78.27 亿元。

2. 资产质量

**截至 2019 年末，公司资产规模大幅增长，以流动资产为主，货币资金规模较大，存货占比较高，资产受限比例较高，大额预付款项和其他应收款对资金形成一定占用，公司资产质量一般。**

截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,953.99 亿元，较年初增长 35.84%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 90.79%，非流动资产占 9.21%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大，符合公司以供应链运营与房地产开发业务为主的行业特点。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 2,681.97 亿元，较年初增长 38.57%，主要系货币资金、其他应收款和存货大幅增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 13.18%）、预付款项（占 6.15%）、其他应收款（占 10.36%）和存货（占 64.60%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 353.49 亿元，较年初增长 49.16%，主要系供应链业务及房地产业务回笼资金增加所致；货币资金中，银行存款占 81.38%、其他货币资金占 18.62%，其他货币资金主要系银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金，上述其他货币资金中不能随时

用于支付的存款 62.01 亿元，占货币资金总额的 17.54%，受限规模较大。

截至 2019 年末，公司预付款项 165.01 亿元，较年初增长 70.30%，主要系供应链业务预付采购货款以及房地产业务预付土地出让金增加所致；从账龄角度来看，预付款项账龄在一年以内的占 98.55%，账龄较短；从集中度看，预付款项余额前五名占 16.18%，集中度一般。

截至 2019 年末，公司其他应收款 277.84 亿元，较年初增长 119.60%，主要系房地产业务应收合作项目往来款增加所致；已计提坏账准备 5.22 亿元，计提比例为 1.84%；其他应收款期末余额前五名占 41.24%，集中度较高；从账龄结构来看，1 年以内的占 73.61%，1~2 年的占 12.98%，2~3 年的占 8.99%，其余为 3 年以上，账龄较长，有一定回收风险。

截至 2019 年末，公司存货账面价值 1,732.61 亿元，较年初增长 27.83%，主要系房地产新增项目较多，开发成本增加所致。其中，开发成本占 87.91%，开发产品占 5.52%，库存商品比 6.52%；存货计提跌价准备 10.21 亿元，计提比例为 0.80%。公司库存大宗商品价格波动较大，存在一定的跌价风险，位于三四线城市的房地产开发成本和开发产品存在一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 272.01 亿元，较年初增长 13.81%，公司非流动资产主要由长期应收款（占 10.80%）、长期股权投资（占 20.25%）、投资性房地产（占 29.95%）和固定资产（占 6.67%）构成。

截至 2019 年末，公司长期应收款 29.38 亿元，较年初下降 14.83%，主要系一级土地开发项目土地熟化出让所致。

截至 2019 年末，公司长期股权投资 55.07 亿元，较年初增长 75.19%，主要系房地产业务板块合作项目的投资增加所致。2019 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益 2.98 亿元。

截至 2019 年末，公司投资性房地产账面价值 81.48 亿元，较年初增长 1.44%，变化不大。公司投资性房地产按成本法计量，具有一定升值空间。

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值 18.14 亿元，较年初下降 3.12%，主要系计提折旧所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 73.17%）、机器设备（占比 4.17%）、运输工具（占比 15.02%）、电子及办公设备（占比 6.36%）等构成；公司固定资产累计计提折旧 10.41 亿元，固定资产成新率 65.03%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 556.15 亿元，受限资产占总资产比重为 18.83%，受限比例较高；公司受限资产详情如下。

表 7　截至 2019 年公司受限资产情况（单位：亿元）

| 项目 | 期末账面价值 | 受限原因 |
|---|---|---|
| 货币资金 | 62.01 | 不能随时用于支付的银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等 |
| 应收款项融资 | 0.61 | 银行授信质押 |
| 存货 | 449.61 | 银行借款抵押 |
| 存货 | 1.52 | 期货交易质押 |
| 一年内到期的非流动资产 | 0.06 | 存出担保保证金 |
| 其他流动资产 | 0.19 | 存出担保保证金 |
| 债权投资 | 0.14 | 存出担保保证金 |
| 长期股权投资 | 11.96 | 银行借款质押 |
| 投资性房地产 | 29.08 | 银行借款抵押 |
| 固定资产 | 0.99 | 银行借款抵押 |
| **合计** | **556.15** | -- |

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 3,343.56 亿元，较年初增长 13.19%，主要系存货增长所致。其中，流动资产占 91.74%，非流动资产占 8.26%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

**截至 2019 年末，随着供应链及房地产业务规模扩大，公司负债规模大幅增长，整体债务负担较重。截至 2020 年 3 月末，公司债务负担进一步加重，但仍属可控。**

截至 2019 年末，公司负债总额 2,292.94 亿元，较年初增长 40.64%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 72.50%，非流动负债占 27.50%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

（1）流动负债

截至 2019 年末，公司流动负债 1,662.37 亿元，较年初增长 50.07%，主要系预收款项增长所致。公司流动负债主要由应付票据（占 7.85%）、应付账款（占 13.09%）、其他应付款（占 12.45%）、预收款项（占 48.78%）和一年内到期的非流动负债（占 9.01%）构成。

截至 2019 年末，公司应付票据 130.57 亿元，较年初增长 64.17%，主要系供应链业务采购中以银行承兑汇票结算的业务增加所致；公司应付票据主要为商业承兑汇票（占 99.07%）。

截至 2019 年末，公司应付账款 217.52 亿元，较年初增长 47.47%，主要系业务规模扩大，供应链应付货款及房地产应付工程款增加所致；应付账款主要由应付货款（占比 33.57%）和应付开发成本款（占比 64.68%）构成。

截至 2019 年末，公司预收款项 810.96 亿元，较年初增长 65.35%，主要系预收售房款增长所致；预收款项主要由售房款（占 87.54%）构成。

截至 2019 年末，公司其他应付款 206.96 亿元，较年初增长 10.27%，主要系房地产业务与合作方资金往来款增加所致。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 149.83 亿元，较年初增长 181.40%，主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款增加所致。

（2）非流动负债

截至 2019 年末，公司非流动负债 630.57 亿元，较年初增长 20.66%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 56.71%）和应付债券（占 33.78%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 357.61 亿元，较年初增长 52.10%，主要系随业务扩张资金需求增加所致；长期借款主要由抵押借款（占比 57.40%）和保证借款（占比 37.36%）构成；其中，期限在 1~2 年的占 30.44%，2~3 年的占 43.32%，3 年以上的占 26.24%，期限分布较为分散。

截至 2019 年末，公司应付债券 212.99 亿元，较年初增长 2.68%，变化不大。

截至 2019 年末，公司全部债务 968.41 亿元，较年初增长 34.41%，主要系随着业务扩大资金需求增加所致。其中，短期债务占 36.07%，长期债务占 63.93%，以长期债务为主。截至 2019 年末，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 77.62%、59.44%和 48.37%，较年初分别上升 2.65 个百分点、上升 2.46 个百分点和下降 0.21 个百分点。整体看，公司债务负担仍较重。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 2,681.94 亿元，较年初增长 16.97%，主要系短期借款、合同负债和其他流动负债增长所致。其中，流动负债占 71.50%，非流动负债占 28.50%。负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 1,235.68 亿元，较年初增长 27.60%，主要

系短期借款增长所致。其中，短期债务 484.25 亿元（占 39.19%），长期债务 751.43 亿元（占 60.81%）截至 2020 年 3 月末，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 80.21%、65.13%和 53.18%，较年初分别上升 2.59 个百分点、5.70 个百分点和 4.82 个百分点。公司债务负担进一步加重，但仍属可控。

（3）所有者权益

**截至 2019 年末，由于利润积累，公司的所有者权益规模有所增长，但未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。**

截至 2019 年末，公司所有者权益为 661.04 亿元，较年初增长 21.48%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 46.73%，少数股东权益占比为 53.27%。归属于母公司所有者权益 308.90 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积、其他综合收益和未分配利润分别占 9.18%、8.08%、4.21%、0.16%和 78.26%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 661.62 亿元，较年初增长 0.09%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 49.16%，少数股东权益占比为 50.84%。公司所有者权益规模和结构较年初变化不大。

4．盈利能力

**2019 年，公司营业收入有所增长，费用控制能力略有提高，公司整体盈利能力仍很强。**

2019年，公司实现营业收入3,372.39亿元，较上年增长20.28%，主要来自供应链板块的增长；营业成本为3,151.79亿元，较上年增长22.33%，增幅略高于营业收入。2019年，公司实现净利润79.63亿元，较上年增长4.34%；其中归属于母公司所有者的净利润为46.76亿元。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为91.75亿元，较上年增长7.67%，主要系销售费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为84.59%、4.47%、0.15%和10.80%，以销售费用为主。其中，销售费用为77.61亿元，较上年增长24.24%，主要系港杂运杂费增长所致；管理费用为4.10亿元，较上年增长8.04%，主要系职工薪酬增长所致；财务费用为9.91亿元，较上年下降47.46%，主要系资本化利息大幅增长所致。2019年，公司费用收入比为2.72%，较上年下降0.32个百分点，公司费用控制能力略有提高。

2019年，公司资产减值损失和信用减值损失合计7.29亿元，主要为存货跌价损失，占营业利润的6.68%，对营业利润影响较小。2019年，公司实现投资收益7.08亿元，较上年增长28.96%，主要系权益法核算的长期股权投资收益增长所致；投资收益占营业利润的比重为6.49%，对营业利润影响较小。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 5.91%，较上年下降 0.98 个百分点，变化不大；2019 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 6.36%、4.80%和 13.21%，较上年分别下降 1.65 个百分点、1.53 个百分点和 2.33 个百分点，公司各盈利指标均有所下降。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 674.60 亿元，较上年同期增长 25.25%，供应链业务和房地产业务收入均有所增长；实现营业利润 32.66 亿元，较上年同期增长 343.84%，主要系子公司的土地一级开发业务中的“厦门 2019P05”地块在确认收入并结转利润所致。2020 年 1－3 月，公司实现净利润 24.26 亿元，较上年同期增长 336.87%，其中，归属于母公司所有者净利润为 14.68 亿元，较上年同期增长 233.88%。

5．现金流

**2019年，受供应链运营业务规模扩大以及房地产业务预收售房款增加的影响，公司经营活动现金流量保持净流入状态，且净流入规模大幅增长，收入实现质量高；经营活动现金基本可以满足公司投资活动需求，但考虑到公司房地产项目尚需投资规模大，公司仍有较大的外部筹资需求。**

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 4,419.00 亿元，较上年增长 36.76%，主要系业务规模扩大所致；经营活动现金流出量为 4,306.85 亿元，较上年增长 35.29%，与经营活动现金流入量增幅相当。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入量为 112.15 亿元，较上年增长 134.61%。2019 年，公司现金收入比为 117.33%，较上年提升 7.11 个百分点，收入实现质量有所提高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 149.27 亿元，较上年下降 63.34%，主要系赎回的理财产品减少所致；投资活动现金流出量为 256.24 亿元，较上年下降 29.72%，主要系购买的理财产品减少所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流出量为 106.97 亿元，由上年净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 1,130.10 亿元，较上年增长 38.45%，主要系取得借款获得的现金增长所致；筹资活动现金流出量为 1,034.42 亿元，较上年增长 20.88%，主要系偿还债务支付的现金增长所致。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流入量为 95.68 亿元，由上年净流出转为净流入。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额为-155.36 亿元，投资活动现金流量净额为-36.31 亿元，筹资活动现金流量净额为 269.82 亿元。

6. 偿债能力

**跟踪期内，公司作为国有上市公司，融资渠道通畅，未使用授信额度很大，过往债务履约情况良好，整体偿债能力极强。**

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.75 倍和 0.52 倍下降至 1.61 倍和提高至 0.57 倍。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 1.18 倍下降至 1.03 倍，现金类资产对短期债务的保障程度仍较高。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 128.64 亿元，较上年略降 0.58%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 9.67%）和利润总额（占 85.93%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.80 倍提高至 2.82 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍下降至 0.13 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2019 年末，公司对外提供担保 25.08 亿元，担保比率为 3.79%。被担保方主要为合作房地产项目公司，公司或有负债风险可控。此外，公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保 408.84 亿元，公司或有负债较低。

截至 2019 年末，公司及子公司作为原告的未决诉讼涉案金额 1.37 亿元；截至 2020 年 5 月末，公司及子公司作为原告的未决诉讼涉案金额 3.45 亿元。公司涉诉事项均为供应链业务合同买卖纠纷，相对公司资产规模较小，且公司已计提部分减值准备，预计不会对公司产生重大不利的影响。

截至 2019 年末，公司及其下属子公司获得金融机构授信总额为 1,535.39 亿元，尚未使用的授信额度为 795.61 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1035020300007710 8），截至 2020 年 5 月 28 日，公司未结清中无关注类及不良类信贷信息记录，已结清中有 22 笔关注类记录，主要系银行系统问题所致。

7. 公司本部财务概况

**截至 2019 年末，公司本部资产主要为其他应收款和长期股权投资为主，货币资金较为充足，负债水平较高，债务负担较重，权益结构稳定性较强。2019 年，公司本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益，经营活动现金流为净流入状态。**

截至 2019 年末，公司本部资产总额 224.38 亿元，较年初增长 7.13%，主要系其他应收款增长所致；其中，流动资产 138.02 亿元（占比 61.51%），非流动资产 86.37 亿元（占比 38.49%）；从构成看，流动资产主要由货币资金（占 21.29%）、其他应收款（占 75.08%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 93.62%）构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 29.39 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额 130.67 亿元，较年初增长 15.34%。其中，流动负债 120.68 亿元（占比 92.36%），非流动负债 9.99 亿元（占比 7.64%）；从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 75.92%）、一年内到期的非流动负债（占 8.11%）和其他流动负债（占 8.43%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 99.95%）构成。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 58.23%，较年初上升 4.14 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 93.72 亿元，较年初下降 2.53%，主要系利润分配所致。其中，股本为 28.35 亿元（占 30.25%）、资本公积合计 26.57 亿元（占 28.35%）、未分配利润合计 26.74 亿元（占 28.53%）、盈余公积合计 12.13 亿元（占 12.95%）。公司本部所有者权益以股本和资本公积为主，权益稳定性较强。

2019 年，公司本部营业收入为 13.61 亿元，投资收益为 10.44 亿元，净利润为 11.76 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 1,311.84 亿元和 1,305.42 亿元，经营活动现金流量净额为 6.42 亿元；投资活动现金流量净额为 8.59 亿元；筹资活动现金流量净额为-31.68 亿元。

## 七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2019年末，公司现金类资产为360.66亿元，为“17建发01”“19建发01”和“20建发01”待偿本金（39.60亿元）的9.11倍，公司现金类资产对待偿债券本金的覆盖程度高；截至2019年末，公司净资产为661.04亿元，为“17建发01”“19建发01”和“20建发01”待偿本金（39.60亿元）的16.69倍，公司净资产对待偿债券本金偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2019年，公司EBITDA为128.64亿元，为“17建发01”“19建发01”和“20建发01”待偿本金（39.60亿元）的3.25倍，公司EBITDA对待偿债券本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入为4,419.00亿元，为“17建发01”“19建发01”和“20建发01”待偿本金（39.60亿元）的111.59倍，公司经营活动产生的现金流入对待偿债券本金（39.60亿元）的覆盖程度高。

跟踪期内，公司对“17 建发 01”“19 建发 01”和“20 建发 01”的偿还能力极强。

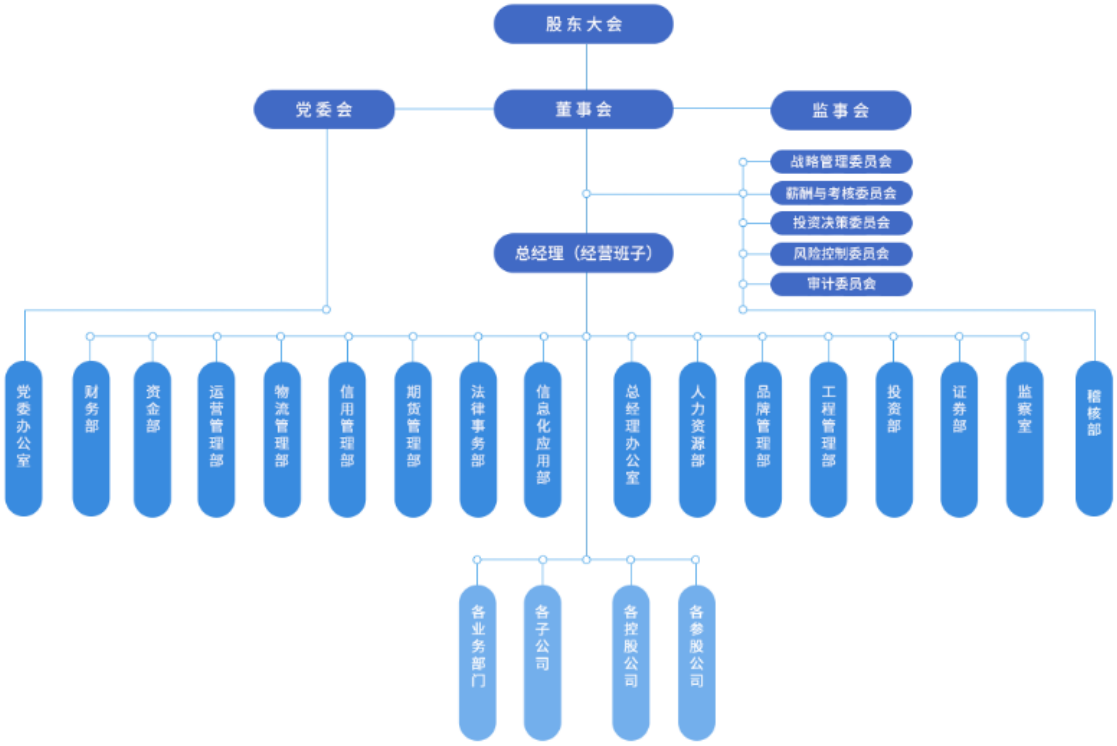
## 八、综合评价

跟踪期内，公司供应链运营业务收入和房地产业务收入均有所增长，土地储备充足，整体经营情况良好；此外，公司资产和净资产规模大幅增长，整体盈利能力仍很强。同时，联合评级也关注到房地产政策调整，公司三四线城市土储面积占比较高，整体债务负担持续加重等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司供应链运营业务稳步发展、房地产在建项目持续销售，公司发展战略逐步落实，公司整体竞争力有望增强，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”，同时维持“17 建发 01”“19 建发 01”和“20 建发 01”的债项信用等级为 AAA。

# 附件 1　厦门建发股份有限公司组织结构图



# 附件 2　厦门建发股份有限公司

## 主要计算指标

| 项目 | 2017 年 | 2018 年 | 2019 年 | 2020 年 3 月 |
|---|---|---|---|---|
| 资产总额（亿元） | 1,754.30 | 2,174.54 | 2,953.99 | 3,343.56 |
| 所有者权益（亿元） | 437.47 | 544.18 | 661.04 | 661.62 |
| 短期债务（亿元） | 228.77 | 206.63 | 349.32 | 484.25 |
| 长期债务（亿元） | 455.06 | 513.87 | 619.09 | 751.43 |
| 全部债务（亿元） | 683.83 | 720.50 | 968.41 | 1,235.68 |
| 营业收入（亿元） | 2,186.02 | 2,803.82 | 3,372.39 | 674.60 |
| 净利润（亿元） | 48.26 | 76.32 | 79.63 | 24.26 |
| EBITDA（亿元） | 84.52 | 129.39 | 128.64 | -- |
| 经营性净现金流（亿元） | -185.88 | 47.80 | 112.15 | -155.36 |
| 应收账款周转次数（次） | 62.68 | 52.65 | 46.32 | -- |
| 存货周转次数（次） | 2.75 | 2.30 | 2.03 | -- |
| 总资产周转次数（次） | 1.45 | 1.43 | 1.32 | 0.21 |
| 现金收入比率（%） | 109.58 | 110.22 | 117.33 | 128.81 |
| 总资本收益率（%） | 6.52 | 8.01 | 6.36 | -- |
| 总资产报酬率（%） | 5.28 | 6.32 | 4.80 | -- |
| 净资产收益率（%） | 12.63 | 15.55 | 13.21 | 14.67 |
| 营业利润率（%） | 5.53 | 6.88 | 5.91 | 6.43 |
| 费用收入比（%） | 3.00 | 3.04 | 2.72 | 1.79 |
| 资产负债率（%） | 75.06 | 74.98 | 77.62 | 80.21 |
| 全部债务资本化比率（%） | 60.99 | 56.97 | 59.43 | 65.13 |
| 长期债务资本化比率（%） | 50.99 | 48.57 | 48.36 | 53.18 |
| EBITDA 利息倍数（倍） | 2.96 | 2.80 | 2.82 | -- |
| EBITDA 全部债务比（倍） | 0.12 | 0.18 | 0.13 | -- |
| 流动比率（倍） | 1.78 | 1.75 | 1.61 | 1.60 |
| 速动比率（倍） | 0.75 | 0.52 | 0.57 | 0.60 |
| 现金短期债务比（倍） | 0.84 | 1.18 | 1.03 | 0.89 |
| 经营现金流动负债比率（%） | -22.13 | 4.32 | 6.75 | -8.10 |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 2.13 | 3.27 | 3.25 | -- |

注：1．本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2．2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3．公司其他流动负债和其他非流动负债中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算；4．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5．本报告中部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，这些差异是指标计算口径不同造成的

# 附件 3　有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---|---|
| **增长指标** | |
| 年均增长率 | （1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100%<br>（2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100% |
| **经营效率指标** | |
| 应收账款周转率 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转率 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转率 | 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% |
| **盈利指标** | |
| 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-税金及附加）/营业收入×100% |
| 费用收入比 | （管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100% |
| **财务构成指标** | |
| 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% |
| **长期偿债能力指标** | |
| 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 |
| **短期偿债能力指标** | |
| 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） |
| **本期公司债券偿债能力** | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期公司债券到期偿还额 |
| 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/本期公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额 |

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+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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

# 附件 4　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。