

信用等级公告

联合[2016]1448 号

厦门建发股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对厦门建发股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2017 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年十二月十二日

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

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

厦门建发股份有限公司

公开发行 2017 年公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA

公司长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

债券规模：不超过 55 亿元人民币（含）

债券期限：不超过 10 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 12 月 12 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额（亿元）	800.45	935.23	994.33	1,354.89
所有者权益（亿元）	163.55	221.79	266.70	276.13
长期债务（亿元）	145.29	162.93	184.64	294.51
全部债务（亿元）	301.55	325.62	311.29	511.17
营业收入（亿元）	1,020.68	1,209.25	1,280.89	872.46
净利润（亿元）	33.92	33.74	35.64	15.61
EBITDA（亿元）	50.02	52.15	56.20	--
经营性净现金流（亿元）	-19.21	-4.72	57.77	-59.47
营业利润率（%）	7.38	6.40	7.03	5.52
净资产收益率（%）	23.14	17.51	14.59	--
资产负债率（%）	79.57	76.28	73.18	79.62
全部债务资本化比率（%）	64.48	59.48	53.86	64.93
流动比率（倍）	1.46	1.55	1.59	1.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.16	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.13	3.68	3.30	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.91	0.95	1.02	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2、2016 年三季报未经审计，相关指标未年化；3、2013~2016 年 9 月底，其他流动负债中短期融资券已纳入短期债务及相关指标核算；4、2015~2016 年 9 月底，长期应付款中有息债务已纳入长期债务及相关指标核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）的评级反映了其作为供应链运营与房地产开发的双主业企业，其供应链运营业务在业务规模、贸易网络、运营价值链、信用与价格风险管控体系等方面的优势；公司房地产板块品牌信誉度较好、综合开发实力较强。近年来，公司营业收入增长较快、供应链运营业务盈利能力稳定、房地产业务盈利能力较好。同时，联合评级也关注到钢铁、化工等行业景气度下降、人民币汇率波动增大、房地产政策调整、公司三四线城市土储面积占比较高、有息债务规模增长较快、债务负担较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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

优势

1. 公司供应链运营业务规模较大，贸易网络覆盖地域广泛，形成了较为完善的运营价值链。公司供应链运营业务收入呈持续增长态势，盈利能力稳定。
2. 公司供应链运营业务形成了 10 个核心板块，可以有效分散下游行业波动风险。
3. 公司建立了较为良好的信用与价格风险管控体系，有利于降低公司供应链运营风险。
4. 公司房地产开发业务品牌信誉度较好，综合开发实力较强。

5. 公司房地产业务稳定发展，盈利能力较强；销售规模迅速上升，预收售房款规模很大，为未来收入结转提供支撑。

关注

1. 我国钢铁、饲料、化工等行业不景气对公司供应链运营业务有一定不利影响。人民币汇率波动较大，公司外贸业务面临一定汇率波动风险。

2. 房地产行业高速发展的阶段已经过去。同时房地产政策面临局部性调整，调控政策再度趋紧。公司土地储备位于调控城市占比较高，未来项目销售受政策影响较大。公司土地储备三、四线城市土储面积占比较高，未来面临一定去化压力及减值可能。

3. 公司有息债务规模增长很快，债务负担较重。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

高永亮

电话：010-85172818

邮箱：gaoyl@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 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因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。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：



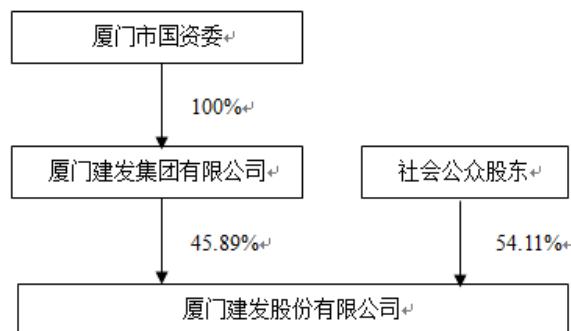
联合信用评级有限公司

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”。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%；社会公众股持有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2016年9月底，公司注册资本28.35亿元，总股本为28.35亿股，其中建发集团持股比例45.89%，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%股权，为公司最终实际控制人。

图1 截至2016年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

目前公司主营供应链运营业务和房地产业务，其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等。

截至2016年9月底，公司下设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部、信息化应用部、投资部等14个部门（详见附件一）；合并范围子公司共340家；拥有在职员工11,943人。

截至2015年底，公司资产总额为994.33亿元，负债合计727.63亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计266.70亿元，其中归属于母公司所有者权益190.95亿元。2015年，公司实现营业收入1,280.89亿元，净利润（含少数股东损益）35.64亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为26.41亿元；经营活动产生的现金流量净额57.77亿元，现金及现金等价物净增加额31.16亿元。

截至2016年9月底，公司资产总额为1,354.89亿元，负债合计1,078.77亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计276.13亿元，其中归属于母公司所有者权益200.15亿元。2016年1~9月，公司实现营业收入872.46亿元，净利润（含少数股东损益）15.61亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为13.15亿元；经营活动产生的现金流量净额-59.47亿元，现金及现金等价物净增加额46.11亿元。

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：张勇峰。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“厦门建发股份有限公司公开发行 2017 年公司债券”，发行规模为不超过人民币 55 亿元（含 55 亿元），可一次发行或分期发行。本次债券存续期限为不超过 10 年（含 10 年），可以为单一年限品种，也可以是多种期限的混合品种，面向合格投资者公开发行。本次债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本次债券票面利率由公司与主承销商根据询价结果协商确定。本次债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金使用用途

本次公司债券的募集金额拟将 27.95 亿元用于偿还有息债务，剩余 27.05 亿元用于补充供应链业务的营运资金。

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贸易行业和房地产行业展开。

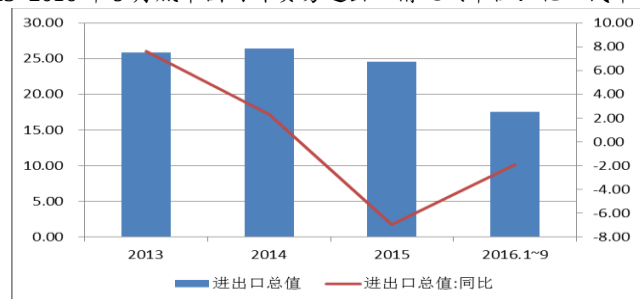
1. 贸易行业

（1）行业概况

中国对外贸易增速放缓

2013~2015 年，国内经济下行压力较大，对外贸易发展进入新常态。据海关统计，2015 年，我国货物贸易进出口总值 24.59 万亿元人民币，比 2014 年下降 7%。其中，出口 14.14 万亿元，同比下降 1.8%；进口 10.45 万亿元，同比下降 13.2%；贸易顺差 3.69 万亿元，扩大 56.7%。2016 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 17.53 万亿元人民币，比上年同期下降 1.9%。其中，出口 10.06 万亿元，下降 1.6%；进口 7.47 万亿元，下降 2.3%；贸易顺差 2.59 万亿元，扩大 0.6%。

图 2 2013~2016 年 9 月底中国对外贸易进出口情况（单位：亿人民币、%）



数据来源：Wind 资讯

2013~2015 年，在各国宽松政策的刺激下，世界经济复苏的步伐有所加快。随着美联储于 2015 年末上调联邦基准利率，欧元区经济走出衰退，金融市场趋于稳定；日本刺激政策收到成效，增长信心得到提振。全球跨国投资缓慢回稳，主要能源资源供应充足，通胀压力不大，促进外贸发

展的积极因素开始增多。

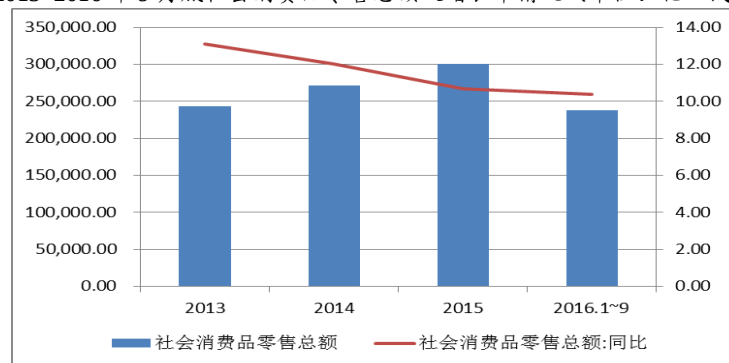
从贸易方式看，一般贸易出口保持增长，成为拉动出口的主要力量。2015 年，一般贸易出口 12,173 亿美元，同比增长 1.2%，占外贸出口 53.5%，比 2014 年同期提高 2.1 个百分点；加工贸易出口 7,978 亿美元，同比下降 9.8%，占外贸出口 35%，比 2014 年同期下降 2.7 个百分点。

从主要产品看，我国贸易产品结构不断优化。2015 年，我国出口机电产品 8.15 万亿元，增长 1.2%，占出口总值的 57.7%，较上年提升 1.7 个百分点。其中，手机、船舶、灯具等出口分别增长 8.5%、13.3%、15%。七大类劳动密集型产品出口 2.93 万亿元，下降 1.7%，占外贸出口 20.7%，其中纺织品、服装、鞋分别下降 2.3%、6.4%和 4.8%。2015 年，我国部分大宗商品进口量保持增加。其中，进口铁矿砂 9.53 亿吨，增长 2.2%；原油 3.34 亿吨，增长 8.8%。同期，我国进口价格总体下跌 11.6%。其中，铁矿砂、原油、成品油、大豆、煤炭和铜等大宗商品价格跌幅较深。同期，我国出口价格总体下跌 1%，跌幅明显小于同期进口价格总体下跌幅度。由此测算，2015 年我国贸易价格条件指数为 112.1，表明我国出口一定数量的商品可以多换回 12.1%的进口商品，意味着我国贸易价格条件明显改善，对外贸易效益有所提升。

国内贸易稳步发展

2011 年以来，国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局数据显示，2015 年我国社会消费品零售总额 300,931 亿元，比上年名义增长 10.7%，扣除价格因素实际增长 10.6%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 258,999 亿元，比上年增长 10.5%，乡村消费品零售额 41,932 亿元，增长 11.8%。按消费形态分，餐饮收入 32,310 亿元，比上年增长 11.7%，商品零售 268,621 亿元，增长 10.6%，其中限额以上单位商品零售 133,891 亿元，增长 7.9%。数据显示，全年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 66.4%，比上年提高 15.4 个百分点。2016 年 1~9 月份，社会消费品零售总额 238,482 亿元，同比增长 10.4%。其中，限额以上单位消费品零售额 108,44 亿元，增长 7.8%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 204,940 亿元，同比增长 10.3%；乡村消费品零售额 33,542 亿元，增长 10.9%。按消费类型分，餐饮收入 25,614 亿元，同比增长 11.0%；商品零售 212,868 亿元，增长 10.3%。

图 3 2013~2016 年 9 月底社会消费品零售总额及增长率情况（单位：亿人民币，%）



资料来源：国家统计局

总体看，目前，全球经济依随旧处于深度调整之中，但是全球经济已有所复苏，对外贸易发展质量效益有所改善，总体稳中趋好，发展进入新常态；对内贸易规模增速逐渐趋稳，未来随着中国产业转型和产能优化，国内贸易将不断优化发展。

（2）行业竞争

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，部分产业供过于求矛盾凸显，传统制造业产能普遍过剩，行业利润大幅下滑，中小企业普遍经营困难，对进出口增长产生一定抑制；同时，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

国际贸易竞争优势不断弱化

目前，我国面对东南亚等新兴市场的低成本竞争时已不具备成本优势，人民币升值不断削弱我国商品出口的竞争力，劳动力、土地等要素成本也处于上升阶段，这会对我国外贸行业未来发展造成较大影响。其次，目前我国企业普遍存在劳动力缺口、工人工作效率较低、随意性强、人员流动性大等问题，增加了企业的管理成本。同时，中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。自 1995 年以来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。

总体看，我国贸易行业成本上升，国际贸易方面我国贸易企业竞争优势逐渐被削弱，国内贸易行业市场竞争激烈，进而导致行业利润大幅下滑。

（3）主要贸易品行业情况

钢铁行业

2012 年以来中国钢铁行业饱受产能过剩、产业集中度低、行业无序竞争等问题的困扰，钢铁行业逐步进入周期性低谷。进入 2015 年，国内经济增长步伐进一步放缓，下游需求不振导致钢材价格大幅下跌，钢铁企业呈现大面积亏损，粗钢产量近二十年来首次出现负增长，钢铁行业形势异常严峻。与此同时，中国政府通过出台政策法规及指导意见，加快落后产能淘汰，引导钢铁企业重组或整合，细化污染物排放和能耗指标要求，并鼓励钢铁企业进行产业结构优化升级，以适应经济低速增长的新常态。

2013~2015 年，我国钢铁产量增速持续放缓，其中生铁产量年均复合减少 1.42%；粗钢产量年均复合增长 1.58%；钢材（含重复材）产量年均复合增长 1.90%。2015 年，全国生铁产量 69,141.51 万吨，同比下降 3.45%，生产粗钢 80,382.26 万吨，同比下降 2.33%，生产钢材（含重复材）112,349.52 万吨，同比增长 0.56%。2016 年 1~10 月，全国生铁产量 58,635.30 万吨，同比增长 0.10%；生产粗钢 67,296.00 万吨，同比下降 0.32%；生产钢材（含重复材）94,829.40 万吨，同比增长 2.40%。

从国内下游需求来看，2013~2015 年，我国钢铁表观消费量缓慢增长，分别为 101,900 万吨、103,981 万吨和 102,432 万吨，2015 年增速较 2014 年下降了 3.53 个百分点，主要系受对钢材消耗量大的固定资产投资增速大幅回落影响所致。2015 年，全国固定资产投资（不含农户）55.16 万亿元，同比名义增长 10%，增速同比回落 5.7 个百分点。2015 年，全国房地产开发投资 9.6 万亿元，同比名义增长 1%，增速同比回落 9.5 个百分点；房屋新开工面积同比下降 14%，土地购置面积同比下降 31.7%。2015 年，规模以上工业增加值同比增长 6.1%，增速同比回落 2.2 个百分点；

高技术产业增加值比上年增长 10.2%，比规模以上工业快 4.1 个百分点，传统用钢行业增加值增速普遍回落。2015 年，房地产开发投资仅增长 1%，大宗原材料行业、传统制造行业特别是重化工业困难重重，下游市场需求持续低迷，造成钢材市场需求明显下降。2016 年 3 月以来，我国钢铁表观消费量同比增速由负转正，并在 9 月份达到 1~10 月份的峰值，同比增长 7.07%，与固定资产投资增速相关，2016 年 1~9 月，我国固定资产投资（不含农户）426,906 亿元，同比增长 8.2%。

截至 2015 年底，钢铁协会 CSPI 中国钢材价格指数为 55.35 点，与上年同期相比下降 26.72 点，降幅 32.16%。从全年看，各月指数均低于上年同期，2015 年各月 CSPI 平均值为 66.43 点，同比下降 24.89 点，降幅为 27.26%。2015 年，长材价格下跌超过 800 元/吨，板带材及管材价格下跌超过 1,000 元/吨。钢材价格的持续下跌是导致企业生产经营困难的直接原因。进入 2016 年，我国钢材价格指数大幅回升，由 1 月份的 57.75 点上升至 10 月份的 76.30 点，主要系煤炭、铁矿石等原材料的价格上涨以及供需错配所致。

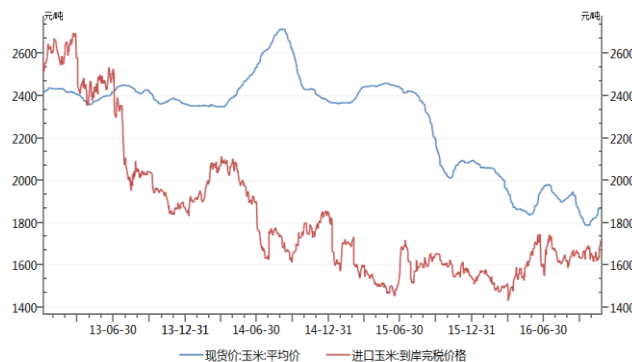
总体看，2015 年公司主要贸易品种钢材市场价格水平持续走低，行业长期处于供大于求局面；受原材料价格上涨以及供需错配影响，2016 年钢材价格有所回升。

饲料行业

我国畜牧业的饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，

从供需情况来看，2013~2015 年，我国饲料行业积极适应发展环境变化，加快产业融合整合，饲料产量逐年增长，年均增长率为 26.93%；2016 年 1~9 月，全国饲料产量为 2,362.08 万吨，同比增长 4.50%。从国内需求来看，随着中国经济的持续高速发展，人们对小麦、大米等口粮的需求量越来越小，而对肉、蛋、奶等动物产品需求量则越来越大。但近年来，我国生猪市场供求市场呈现短缺局面，以及养殖利润下降和禽流感疫情影响，我国生猪、禽类存栏量处于下降趋势，导致我国饲料工业产量及全行业饲料原料需求出现下降。2015 年我国生猪存栏量为 38,379 万头，同比下降 8.96%；全国蛋鸡总存栏量为 14.56 亿只，较 2014 年同期增加 6%左右。2016 年上半年，全国生猪存栏量为 37,634 万头，同比下降 2.15%；蛋鸡总存栏量为 15.26 亿只，同比增加 8.27%。

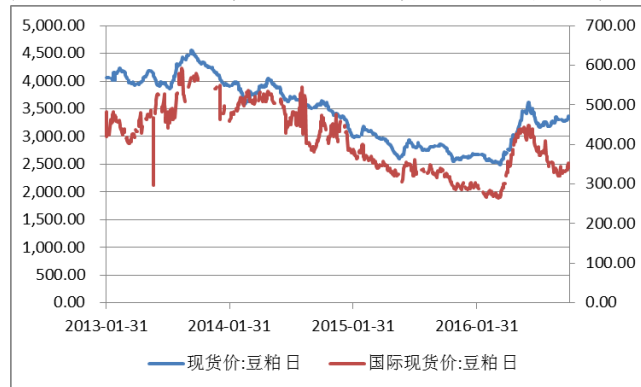
图 4 2013~2016 年 10 月底我国玉米现货价格和进口价格变化情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

豆粕价格方面，近年来豆粕市场整体表现偏弱，主要受国内终端养殖业惨淡，油厂亏损严重，豆粕价格跌势较为明显。2013~2015 年，我国豆粕现货价格整体呈现下跌态势，由 2013 年年初的 4,059.06 元/吨下降至 2015 年底的 2,630.30 元/吨，跌幅比例达 35.19%；豆粕国际现货价格与国内现货价格走势趋于一致，2013 年年初为 482.70 美元/吨，按当时汇率折算，合计人民币约为 2,997.57 元/吨，2015 年底豆粕国际现货价格将至 288.41 美元/吨，按当时汇率折算，合计人民币约为 1,842.94 元/吨。近三年，国内外价差较为明显，豆粕进口量有所提升，分别为 19 千吨、60 千吨和 30 千吨。

图5 2013~2016年10月底我国豆粕现货价格和国际现货价格变化情况（单位：元/吨，美元/吨）



数据来源：Wind 资讯

总体看，饲料作为畜牧业的上游行业，发展与其密切相关；近年来，受供需失衡影响，主要饲料原料价格持续低迷；玉米、豆粕等主要饲料产品国内外价差的存在，使得国外进口饲料优势逐步凸显。

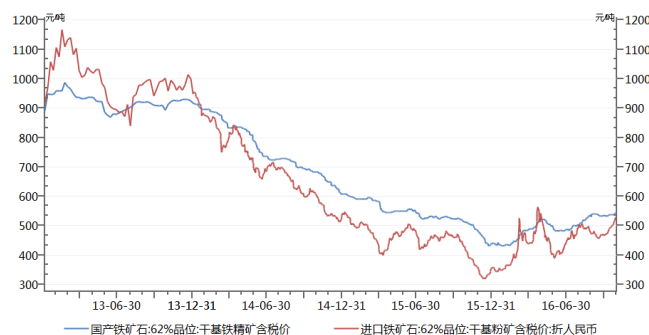
铁矿石行业

铁矿石为生产钢铁最主要的原材料之一。

从供给方面看，国内方面，2013~2015年，我国铁矿石产量有所下降，年均复合减少2.43%。2015年我国铁矿石产量138,128.9万吨，同比增长-7.7%。国际方面，根据海关数据，2013~2015年，我国全年进口铁矿石逐年增长，年均复合增长7.83%，主要系国外铁矿石品位高、价格相对国内铁矿石价格较低所致；2015年，进口铁矿石量为9.53亿吨，同比增长2.2%，其中巴西铁矿石约占中国进口铁矿石的20%，澳大利亚约占64%，分别比2014年上升了18%和5%。我国铁矿石对外依存度不断提升。2016年1~10月，我国铁矿石产量为105,999.70万吨，同比下降6.63%。

受房地产、基建等项目建设减缓，终端钢需走弱影响，我国铁矿石需求下滑，价格持续下跌。在国内需求不振的情况下，海外三大矿山巨头扩大产能以保证其市场规模，使得铁矿石供给增加。因此，铁矿石价格开始呈下行走势，2013~2015年，国产铁矿石价格持续下跌，与国际铁矿石价格差进一步缩小，截至2016年10月底，国产铁精矿含税价格为539元/吨，进口铁矿石含税价格为494.84元/吨，略低于国产价格。

图6 2013~2016年10月底我国国产铁矿石和进口铁矿石价格变化情况（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

总体看，全球铁矿石市场仍将处于供大于求局面，铁矿石价格仍将低位徘徊。我国铁矿石进口量逐年增长，对外依存度不断提高。

汽车行业

汽车行业是国民经济的基础性行业，近十年来发展迅速，汽车保有量规模不断扩大，增速放缓但仍处于较高水平。从供需情况看，近年来我国汽车产销继续保持稳定增长，2014 年我国汽车产销分别为 2,372.29 万辆和 2,349.19 万辆，同比分别增长 7.26%和 6.86%；其中乘用车产销分别为 1,991.98 万辆和 1,970.06 万辆，产销同比增长分别为 10.14%和 9.88%。2015 年，我国全年汽车累计产量和销量分别为 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆，同比增长 3.25%和 4.68%；其中乘用车累计产量和销售分别为 2,107.94 万辆和 2,114.63 万辆，同比增长 5.78%和 7.30%；2016 年 1~9 月，中国汽车产销量分别为 1,971.80 万辆和 1,936.04 万辆，同比分别增长 13.17%和 12.30%；其中乘用车销量同比增长 15.15%，商用车销量增长 3.97%。截至 2016 年 9 月末，我国汽车保有量已经达到 1.88 亿量，仅次于美国。从增长速度来看，2010 年，我国汽车保有量同比增长达到 19.25%，增速达到最高值，随后增速不断降低，但始终保持在 10%以上。

总体看，国内汽车行业产销量持续提升，但增幅趋势逐渐放缓。

（4）行业政策

支持外贸、促进进口、调整结构政策不断升级

2012 年 4 月，国务院出台了《关于加强进口促进对外贸易平衡发展的指导意见》，要求在保持出口稳定增长的同时，更加重视进口，坚持进口与出口协调发展原则，优化进口结构，稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口。2013 年国务院发布了 83 号文件，推出了促进进出口稳增长、调结构的 12 条措施，稳定了外贸增长预期，激发了市场活力。2014 年，国家在深化实施 83 号文件的基础上，在税收、金融、投资等方面提出更多的政策措施，如促进信息消费政策、新能源汽车补贴政策以及促进风电发展的意见等政策都将进一步增强战略性新兴产业的增长动力。2014 年 5 月，国务院办公厅发布《关于支持外贸稳定增长的若干意见》，涉及完善人民币汇率形成机制、放开原油进口限制以扩大原油进口渠道、保持货物贸易的稳定增长、支持服务贸易的发展、同时扩大营改增范围、对服务出口实行零关税或者免税，鼓励增加消费品进口等 16 条意见。

出口退税政策多次调整

2009 以来，为了降低国际金融危机的负面影响，中国连续 7 次大规模上调劳动密集型产品和机电产品的出口退税率（见下表），一定程度上增强了市场信心，缓解了出口紧张局面。2010 年以来，国家为了促进产业结构调整、推进节能减排，于 2010 年 7 月取消了六大类 406 种产品的出口退税，这是继 2008 年下半年中国重启上调出口退税率政策以来，国家首次对出口退税政策进行反向调整。此次取消退税的 406 个税号仅占海关税号总数的 3%左右，2009 年上述产品实现出口 110 亿美元，仅占当年出口总额的 1%左右，预计不会造成出口的大幅下滑；同时有利于引导企业优化产品结构，提高出口产品质量和档次。2012 年以来，中国外贸增速受到一定程度的波动，特别是 7 月份后，出口增速由于外部有效需求不断萎缩而急剧回落。2012 年 9 月，国务院出台了 8 项措施促进外贸稳定增长，倡导加快出口退税进度、扩大出口信用保险、扩大贸易融资规模等。联合评级认为上述措施有利于一定程度上减轻行业内企业的资金流压力。2015 年 3 月，根据《关于完善出口退税负担机制有关问题的通知》，从 2015 年起，出口退税（包括出口货物退增值税和营业税改征增值税出口退税）全部由中央财政负担，地方 2014 年原负担的出口退税基数，定额上缴中央。同时，中央对地方消费税不再实行增量返还，改为以 2014 年消费税返还数为基数，实行定额返还。

出口关税及相关费用减免，利好贸易企业

根据国务院关税税则委员会发布《关于调整部分产品出口关税的通知》，自 2015 年 5 月 1 日起，取消钢铁颗粒粉末、稀土、钨、钼等产品的出口关税；对铝加工材等产品出口实施零税率。2015 年 8 月，国务院进一步降低中央管理的进出口环节部分收费，重新核定地方管理的经营服务收费标准，原则上只降不升；统一内外贸港口计费规定，建立定期成本监审和公开制度，规范港口码头收费；禁止进出口环节强制、指定服务和收费行为，推进竞争性服务准入和收费市场化。同年 10 月，《关于影视等出口服务适用增值税零税率政策的通知》决定，自 2015 年 12 月 1 日起，对影视服务、离岸服务外包等出口服务适用增值税零税率政策。12 月份，经国务院批准，2016 年将适度扩大日用消费品降税范围，以暂定税率方式降低进口关税税率相对较高、进口需求弹性较大的箱包、服装、围巾、毯子、真空保温杯、太阳镜等商品的进口关税。

整体看，近年来贸易行业无论在内贸还是出口方面均得到了国家在税收和价格方面的大力支持，发展前景良好。

（5）行业关注

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。2013 年以来人民币对美元加速升值，人民币对美元汇率中间价年内累计升幅将近 3%。尽管 2014 年以来，人民币出现短期贬值，但其波动幅度不大。但自 2015 年 8 月以来，随着世界经济的动荡，人民币贬值幅度巨大。尽管人民币贬值有利于企业增加出口收入，但对外贸企业的锁定汇率和远期结汇带来了巨大的风险。

外部贸易环境日趋复杂

2015 年，共有 23 个经济体对华启动 98 起贸易救济调查，比 2014 年微幅增加 3 起，增幅为 3.16%。其中，反倾销 72 起，同比猛增 15 起，增幅达 26.3%；反补贴 9 起，同比减少 5 起，降幅达 35.7%；保障措施 17 起，同比减少 7 起，降幅达 29.2%；特别保障措施 0 起，同比持平。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的，且高科技产品成为摩擦的新热点。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

（6）行业发展

内贸方面，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

外贸方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

总体看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

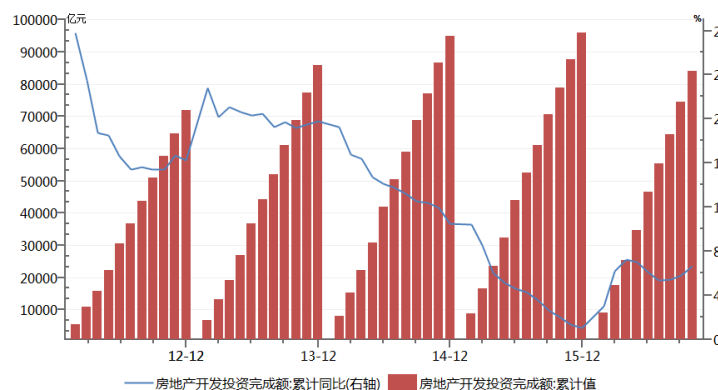
2. 房地产行业

(1) 行业概况

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

从近年房地产业发展趋势来看，2012年，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入2013年，我国房地产市场景气度有所回升，2013年全年房地产开发投资86,013.38亿元，同比增长19.79%，增速同比提高3.6个百分点。2014年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014年全年房地产开发投资95,035.61亿元，名义同比增长10.49%，较2013年同期增速大幅下滑9.30个百分点。受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015年，全国房地产开发投资95,978.84亿元，较上年名义增长1.0%，增速较上年同期下滑9.5个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资64,595.24亿元，同比增长0.38%；办公楼投资6,210.00亿元，同比增长10.1%；商业营业用房投资14,607.00亿元，同比增长1.82%。受信贷刺激以及去库存政策的影响，2016年房地产行业回温，2016年1~10月份，全国房地产开发投资87,702.38亿元，同比增长1.30%。其中，住宅投资56,294亿元，增长5.9%，增速提高0.8个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为67.0%；全国办公楼开发投资额为5,308.36亿元，同比增长6.20%；商业营业用房开发投资额为12,941.15亿元，同比增长7.80%。

图7 2012~2016年10月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

从土地供应方面看，土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升1%外，二、三线城市土地出让金分别下降7%和19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升19%和2%到9,180元/平方米和27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升18%和10%到1,560元/平方米和17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升1%和2%到751元/平方米和8%。2016年1~9月，受信贷刺激与去库存政策影响，土地市场止跌企稳，大型房企在一、二线市场抢地，出让金、楼面均价和土地平均溢价率同比增长较大，但推出面积与成交面积同比变化较小；2016年前三季度，全国300城共成交土地15,585宗，较去年减少7%，成交面积57,508万平方米，同比减少2%。土地出让金大幅增长，总额达到19,262亿元，同比大增40%。其中，住宅用地出让金总额15,021亿元，同比增加56%。

从市场供需方面看，2015 年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于上年同期表现，主要得益于中央多轮降准降息、降首付、减免税费等降低购房成本；地方政策灵活调整，采取税费减免、财政补贴、取消限购限外等多措施刺激消费。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。进入 2016 年，随着信贷刺激以及各种政府政策的出台，房地产市场不断升温。2016 年 1~10 月，全国商品房销售面积 120,338 万平方米，同比增长 26.8%。其中，住宅销售面积增长 27.0%，办公楼销售面积增长 36.8%，商业营业用房销售面积增长 19.3%。从供应来看，2016 年 1~10 月，全国房屋竣工面积 65,211 万平方米，同比增长 6.6%。其中，住宅竣工面积 47,828 万平方米，同比增长 5.7%。

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平；2015 年以来，政府为促进消费和拉动投资，提供了多重政策支持，市场需求大幅释放，楼市总体呈回暖趋势。

（2）行业竞争

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

2014 年，20 家典型房企销售业绩同比增长 18%，增速相比去年同比下降了 7 个百分点；房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19%和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51%和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大，其中一季度房企的销售情况并不乐观，从二季度开始逐步好转，三季度后一线和重点二线城市表现火爆、热销项目频现，为房企全年业绩作出了较大贡献。

表 1 2013~2015 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
前 10 大企业销售额占比	13.72%	16.92%	16.87%
前 20 大企业销售额占比	18.88%	22.79%	22.82%
前 10 大企业销售面积占比	8.62%	10.44%	11.31%
前 20 大企业销售面积占比	11.46%	13.65%	14.62%

资料来源：CRIC，中国房地产测评中心。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，千亿房企阵营保持 7 家，2,000 亿房企增至 3 家，2016 年前三季度恒大以 2,900 亿元的销售额超越万科成为行业第一。

表 2 2016 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

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

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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

（3）行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2014~2015 年，国家对房地产市场调控力度逐渐放宽，先后出台了多项利好政策，促进房地产市场平稳健康发展。在信贷支持方面，2015 年央行则分别于 3 月、5 月、6 月、9 月、10 月五次降息降准。经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 4.9%，公积金贷款利率降至 3.25%；相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放；2015 年 11 月，中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存，以促进房地产持续健康发展。

表 3 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设工作工作的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划。
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2015 年 10 月	公积金异地贷款业务全面推行
2015 年 10 月	全面二孩政策
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例。
2016 年 2 月	国家财政部、国家税务总局和住房城乡建设部三部门发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》

2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
--------------	---

资料来源：联合评级搜集整理

进入2016年，一线及部分二线城市房地产市场价格增长过快。中央及部分地方政府为了应对房价快速上涨防止房地产市场泡沫化，2016年“十一假期”，全国一线及重点二线合计21个城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、苏州、武汉、天津、东莞等二线城市）陆续推出房地产调控政策，从限购、限贷和限价三个方面具有不同程度的趋严。一线城市中广州提高了首套房最低首付比率至30%，同时提高而有一套住房相应购房款未结清购买二套房首付比率不低于至70%，北京与上海对新房销售价格实施限制。重点二线城市均对购房进行了限制，同时部分城市上调了购房首付比率。为进一步控制房地产融资风险，2016年10月底，上证所与深交所先后下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，明确房地产企业债募集资金不得用于购置土地，并细化了房地产企业发债的准入门槛。对房地产、产能过剩行业分别采取了“基础范围+综合指标评价”、“产业政策+综合指标评价”的分类监管标准，并规定了房地产、煤炭和钢铁企业应合理审慎确定募集资金规模、明确募集资金用途及存续期披露安排。11月11日，国家发改委下发《关于企业债券审核落实房地产调控政策的意见》，要求严格限制房地产开发企业发行企业债券融资用于商业性房地产项目。

总体看，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。但是，随着一线及重点二线城市房地产市场过热等影响，2016年“十一”期间，21个城市推出房地产调控政策，房地产企业融资渠道进一步收紧，使得房地产政策环境再度趋紧。

（4）行业关注

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来政府对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年，房地产行业总体资产负债率为76.40%，较2014年的74.58%提高了1.82个百分点，房地产行业整体债务率较高。2015年，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升。

房地产调控政策再度趋严

进入2016年10月份，我国房地产调控政策再度趋严，全国21个城市陆续出台从限购、限价和限贷三个方面对房地产行业进行调控。不排除此轮调控会有后续政策继续出台的可能性，房地产行业可能再度面临进入行业紧缩期的可能。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，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。

市场格局持续分化

近年来随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

(5) 未来发展

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015 年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

房企之间并购加速，品牌房企热衷于股权收购，行业竞争格局更加激烈

2016 年以来，龙头房企更加展现自身“强者恒强”的综合实力，甚至通过兼并收购的方式扩大市场份额。一方面，央企加快整合，中海与中信的整合，保利与中航的整合，催生了集团化或巨无霸模式，带来行业格局的改变；另一方面，恒大、融创等房企通过自身规模优势、财务优势、融资优势等积极并购入股其他房企，如恒大 8 月正式控股嘉凯城，接连举牌廊坊发展，积极入股万科等，而融创以 138 亿元收购联想旗下地产企业融科置地，40 亿元入股金科，成为金科第二大股东。品牌房企的整合并购势必将压缩小企业的生存空间，行业竞争格局将更加激烈。

转变盈利模式，提升经营收益

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

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以供应链运营和房地产开发为主的现代服务型企业。

公司供应链运营领域涉及品种广泛，共有 10 大核心业务，包括：7 项工业品相关贸易业务（浆纸、钢铁、矿产、农产品、轻纺、化工和机电产品）和 2 项消费品相关贸易业务（汽车、酒类）以及综合物流服务。经过多年发展，公司已在全国主要城市建立了贸易分销机构与物流设施网络，并与 150 个国家和地区建立了业务关系。公司通过对其贸易、物流等业务的整合，构建了以贸易为核心、以物流仓储为基础、以实业投资和金融服务为纽带的完整价值链。公司进出口贸易额连续多年位居国外贸易 500 强前列和福建省第三产业 300 大企业中净出口业务类别首位。根据财富杂志“中国上市公司 500 强”排行榜，公司 2015 年位列第 43 位。根据中国对外经济贸易统计学会统计，公司位列 2015 年中国对外贸易 500 强企业第 70 位。

公司房地产业务由其下属控股子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，注册资本 21.00 亿元，持股比率 95%）和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发地产”，注册资本 20.00 亿元，公司持股 54.65%）运营。建发地产在业内树立了较为知名的“钻石”品牌，并获得福建省

著名商标、“建设行业企业信用 AAA 级单位”、“中国房地产百强之星”、“建发地产连续 3 年荣登中国房地产开发企业综合发展 50 强，并在中国房地产业协会、中国房地产测评中心主办的 2016 中国房地产 500 强测评中排名第 35 位，房地产综合开发实力一直居厦门市前三位。联发集团在“2015 年中国房地产开发企业 100 强”榜单中排名第 52 位，先后被评为“中国房地产专业领先品牌 TOP10”、“中国房地产开发企业运营效率 TOP10”等。截至 2016 年 9 月末，公司累计开发房地产 1,668 万平方米，持有土地储备 633.48 万平方米。

总体看，公司供应链运营业务涉及品种类型较多，贸易网络覆盖地域广，形成了完善的运营价值链，公司进出口贸易额规模位居全国前列；公司房地产业务品牌美誉度较好，综合开发实力较强。

2. 人员素质

截至2016年9月末，公司现有董事9位（含3为独立董事），其中董事长1位，监事3位，高级管理人员8位。公司高管人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

公司董事长张勇峰先生，1960 年生，硕士学位，国际商务师。张勇峰先生历任厦门建发电子公司副总经理、厦门建发通讯系统公司副总经理、总经理，公司总经理助理、副总经理、常务副总经理、总经理等职务。2013 年 5 月至今，张勇峰先生任公司董事长、党委书记。

公司总经理郑永达先生，1971 年生，学士学位。郑永达先生历任公司进出口六部总经理、总经理助理、建发包装有限公司总经理，建发纸业有限公司总经理、建发股份常务副总经理等职。2013 年 5 月至今，郑永达先生任公司总经理、董事与党委委员。

截至2016年9月底，公司在职员工11,943人，按照教育程度划分，本科及以上学历占比52.00%，大专学历占比26.00%，高中及以下学历占比22.00%；按岗位职责划分，销售人员占72.00%，技术人员占15.00%，财务人员占3.00%，其他人员占10.00%。

总体看，公司董事及高级管理人员整体素质较高，具有多年行业从业经验和管理经验；公司员工岗位构成和学历构成较合理，能够满足目前经营需要。

3. 区域经济

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

根据“厦门市2015年国民经济和社会发展统计公报”，2015年，厦门全年地区生产总值（GDP）3,466.01亿元，按可比价格计算，比上年增长7.2%。其中，第一产业增加值23.94亿元，下降0.5%；第二产业增加值1,508.99亿元，增长7.9%；第三产业增加值1,933.08亿元，增长6.5%。三次产业结构为0.7：43.5：55.8。按常住人口计算的人均地区生产总值90,378元，增长5.3%，折合14,514美元。

2015年，厦门市全年实现规模以上工业增加值1,254.06亿元，增长7.9%，占全市地区生产总值的36.2%。截至2015年底，全市规模以上工业企业1,647家，实现工业总产值5,030.81亿元，比上年增长8.1%。其中产值超亿元的企业546家，实现产值4,263.93亿元，占全市规模以上工业总产值的84.8%。规模以上工业中，重工业完成产值3,416.91亿元，比上年增长8.1%；轻工业完成产值1,613.90亿元，增长8.2%，重工业与轻工业之比为2.12:1。

2015年，厦门市基础设施投资590.36亿元，增长38.5%，其中交通运输业投资312.85亿元，增长39.0%。工业投资354.59亿元，增长18.7%，其中工业企业技术改造投资251.80亿元，增长15.0%。社会事业投资99.22亿元，增长35.9%。金融业投资11.09亿元，增长34.8%。批发零售业投资18.63

亿元，下降9.5%。

2015年，厦门市全社会固定资产投资1,896.52亿元，比上年增长20.6%，其中固定资产投资（不含农户）1,887.65亿元，增长20.8%。分产业看，第一产业投资下降27.1%，第二产业投资增长17.4%，第三产业投资增长21.8%，三次产业投资比例为0.1:18.9:81.0。

受益于近些年区域经济的持续发展，厦门市财政实力也不断增强。2015年，全市一般公共预算总收入1,001.7亿元，为预算的99.7%，比上年增长10.2%。其中：地方级收入606.1亿元，为预算的100.8%，增长11.5%；上划中央收入395.6亿元，增长8.3%。全市一般公共预算支出652亿元，其中当年预算支出579.3亿元，完成预算的94.9%。全市政府性基金收入360.2亿元，为预算的110.6%，比上年下降3.6%。全市政府性基金支出306.4亿元，其中当年预算支出301.8亿元，完成预算的91.3%。全市国有资本经营收入15亿元，为预算的104.2%，比上年增长21%。全市国有资本经营支出14.5亿元，其中当年预算支出14.2亿元，完成预算的98.6%。

2014年12月末，国务院批复设立中国（福建）自由贸易试验区，厦门片区覆盖43.78平方公里是中国（福建）自由贸易试验区的核心区，厦门片区重点建设两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸区域性金融服务中心和两岸贸易中心。自贸区的设立有助于进一步增进厦门市的经济活力，有利于新兴产业、服务业、贸易和金融产业的发展。

总体看，公司地处海峡西岸经济区和福建自由贸易区的核心城市厦门市，厦门市经济发展情况较好，为公司发展提供了良好的区域环境。

五、公司管理

1. 公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》等法律、法规的要求，设立了股东大会、董事会、监事会，基本形成了股东大会、董事会和监事会各负其责、协调运转、有效制衡的健全的法人治理结构。公司制定了健全的《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》，董事、监事、高级管理人员规范运作的意识也不断加强，从而保证了公司规范运作。

股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针和投资计划和其他重大事项，依法行使职权。

公司设董事会，对股东大会负责。公司董事会由9名董事组成，设董事长和副董事长各1名，独立董事3名。董事由股东大会选举或更换，任期3年，任期届满可以连选连任。公司董事长由董事会过半数选举产生。

公司设监事会，由3名监事组成，其中职工代表监事1名；公司监事会主席1名由全体监事会成员选举产生。公司监事由股东大会选举产生，职工监事由职代会选举产生，监事每届任期三年。公司监事会对公司董事、高级管理人员及公司财务履行职责的合法、合规性进行监督和检查，有效促进公司的规范运作。

公司设总经理1名，全面负责公司日常经营运作和控制管理。公司总经理由董事会聘任或解聘，对董事会负责，主持公司生产管理工作。

总体看，公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司下设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部、信息化应用部、投资部等14个部门。截至2016年9月末，公司合并范围子公司共340家。公司结合实际

情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。

子公司管控方面，公司对子公司通过委派董事监事和高级管理人员等来贯彻公司的要求，落实公司的发展战略，及时了解子公司的重大事项情况，有效控制经营风险。公司建立了公司层面财务控制、经营单位财务控制、会计人员财务控制的分层管理体制，能够对子公司进行有效的财务管理。各子公司的会计核算工作由公司财务部负责指导和监督。各子公司在每月8日前向公司财务部报送上月的经营结果，并按财务报告管理中规定的时间报送财务报告。各子公司的经营预算及其他考核指标由各自董事会审定，专项决策预算由公司董事会审定。公司财务部门对各家子公司的预算执行情况进行逐月分析。公司对子公司的主要财务控制指标实行限额管理，具体包括存货及订货量限额管理、营运资源管理、信用限额管理等内容。以信用限额管理为例，子公司的信用额度由公司风险控制委员会或信用管理部审批。

财务管理方面，财务部根据公司当年的经营情况和公司下年度的经营目标及各经营单位的经营预算拟订下年度的损益预算及管理费用预算等财务预算。公司实行统一授信、独立核算的资金管理制度，对所属企业金融机构授信进行集中授信管理，各所属企业完全独立核算；公司通过委派财务总监对下属各子公司进行资金、核算的动态管理，同时通过信息系统实施动态跟踪监控。

内部审计管理方面，公司设立内部审计机构，制定了《内部稽核管理规定》，并配备四名专职内审人员，独立开展审计监督，负责对本公司及控股子公司的经营管理、财务状况等情况进行审计与监督，对其内部控制制度的健全、有效性进行检查、评估与提出修订完善意见。

应收账款管理方面，公司制定了《信用管理规定》，对授信客户的授信程序和条件进行了严格的控制，公司设有信用管理部，由专人负责及时催收逾期应收账款，并根据外部环境的变化动态评估授信客户的财务状况，从而降低应收账款的坏账风险。

衍生品管理方面，公司总部所操作具有真实贸易背景的远期结售汇、外汇掉期、出口商业发票贴现由公司总部分管财务的副总经理审批，其余金融衍生工具由公司总部董事长审批或公司董事长授权分管财务的副总经理审批。公司所属控股子公司操作的具有真实贸易背景的出口商业发票贴现由所属控股子公司董事长或其授权人审批；具有真实贸易背景的远期结售汇、外汇掉期、期权由公司总部分管财务的副总经理审批，其余金融衍生工具经公司总部分管财务的副总经理审核后报股份公司董事长审批。须经公司贸易风险控制委员会审批的金融衍生工具，必须审批后方可操作。

对外担保制度方面，公司董事会可以自行决定以单笔不超过公司净资产的10%的资金对外担保，董事会权限内审批的对外担保，必须经出席董事会的三分之二以上董事审议同意并做出决议。公司下列对外担保行为，须经股东大会审议通过：①公司及公司控股子公司的对外担保总额达到或超过最近一期经审计净资产的50%以后提供的任何担保；②公司的对外担保总额，达到或超过最近一期经审计总资产的30%以后提供的任何担保；③为资产负债率超过70%的担保对象提供的担保；④单笔担保额超过最近一期经审计净资产10%的担保；⑤对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

总体看，公司内部管理制度较为健全，可以满足公司的日常经营管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司目前已经形成了“供应链运营+房地产”双主业格局。公司供应链运营以国际贸易、国内贸易和物流业务为核心，涉及十大核心业务板块。公司房地产业务则主要依托联发集团和建发

地产进行运营；其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等，实业投资是以供应链业务相关业务投资和盈利性的金融资产投资为主，目前占比很小。2013~2015年，公司营业收入年均增长12.02%，2015年公司实现营业收入1,280.89亿元，较上年增长5.92%；公司营业利润年均增长4.43%，2015年公司实现营业利润49.32亿元，较上年增长7.08%。

从公司营业收入构成情况看，2013~2015年，受益于公司进出口贸易以及国内贸易规模的增大，公司供应链运营业务收入年均增长9.28%，2015年达到1,048.57亿元，较上年增长2.70%，增速有所放缓，主要系钢铁、化工和物流业务收入有所下降以及矿产品、浆纸等业务收入放缓所致；公司供应链运营业务占比逐年下降，主要系公司房地产业务增长较快所致，2015年公司供应链运营业务占比81.86%，较上年下降了2.57个百分点。2013~2015年，受益于房价持续增长以及公司账面结转收入确认增加，公司房地产开发业务年均增长37.02%，2015年公司房地产开发业务实现营业收入229.53亿元，较上年增长24.50%；公司房地产开发业务占比逐年增加，2015年公司房地产开发业务占比为17.92%。公司其他业务营业收入占比不足1%，对公司经营影响较小。

表4 2013~2015年公司营业收入情况（单位：万元，%）

项 目	2013年		2014年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
供应链运营业务	8,780,518.26	86.03	10,209,705.29	84.43	10,485,720.07	81.86
房地产开发业务	1,222,503.30	11.98	1,843,540.38	15.25	2,295,263.44	17.92
其他业务	203,758.35	2.00	39,237.43	0.32	27,872.66	0.22
合计	10,206,779.92	100.00	12,092,483.10	100.00	12,808,856.17	100.00

资料来源：公司提供

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。

从毛利水平看，2013~2015年，公司主营业务毛利率较为稳定，2015年为9.64%，较上年小幅增长1.25个百分点，主要系房地产业务毛利有所增长所致。近三年，公司供应链运营业务毛利率较为稳定但处较低水平，2015年为3.68%，较上年小幅下降0.10个百分点；公司供应链运营业务毛利润占比逐年下降，主要系房地产开发业务毛利润增长较快所致，2015年公司供应链运营业务毛利润占比31.28%。近三年，公司房地产开发业务毛利率呈波动小幅增长态势，2015年为36.00%，较上年增长了3.16个百分点；受益于公司房地产业务规模不断扩大影响，公司房地产毛利润占比逐年增长，2015年占比为67.59%，较上年增长了7.91个百分点。

表5 2013~2015年公司毛利润情况（单位：万元，%）

项 目	2013年			2014年			2015年		
	毛利润	占比	毛利率	毛利润	占比	毛利率	毛利润	占比	毛利率
供应链运营业务	329,235.22	36.48	3.75	385,934.56	38.03	3.78	386,284.75	31.28	3.68
房地产开发业务	400,852.76	44.41	32.79	605,498.07	59.68	32.84	826,218.20	67.59	36.00
其他业务	172,504.91	19.11	84.66	23,190.05	2.29	59.10	22,477.47	1.84	80.64
合计	902,592.90	100.00	8.84	1,014,622.68	100.00	8.39	1,222,323.41	100.00	9.64

资料来源：公司提供

2016年1~9月，公司实现营业收入872.46亿元，同比增长1.03%；其中，公司供应链运营业务实现营业收入779.31亿元；公司房地产开发业务实现营业收入85.46亿元；公司其他业务实现营业收入7.69亿元。公司实现毛利润55.73亿元，毛利率6.39%，较2015年下降了3.25个百分点，主要系房地产开发业务毛利率下降较快所致；其中，公司供应链业务实现毛利润30.60亿元，实

现毛利率 3.93%；公司房地产开发业务实现毛利润 21.31 亿元，实现毛利率 24.93%，较 2015 年下降了 11.07 个百分点，主要系本年前三季度结转项目毛利较低所致。

总体看，公司形成了“供应链运营+房地产”双主业格局，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水平。公司供应链业务近年呈增长态势，毛利率较为稳定。公司房地产开发业务收入呈快速增长态势，盈利能力较强。

2. 供应链运营业务

（1）供应链运营业务模式

2011年起，公司推进“向供应链运营商进行转型”的战略部署。近年来，随着公司业务发展，公司供应链运营各主要业务陆续转移至相关子公司，但出于营销的需要，公司本部也经营钢材、矿产品、化工等领域的贸易业务。公司逐步形成上控资源、下控渠道，中间提供物流、金融、信息等增值服务的经营模式，成为集贸易结算、第三方物流、金融服务、信息服务和方案策划为一体的供应链运营商。公司逐步整合从原材料到制造商到零售终端整条产业链的物流、信息和资金资源，盈利主要来源由商品贸易差价转变为向上游供应商、下游客户提供各类增值服务，有效减弱了宏观经济等外部因素可能对公司盈利能力带来的影响，同时也有效规避了传统贸易业务模式中的价格风险和存货跌价的风险。

公司在全国主要城市建立了贸易分销机构，对内加强业务和机构整合，实行专业化分工，通过各分销机构对各大供应商的信誉、资质进行考核，对外与工厂建立“利益共同体”关系，与一批工厂建立了长期稳定的合作关系。公司根据自身经营所需开发了企业及产品资源计划系统（ERP），搭建了物流、资金流和信息流“三流合一”的管控平台，为全国各地贸易分销机构提供从原材料及零部件采购、运输、储存、成品分销直至送达最终客户的“一站式”供应链服务。

总体看，公司供应链运营业务盈利模式以提供增值服务为主，可以稳定公司盈利能力，以及减少价格变动风险。公司在全国主要城市设有分支机构，建立了较为完善的运营平台，有助于公司供应链业务稳定发展。

（2）信用及价格风险管理

信用风险管理方面，公司对供应商（预付账款）及销售客户（应收账款）的信用评估与授信事项由公司信用管理部统一管理。公司对供应商/销售客户的资信进行调查、评定信用等级并最终确定授信额度。公司征信信息来源主要为获得企业审计报告、银行征信报告、各政府管理部门的失信记录查询平台、网络信息、行业资料以及实地走访等。公司信用管理部设有贷后管理岗位，相关职员对授信客户进行日常跟踪，重点是跟踪合同履行情况；公司对于授信额度较大、所处风险较高行业的授信企业每月会做一次跟踪分析，之后根据分析结论调整授信额度。公司每年 9~11 月份对全部授信企业进行跟踪评定，以重新评估其信用风险，调整授信额度。公司为出口赊销业务一律投保出口信险以覆盖其信用风险敞口。2015 年，公司信用管理部对公司主要经营板块进行分析，大幅下调了钢铁板块的授信额度。目前，公司对下游客户授信约在 200 亿元以下，主要集中在钢铁板块，国有大中型企业占比 70~80%，集中在 20 家左右；除此之外，公司在化工、纸业的大宗商品有一定授信。

公司风险管理委员会设立专门小组对汇率与大宗商品价格波动风险进行管控。汇率波动风险方面，针对自营进口业务，公司签订合同时约定结算时的汇率，根据汇率变动趋势与每笔合同约定的结算周期等因素通过期权、期货等金融工具进行风险对冲；针对代理业务，公司规定所有汇率波动风险都有委托方承担，同时公司会收取汇率保证金。商品价格波动风险方面，公司对大宗

商品贸易实行快进快出的销售与采购方式，不进行囤货，通过快速周转将购、销价格波动的时间差缩短至最小；同时公司通过期货和指数（铁矿石）期货对每笔购、销合同快速周转无法覆盖的风险敞口做套期保值锁定成本。

总体看，公司重视信用风险与价格风险的防范，建立了信用风险与价格风险防范机制，成立了相关管理部门，可以有效防范公司经营风险。

（3）主要板块运营情况

公司贸易品种以浆纸、钢材、矿产品、化工、农产品、机电五矿、轻工纺织、物流、汽车及酒类共计十大核心业务板块为主。其中占比前 5 名的产品板块分别为钢材、农产品、矿产品、纸浆和汽车。2013~2015 年，公司钢材品种贸易收入呈波动增长态势，2015 年公司实现钢材贸易收入 277.60 亿元，同比下降 4.03%，主要系 2015 年国内钢铁价格大幅下行所致；公司农产品贸易收入呈快速增长态势，主要系国外以玉米、豆粕为基础的饲料原料价格低于国内价格，进口需求扩大所致，2015 年公司实现农产品贸易收入 234.45 亿元，同比增长 48.97%；公司矿产品贸易收入呈稳定增长态势，2015 年公司实现矿产品贸易收入 132.03 亿元，同比增长 14.06%，销售额增长幅度大幅低于销售量增幅，主要系 2015 年国际铁矿石价格大幅下降所致；受益于公司浆纸销售情况较好，公司浆纸贸易业务收入呈稳定增长态势；近三年，公司汽车业务呈波动增长态势，2015 年略有下降。2015 年，公司化工贸易及物流业务收入均呈大幅下降态势，主要系上述行业景气度下降，下游企业信用水平下降较快，公司出于对这两个板块的经营风险考虑，缩减了业务量。

表 6 2013~2015 年公司供应链运营业务主要板块产品收入情况（单位：万元，%）

产品	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
钢材	2,393,829	27.26	2,892,597	28.33	2,776,027	26.47
农产品	669,913	7.63	1,573,789	15.41	2,344,547	22.36
矿产品	1,208,191	13.76	1,157,597	11.34	1,320,314	12.59
浆纸	982,426	11.19	1,175,242	11.51	1,206,583	11.51
汽车	512,248	5.83	644,854	6.32	638,813	6.09
化工	716,943	8.17	765,040	7.49	328,234	3.13
轻工纺织	391,504	4.46	497,923	4.88	509,642	4.86
机电五矿	359,542	4.09	495,634	4.85	512,592	4.89
物流	79,236	0.90	61,445	0.60	54,978	0.52
合计	7,313,832	83.30	9,264,121	90.73	9,691,730	92.43

资料来源：公司提供

从贸易构成情况上看，公司供应链运营业务主要包含国际贸易业务、国内贸易业务和物流业务三类。2013~2015 年，公司国际贸易收入稳步增长，年均复合增长率为 14.52%，国内贸易收入波动增长，年均复合增长 4.33%；近三年，受国内宏观经济放缓、大宗商品需求下降影响，内贸业务收入占比逐年下降。2015 年，公司国际贸易、国内贸易和物流服务占供应链运营收入的比重分别为 53.84%、45.64% 和 0.52%。国际贸易方面，进口方面主要是轻工、矿产品、化工、粮油、土畜等产品，出口方面则主要是轻工、纺织服装、机电和五矿类产品，公司外贸板块进出口业务目前以代理为主，2015 年，公司进出口业务贸易往来区域前五名均为美国、中东地区、韩国、新加坡和俄罗斯联邦；国内贸易方面，主要从事浆纸、钢材和汽车的采购及销售业务，公司内贸板块业务自营、代理的比例大致各占一半，并且逐步向自营调整。

表 7 2013~2015 年公司贸易构成情况（单位：万元，%）

类 别	2013 年			2014 年			2015 年		
	国际贸易	国内贸易	物流服务	国际贸易	国内贸易	物流服务	国际贸易	国内贸易	物流服务
营业收入	430.5	439.63	7.92	526.57	488.25	6.14	564.55	478.52	5.5
占比	49.03	50.07	0.9	51.58	47.82	0.6	53.84	45.64	0.52
同比增加	8.99	12.61	-15.11	22.40	11.06	-27.02	7.21	-1.99	-10.42

资料来源：公司提供

综合以上，公司供应链运营业务贸易构成中内贸与外贸营业收入均呈增长态势，其中以外贸业务为主，外贸业务占比逐年增长。下游行业景气度对公司主要业务板块收入增速有一定影响。

钢材板块

公司目前已形成了较为稳定的经营模式和供销链条，公司向广大中小客户提供钢厂钢材资源、资金、运输和仓储等一系列综合供应链服务。公司主营钢材内贸代理，目前正逐步扩大进出口业务。2014~2015 年，公司分别实现销售钢材量 1,024.87 万吨和 1,367.22 万吨，2015 年销售量同比增长 33.40%，主要系大量民营钢贸企业破产，公司补充部分市场缺口所致。

上游钢厂采购方面，公司与首钢集团、津西钢铁、本钢集团和山东钢铁等国内多家大型钢厂建立长期合作关系，公司与钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量；公司每月根据下游客户采购订单向上游钢厂下达采购订单，公司先行向钢厂支付 20%以上的预付款，之后全款提货。下游客户销售方面，公司与下游客户签订年度购销协议，并收取年度保证金；公司收取下游客户每笔订单金额 15~20%的预付款；公司为下游客户提供仓储管理服务，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身生产需求可以向公司分批付款提货，对于大型央企及国有公司进行信用结算；下游客户的结算价格是在钢厂出厂价格基础上增加相关增值服务费用。公司下游客户主要分布在华东、华南、华北、山东地区，客户类型主要为中小贸易商和终端用户，其中贸易商约占 30%左右，下游终端客户约占 70%左右。

农产品板块

公司农产品板块主要经营饲料原料（以 DDGS¹、高粱、玉米等）进口业务，辅以经营粮油和橡胶等产品的进口及内贸业务。公司向农产品上游外国供应商提供国内分销/配送、国际结算、国际运输和仓储等服务。2014~2015 年，公司农产品板块分别实现销售量 1,363.64 万吨和 1,316.29 万吨，销售量有所下降，主要系公司调整了产品结构增加了豆粕、粮油等价值较高的农产品贸易所致。

上游农产品采购方面，公司的主要供应商是 ADM、吉邦、嘉吉和路易达孚国际四大粮商，公司开立远期信用证向供应商结算，支付货币为美元，采购价格以供应商定价为准。下游客户销售方面，公司主要销售客户是国内的主流饲料厂，主要以短期赊销为主，信用账期为 7 天左右；公司农产品销售价格厘定以供应商出厂价加一定中间费用确定。对于粮油业务的植物油和橡胶业务，为规避大宗商品的价格变动风险，公司会在期货市场上进行套期保值，锁定风险及收益。

矿产品板块

公司经营铁矿及镍矿石的进口业务，以铁矿石为主。公司拥有较为丰富的市场经验和资源渠道，与国际主要矿山公司保持良好的长期合作关系。国际铁矿石采购以远期铁矿石指数为定价依据，公司根据其对铁矿石市场的专业判断向国内钢铁企业发布采购价格，进行上下游价格匹配，同时向上下游客户提供一定供应链增值服务。2014~2015 年，公司矿产品板块分别实现销售量

¹ DDGS 是 Distillers Dried Grains with Solubles 的简写，汉译为干酒糟及其可溶物。

1,901.74 万吨和 3,186.03 万吨，2015 年销量同比增长 67.87%，主要系公司积极扩展上下游业务渠道扩大经营规模所致。

上游采购方面，公司拥有铁矿石进口经营权，主要向力拓、淡水河谷、英美资源，乌克兰 METINVEST 和俄罗斯 METALLOINVEST 等矿山公司采购不同类型的铁矿石；公司主要通过信用证和 T/T 方式结算，结算货币为美元。下游销售方面，公司主要销售对象为国内的大中型国营和民营钢厂，与柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢、宁钢、中天钢铁等国内众多大中型钢铁厂有着稳定密切的合作；公司会根据对国内钢厂资信水平收取 5~20% 的保证金，以 T/T 和信用证作为主要结算手段，要求客户来款提货，主要结算货币为人民币和美元。

浆纸板块

公司为国内各大造纸厂提供进口木浆废纸等造纸原料，已成为全国最大的林浆纸供应链运营商之一。公司围绕林浆纸产业链，为客户提供原材料采购、仓储加工、物流配送、销售结算、风险管理、融资租赁转介等服务，提供制浆造纸、印刷包装整体供应链服务。2014~2015 年，公司浆纸板块分别实现销售量 314.90 万吨和 337.90 万吨，2015 年销售量同比增长 9.00%，主要系公司积极扩大市场份额白卡纸与针叶浆销量增加所致。

上游采购方面，公司与国外浆厂的代理商和国外浆厂按年签订年度协议，每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向公司报价，通常一个月确定一次采购价。下游销售方面，公司浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华南、山东、江浙沪地区、东北三省、西北、湖南、湖北等地区，呈现从沿海扩大到内陆地区的趋势。此外，公司发挥自身多年浆纸贸易积累的网络优势，逐步探索向上游纸浆生产领域拓展。例如公司 2006~2008 年间累计出资 1.14 亿元对纸浆生产商四川永丰浆纸股份有限公司进行投资，持股比例为 40.00%，公司利用当地丰富的竹子资源制造竹浆，目前已形成 12 万吨竹浆纸的生产能力。

汽车板块

目前，公司共有 34 家汽车 4S 店及展厅，主营宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、大众等中高端品牌，涵盖了轿车、跑车及越野车等车型，是福建地区最大的品牌汽车经销商，是保时捷汽车全球十大经销商之一。

上游采购方面，公司与汽车主机厂签订年度品牌总授权，根据具体需求量分批审批下单；公司供应商是主机厂在国内设立的代理商，公司根据整体销售进度及下游客户的个别需求来确定采购量，先行向供应商支付货款之后提货，主要采用电汇结算。下游销售方面，公司采用先收齐全款后开发票的方式销售，同时通过与银行合作，为客户提供分期付款、抵押贷款等融资方式。除厦门地区外，公司相继在泉州、昆明、龙岩等地开设了 4S 店或销售中心。2013~2015 年，公司分别销售汽车 9,234 辆、12,039 辆和 11,708 辆，销量增速逐年下降，主要系“八项规定”以及宏观经济下滑的影响，高端汽车市场需求下降所致。

其他业务板块

化工方面，公司从事 PP、PE、PVC² 等塑料原材料和化工原材料的进出口及销售业务，目前已与世界上 20 多个国家和地区的客户建立了稳固、长期的合作关系。采购方面，公司主要采取签订年度协议，根据具体情况逐笔审批，结合下游客户的需求确定采购量，供应商主要为埃克森、中海壳牌、EXXON 等，与进口供应商主要采用信用证、D/A³ 等结算方式，国内供应商主要采用保函、电汇、银承票、国内证等结算方式；对下游客户，公司通过信保公司给予客户一定的授信金额和

² PP 指化工原料聚丙烯、PE 指化工原料聚乙烯、PVC 指化工原料聚氯乙烯。

³ Documents against Acceptance，缩写 D/A 是指出口人的交单以进口人在汇票上承兑为条件，即出口人在装运货物后开具远期汇票，连同商业单据，通过银行向进口人提示，进口人承兑汇票后，代收银行即将商业单据交给进口人，在汇票到期时，方履行付款义务。

期限。对初次合作及规模较小的客户，公司一般采取款到发货或货到收款的模式。2014~2015年，公司化工板块分别实现销量873.42万吨和286.40万吨，销售量下降很快，主要系公司处于风险控制考虑缩小了化工板块的业务量。

机电五矿和轻工纺织是公司正在重点培育的业务板块，公司为客户提供原材料及零部件采购、运输、储存、成品分销等服务。机电五矿方面，公司在传统船舶等商品的基础上，着力开拓高校教学和研究仪器、医疗设备和耗材销售。轻纺方面，公司主要下游客户为地区性大型超市和运动品牌代理商，并新开拓南美洲市场。

物流服务业务方面，公司经营第三方物流业务，并不断完善和开拓第四方物流业务。公司可以提供国际货物运输代理、报关报检、货物运输、仓储、装卸、分拨配送、流通加工、包装等各类专业物流服务，目前自有 23.11 万平方米仓库、11.64 万平方米堆场，并拥有完善的物流信息系统和配套设施，在上海、福州、泉州等地设立了分支机构。公司为厦华、海尔、康佳、海信、索尼、柯达、太古、翔鹭等大型企业提供链上、下游环节延伸物流服务。

酒类方面，公司是中国最大的葡萄酒进口商之一，代理国外高端红酒，在上海、北京、深圳、厦门、福州、泉州、杭州等主要城市开设酒庄。

总体看，公司供应链运营业务形成了十大核心板块，有助于分散业务风险。公司钢铁与浆纸板块实现了综合供应链服务，其他板块均会为客户提供不同程度的增值服务，有助于稳定供应链运营业务的盈利能力。除化工与农产品板块外，其他业务板块销售量均有不同程度的增长。

3. 房地产开发业务

公司房地产开发业务由其控股子公司建发地产和联发集团进行决策与运营，公司只是进行总体管控。经营范围方面，通常除厦门市外，建发地产和联发地产中其中一家房地产企业进入一个城市后，另一家房地产企业就不会再进入。公司目前在国内厦门、福州、上海、长沙、成都、漳州、泉州、石狮、长乐、龙岩、建阳、三明、南昌、南宁、桂林、重庆、天津、武汉、扬州和鄂州等 20 个城市开展房地产业务。

(1) 土地储备

公司土地储备主要通过“招、拍、挂”方式获得，并根据实际情况不排除收购、与其他公司合作开发等多种方式拿地，以减轻公司的资金压力，提升盈利水平。公司根据资金储备及下属项目公司的开发进度，合理预计新增土地储备规模。在确定增加土地储备之前，公司充分开展土地储备的调研、产品地位、利润测算等前期工作，并上报项目投资评审会，评审委员根据项目土地的可研方案进行集体决策，利润水平达不到公司目标的不拿，公司土地储备政策较为理性。近年来，公司土地储备逐渐向一、二线城市转移。截至 2016 年 9 月末，公司土地储备建筑面积为 633.48 万平方米，由 45 个项目构成。2013 年公司新增土地储备建筑面积 372.21 万平方米，2014 年公司新增土地储备建筑面积 122.66 万平方米，2015 年公司新增土地储备 161.75 万平方米，2016 年 1~9 月公司新增土地储备建筑面积 319.62 万平方米。公司 2014 年新增土地储备大幅下降主要系当年房地产市场景气度低迷以及公司逐步增多一、二线城市土地储备所致；进入 2015 年，公司新增土地储备面积有所增长主要系房地产市场有所回暖，公司增大了土地储备力度。2016 年国庆节前，房地产市场呈火热态势，公司大量补充了土地储备，增加了一线及二线城市的土地储备。

从土地储备的区域分布来看，截至 2016 年 9 月底末，公司共在 26 个城市拥有土地储备，其中 2 个一线城市、11 个二线城市、11 个三线城市、6 个四线城市和一个海外城市。公司一线城市土地储备分布在上海和深圳，是于 2016 年 5 月至 8 月所拍的三块土地；公司二线城市土地储备主

要分布在苏州、厦门、天津、泉州、合肥、南昌等经济发展情况较好的二线城市；公司三线城市土地储备主要分布在厦门周边城市如漳州、莆田，以及鄂州和柳州等地。以土地对应建筑面积计算，公司一线城市土地储备合计 28.99 万平方米，占比 4.64%，占比相对较低；公司二线城市土地储备合计 253.69 万平方米，占比 40.58%；公司三线城市土地储备合计 173.44 万平方米，占比 26.86%；此外公司四线城市土地储备 167.96 万平方米，澳大利亚悉尼市的土地储备为 1.15 万平方米，分别占比 26.86%和 0.18%。从土地储备总价款看，公司一线城市土地储备总价款占比为 35.31%，二线城市土地储备总价款占比为 50.88%，三线城市土地储备总价款占比为 9.73%，四线城市土地储备总价款占比为 3.88%，海外地区土地总价款为 0.20%。从土地储备的均价来看，由于公司一线城市土地都为 2016 年获取，一线城市土地储备均价较高为 4.02 万元/平方米，随着本年度十一黄金周以来国家对重点一、二线城市的限购及限贷政策日益严格，公司一、二线城市项目未来销售面临一定不确定性；公司二线城市土地储备均价为 6,619.88 元/平米，其中 2016 年新增苏州、厦门合肥、南京和南宁城市的土地储备成本较高分别为 1.79 万元/平米、3.28 万元/平米、2.23 万元/平米、1.86 万元/平米和 2.40 万元/平米；公司三线城市土地储备均价为 1,852.27 元/平米，四线城市土地储备均价为 762.89 元/平米，海外地区的土地储备均价为 5,494.89 元/平米。

表 8 截至 2016 年 9 月末公司土地储备地域情况（单位：个，万平方米，万元，元/平方米，%）

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	四线城市	海外	合计
城市数量	2	11	11	6	1	26
土地储备面积	28.99	253.69	173.44	167.96	1.15	625.23
面积占比	4.64	40.58	27.74	26.86	0.18	100.00
土储总价款	116.53	170.87	38.47	3.53	0.66	330.07
价款占比	35.31	50.88	9.73	3.88	0.20	100
土地储备均价	40,197.85	6,619.88	1,852.27	762.89	5,739.00	5,279.22

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模相对合理，以土储总价款计算，公司土地储备以一、二线城市为主；而以土储面积计算，土地储备中三、四线城市土地储备占比较高。其中公司一线城市土地储备均价较高，在房地产限购、限贷政策不断趋严的背景下，公司一、二线城市储备项目未来销售前景面临一定不确定性。公司土地储备面积较大，未来在建项目存在一定资金需求压力。

（2）项目开发

公司采用集团公司、项目公司的两层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由项目公司完成，公司对项目公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。

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

公司对工程建设进度进行严密计划，年初即按照公司当年的策略和对市场的判断制定总体的销售计划和建设计划，之后将建设计划进行分解，逐月落实到各项目公司，直至每个楼盘，并配合月度建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保工作顺利进行，楼盘供应量能够保证

销售进度。公司每半年根据在售楼盘的户型、去化情况等对现有项目进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。

近年来，公司已完成和在建房地产项目以住宅为主，少量商铺为辅。从主要在建项目情况来看，受房地产市场波动影响，公司项目开发较为谨慎，近三年房屋开发完成投资额呈逐年下降态势，新开工面积呈波动下降态势；房屋开发完成投资额年均下降 18.92%，新开工面积年均下降 8.87%。2013~2015 年，公司房屋竣工面积呈波动增长态势，年均增长 28.66%，2015 年公司房屋竣工面积为 239.38 万平方米。2013~2015 年，公司期末在建面积呈波动下降态势，年均下降 6.95%；2015 年，受当年竣工面积规模较大影响，期末在建面积增速略有下降，公司期末在建面积为 579.19 万平方米。2016 年 1~9 月，受 2015 年下半年以来房地产市场景气度回升影响，公司开发完成投资额有所增长，公司房屋开发完成投资额 237.04 万元，新开工面积为 117.67 万平米，期末在建面积为 465.00 万平方米。

表 9 2013 年~2016 年前三季度公司房地产开发数据

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
开发完成投资（亿元）	225.22	200.90	148.08	237.04
新开工面积（万平方米）	237.57	283.82	197.31	117.67
房屋竣工面积（万平方米）	144.6	179.07	239.38	150.91
期末在建面积（万平方米）	435.59	540.34	498.27	465.00

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2016 年 9 月末，公司共有 52 个商品房住宅在建项目，集中在厦门、漳州、上海、成都、泉州、南平、福州等地区。在建项目投资总额 779.88 亿元，截至 2016 年 9 月底，公司累计投资 592.27 亿元，尚需投资 227.00 亿元，将在未来三年内通过贷款和自筹到位。

总体看，公司有较为良好的项目建设管理体系，近年来受房地产市场波动影响项目建设有所波动。

（3）房屋销售

公司房地产产品主要定位于中、高端市场，房屋面向改善型需求的中、高级消费人群。

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

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

从公司销售情况看，2013~2015 年，公司签约销售面积呈持续上升态势，2015 年公司实现签约销售面积 212.85 万平方米，较 2014 年增长了 44.82%，主要系 2015 年房地产市场持续回暖，公司增加了销售力度所致。公司项目定位中高端物业，销售均价较高，2013~2015 年每平方米销售均价均保持在万元以上，呈持续增长态势，2015 年公司销售均价为 1.25 万元/平米，同比增长 3.01%，主要系一线及重点二线城市房价快速上涨所致。2013~2015 年，公司签约销售额年均增长 19.97%，2015 年公司实现签约销售金额 265.88 亿元，较上年增长 49.17%。2016 年 1~9 月，公司实现房屋

销售面积 186.01 万平方米，销售均价 1.20 万元/平米，实现签约销售金额 223.72 亿元，销售均价较上年小幅下降，主要系公司加快了三、四线城市库存项目的去化速度所致。

表 10 2013 年~2016 年前三季度公司房地产销售数据

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
房屋销售面积（万平方米）	152.66	146.98	212.85	186.01
销售均价（元/平方米）	12,100.09	12,126.82	12,491.43	12,027.15
签约销售金额（亿元）	184.72	178.24	265.88	223.72
结转收入面积（万平方米）	109.17	153.15	167.50	77.07
结转收入（亿元）	117.05	179.76	219.57	83.60

资料来源：公司提供

从公司库存项目销售情况看，截至 2016 年 9 月末，公司总可售面积为 1,270.30 万平方米，剩余可售面积为 264.43 万平方米，总销售进度为 79.18%，公司库存项目去化水平较好，去化压力不大。

总体看，公司房屋产品定位与中、高端市场，有较为良好的销售管理体系；近年来公司房地产销售情况较好，项目销售去化压力不大。

（4）自持物业

物业及租赁管理业务方面，公司逐步形成了开发与持有合理配比，滚动发展与自主运营相结合的合理有效布局，持有物业面积近 100 万平方米，为企业长期稳定发展提供了有力保障。目前公司持有的物业主要为工业地产、商用房产（包括商业和写字楼）和教育地产，共计持有面积 93.59 万平方米，分布在厦门、南昌和南宁等地，其中 75.30 万平方米物业在厦门，其中 37 万平的物业与厦门自贸区仅一街之隔，未来有一定升值空间。公司物业出租情况总体良好，2015 年公司租赁业务年收入在为 2.93 亿元，物业平均出租率在 90%以上，经营情况较好。

总体看，公司自持物业规模较大，经营业态较为分散，主要分布在厦门市，经营情况较好。

4. 经营效率

2013~2015 年，公司应收账款周转率分别为 29.10 次、29.09 次和 41.01 次，2015 年公司应收账款周转率大幅增长主要系公司处于控制信用风险降低了企业应收账款的授信额度所致。2013~2015 年，公司存货周转率分别为 2.30 次、2.16 和 1.99 次，公司存货周转率逐年下降，主要系随着公司房地产业务规模扩大，在建项目与待售项目货值有所增长所致。其中，2013~2015 年，剔除房地产业务的存货周转率分别为 13.17 次、13.61 次和 14.28 次，存货周转率逐年提高，主要系公司加快了商品贸易销售与采购的快进快出速度所致。2013~2015 年，公司总资产周转率分别为 1.45 次、1.39 次和 1.33 次，公司总资产周转率有所下降。

行业同类企业同比方面，公司由于公司房地产开发业务占比较大的原因，公司存货周转率和总资产周转率处于较低水平，公司应收账款周转率处于较好水平。

表 11 截至 2015 年底同类供应链运营企业经营效率指标（单位：次）

股票简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
厦门国贸	3.39	30.82	1.75
象屿股份	12.55	24.65	2.56
五矿发展	8.63	7.54	1.56
建发股份	2.00	43.83	1.33

资料来源：Wind 资讯；联合评级整理。

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，受公司房地产业务规模增长以及占比较大的影响，公司存货周转率与总资产周转率有所下降且处行业较低水平。公司扣除房地产业务的经营效率有所提高。

5. 经营风险与关注

钢铁、饲料和化工等行业不景气对公司供应链运营业务有一定不利影响

我国钢铁、饲料和化工等行业产能过剩严重，行业景气度持续下行，上下游商品价格下降较快；虽然进入 2016 年，相关产品价格有所回升，但是产能过剩局面仍然存在，未来相关商品价格可能面临频繁的价格波动。虽然公司供应链运营业务有较为良好的经营模式、信用与价格风险管理措施，但是仍然面临行业景气度下降及价格波动的不利影响。

公司供应链运营业务面临一定汇率波动风险

公司供应链运营业务国际贸易占比较大，“811”汇改后人民币呈贬值态势。虽然公司有较好的价格波动风险防范措施，但公司供应链运营业务仍面临较大汇率波动风险。

房地产行业政策变动风险

2016 年“十一”假期，全国 21 个一线及二线重点城市（包括：北京、广州、深圳、上海一线城市以及南京、厦门、苏州、武汉、天津、合肥、南宁等二线城市）颁布了房地产调控政策，房地产调控政策再次趋严，公司一、二线城市土地储备主要分布在上述调控城市，对公司未来销售有一定不利影响。同时，公司一线城市土地成本较高，未来可能面临一定减值风险。

公司土地储备中三、四线城市土储面积占比较高

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。公司土地储备中三、四线城市土储面积占比较高，未来拟建项目面临一定销售压力以及减值风险。

6. 未来发展

供应链运营

公司致力于成为中国领先的、有核心竞争力的供应链运营商，坚持以供应链运营为基本主业，促进核心主业做强、做大，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，在中国经济“新常态”环境下获得可持续发展的动力。国家提出的“一带一路”战略的背景下，公司调整了“走出去”发展战略的内涵，将侧重点调整为海外，鼓励下属经营单位走出国门发展，在境外设立经营实体、建立协同共享平台。

在业务发展上，通过专业化经营、公司化经营和走出去经营的发展战略，促进主营业务做精、做强、做大，提升专业化经营水平，提高管理决策效率，扩大经营市场和行业影响力；通过供应链服务与商业模式创新战略，促进各经营单位转变商业模式，掌握供应链条中的关键环节，关注市场变化和客户需求，提高对客户的服务水平，提升服务价值，促进公司协同发展。

内部管理方面，公司将进一步完善三级风险管理体系和内部控制制度，优化风险控制体系；构建能支撑千亿以上经营规模的中央信息管控平台，尝试建立 B2C 电子商务平台和 B2B 电子商务系统，优化信息系统；公司将以内培和外引并举的方式，加快各单位中层干部队伍建设，优化人才队伍；宣导具有公司特色的企业文化，并在实践中不断丰富其内涵。

房地产板块

2015年起，建发地产将企业战略升级为“城市资源整合供应商”，将利用自身优势，整合城市的优质资源，为业主提供更全面的生活服务。建发房产将依托建发集团的优质资源，以积分联盟为核心，打通各板块会员体系。客户购买建发房产、建发汽车、住建发酒店、在建发国旅消费等等产生的积分，都可以高效流转。建发房产将联合其他行业合作伙伴，与腾讯、厦门航空、招

商银行、工商银行等公司进行跨界战略合作，为客户的衣食住行购，提供全方位的服务。联发集团也正朝着“房地产+”模式模式转型，从推出“联客通”智慧社区O2O综合服务平台，到华美空间文创产业建设，以及莆田未来电商城，联发集团已经开始深入与房地产相关行业的产业链的融合之路。

总体看，公司未来经营方针稳健可行。供应链运营经营方针有助于扩大供应链运营业务规模、提高盈利能力、加强管理水平。房地产板块的转型方针有助于公司房地产板块抵御行业周期性波动风险。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司 2016 年三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。

从合并范围来看，2014 年公司新纳入合并报表范围内子公司共 25 家，其中非同一控制下企业合并 3 家，新设立子公司 22 家；不再纳入合并范围子公司 6 家。2015 年公司新纳入合并报表范围内子公司共 37 家，其中新设立子公司 33 家；不再纳入合并范围子公司 5 家。公司合并范围存在一定变动，但考虑到新纳入合并范围的子公司资产规模均较小，以新设立为主，公司主营业务未发生变化，故合并范围变化对财务数据可比性影响较小。

截至 2015 年底，公司资产总额为 994.33 亿元，负债合计 727.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 266.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益 190.95 亿元。2015 年，公司实现营业收入 1,280.89 亿元，净利润（含少数股东损益）35.64 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 26.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额 57.77 亿元，现金及现金等价物净增加额 31.16 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 1,354.89 亿元，负债合计 1,078.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 276.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益 200.15 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 872.46 亿元，净利润（含少数股东损益）15.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 13.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额-59.47 亿元，现金及现金等价物净增加额 46.11 亿元。

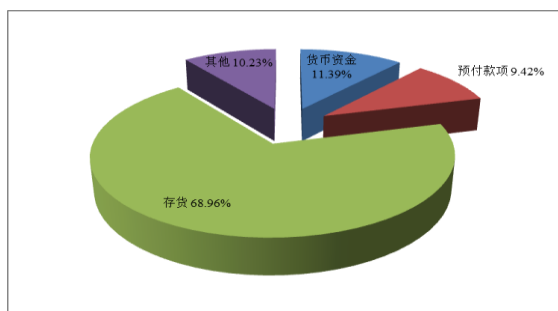
2. 资产质量

2013~2015 年，随着业务规模不断扩大，公司资产规模以较快速度增长，年均复合增长率为 11.45%，主要系货币资金和存货规模大幅增长所致。截至 2015 年底，公司资产合计 994.33 亿元，较年初增长 6.32%；其中流动资产占 86.30%，非流动资产占 13.70%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长率为 9.36%，主要系货币资金和存货快速增长所致；截至 2015 年底，公司流动资产为 858.11 亿元，较年初增长 3.78%。公司流动资产主要由货币资金（占 11.39%）、预付款项（占 9.42%）和存货（占 68.96%）构成。

图 8 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 21.26%。截至 2015 年底，公司货币资金为 97.76 亿元，较年初增长 47.16%，主要系公司经营性项目回款增加以及投资款收回所致。公司货币资金主要由银行存款（90.34%）和其他货币资金（9.66%）构成；其他货币资金主要系银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等，受限制资金为 9.24 亿元，占期末货币资金金额的 9.45%，占比较低。

2013~2015 年，公司应收账款规模逐年减少，年均复合减少 23.20%。截至 2014 年底，公司应收账款账面价值为 29.83 亿元，较年初下降 38.51%，主要系子公司建发地产收回厦门市湖里区财政局有关“后埔-枋湖村改造”项目的土地出让金分成款所致。截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 28.61 亿元，较年初下降 4.08%，主要系公司信管部下调高风险行业客户的授信额度所致。从账龄上看，1 年以内的占 90.85%，1~2 年的占 6.15%，2 年以上的占 3.00%，账龄以短期为主。公司采用个别计价法和组合计价法对应收账款计提坏账准备，合计计提坏账准备 1.89 亿元，计提比例为 6.48%，计提较为充分。截至 2015 年底，公司应收账款余额前五名占比 8.63%，集中度较低。

公司预付款项主要由公司开展房地产业务时购置土地需要支付的保证金以及供应链运营上游商品采购支付的预付货款构成。2013~2015 年，公司预付款项呈波动增长态势，年均复合增长 3.53%。截至 2014 年底，公司预付款项为 101.20 亿元，较年初增长 34.15%，主要系预付供应链运营业务规模快速增长导致采购商品预付款增加所致。截至 2015 年底，公司预付款项为 80.86 亿元，较年初下降 20.10%，主要系预付供应链运营业务采购款大幅减少所致。从账龄上看，1 年以内的占 89.51%，1~2 年的占 8.94%，2 年以上的占 1.55%，账龄较短。公司预付账款占比较大，对公司资金形成一定占用。

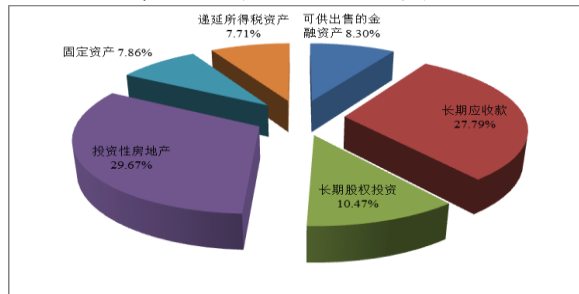
2013~2015 年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 13.98%，主要系公司房地产业务整体保持较快的发展，存货规模相应增长所致。截至 2015 年底，公司存货为 591.76 亿元，较年初增长 4.37%，主要以开发成本（占比 72.40%）、开发产品（占比 16.09%）和库存商品（占比 11.50%）为主，公司开发成本为 70 个/期房地产在建项目，开发产品为公司已竣工未结转的房地产项目。公司累计计提存货跌价准备 3.04 亿元，其中，开发成本与开发产品计提减值准备合计为 2.03 亿元；具体包括锦城鹭州地产项目（成都）计提减值 1.64 亿元，君悦华府地产项目（扬州）计提减值 402.24 万元，上述项目计提减值主要系上述项目土地储备楼面价较高，公司根据 2014~2015 年当地房价走势处于谨慎考虑计提减值准备。公司部分城市土地储备均价较高，三、四线城市土地储备面积占比较大，在建项目面临一定减值风险。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模呈不断增长趋势，年均复合增长率为 28.13%，主要系可

供出售金融资产、长期应收款和投资性房地产增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 136.22 亿元，主要包括可供出售金融资产（占 8.30%）、长期应收款（占 27.79%）、长期股权投资（占 10.47%）、投资性房地产（占 29.67%）、固定资产（占 7.86%）和递延所得税资产（占 7.71%）。

图 9 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长 312.57%。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产为 4.96 亿元，较年初大幅增长 647.32%，主要系公司认购盛屯矿业集团股份有限公司非公开发行股票 1,700 万股所致。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 11.31 亿元，较年初增长 127.77%，主要系公司认购传化智联股份有限公司股票，以及子公司联发集团购买专项资产管理计划所致。

公司的长期应收款主要为分期收款提供劳务⁴和融资租赁款。2013~2015 年，公司长期应收款规模快速增长，年均复合增长 47.18%。截至 2015 年底，公司长期应收款为 37.85 亿元，较年初增长 37.29%，主要系孙公司厦门禾山建设发展有限公司“后埔-枋湖旧村改造”项目应收款增加所致。

2013~2015 年，公司长期股权投资变动不大，年均复合增长 0.97%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 14.26 亿元，较年初增长 6.01%，主要为公司对主要联营企业宏发科技股份有限公司投资 5.10 亿元、对厦门紫金铜冠投资发展有限公司投资 2.26 亿元、对厦门船舶重工股份有限公司投资 2.17 亿元和对四川永丰浆纸股份有限公司投资 1.79 亿元，2015 年公司权益法下确认的投资收益 9,338.64 万元。

公司投资性房地产按成本法进行计量。2013~2015 年，公司投资性房地产稳步增长，年均复合增长 15.04%。截至 2015 年底，公司投资性房地产为 40.42 亿元，较年初增长 20.37%，主要系存货、在建工程转入所致。公司投资性房地产主要由房屋及建筑物（占比 95.13%）构成。

2013~2015 年，公司固定资产规模逐年上升，年均复合增长 21.11%。截至 2015 年底，公司固定资产为 10.70 亿元，较年初增长 15.02%，主要系华美厂房改造及昆明保时捷 4S 店等项目达到预定可使用状态，转入固定资产所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 59.35%）和运输设备（占比 27.34%）构成。公司固定资产成新率为 67.68%，成新率尚可。

2013~2015 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 23.88%。截至 2015 年底，公司递延所得税资产 10.50 亿元，较年初增长 32.49%，主要系由于公司当期计提的资产减值准备增加以及由于预收售房款增加导致确认的递延所得税资产增加。

截至 2015 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 241.26 亿元，受限比例为 24.26%；公司受限资产中主要为货币资金、存货、投资性房地产、长期应收款，受限金额分别为 9.24 亿元、182.41 亿元、10.44 亿元、2.65 亿元和 3.61 亿元。

⁴分期收款提供劳务主要系子公司厦门禾山建设发展有限公司“后埔-枋湖旧村改造”项目。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 1,354.89 亿元，较年初增长 36.26%，主要系货币资金、存货和其他流动资产增长所致。从资产结构上看，流动资产占 87.35%，非流动资产占 12.65%，流动资产较年初略有上升，资产结构较年初变化不大。其中，货币资金为 144.43 亿元，较年初增长 47.74%，主要系公司供应链板块结构性存款增加，以及房地产业务销售回款增加所致；随着公司房地产业务规模的进一步扩大，公司存货较年初增长 21.78%至 720.62 亿元；其他流动资产为 84.73 亿元，较年初增加 323.61%，主要系理财产品投资增加所致，其他科目变动不大。

总体看，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主，现金类资产较为充裕，存货和预付款项比重较大，对资金形成一定程度的占用，受限资产比例较大，资产流动性一般；房地产存货主要集中于三、四线城市，存在一定减值风险。整体来看，公司资产质量一般。

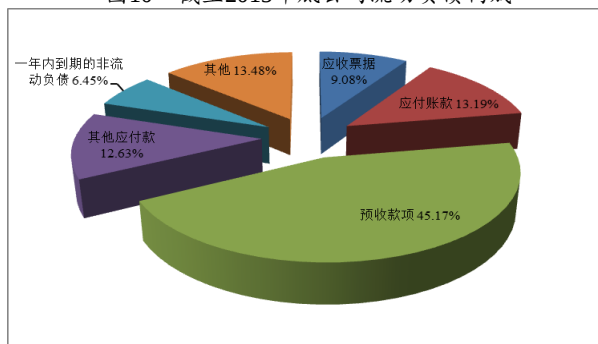
3. 负债及所有者权益

2013~2015 年，伴随公司业务规模扩大，公司负债规模逐年增加，年均复合增长率为 6.89%，主要系预收款项、其他应付款和应付债券增长所致。截至 2015 年底，公司负债合计 727.63 亿元，较年初增长 1.99%；其中流动负债占 74.02%，非流动负债占 25.98%，以流动负债为主。

流动负债

2013~2015 年，公司流动负债规模呈小幅增长态势，年均复合增长 4.76%，主要系预收款项和其他应付款增长所致。截至 2015 年底，公司流动负债合计 538.59 亿元，主要包括应付票据（占 9.08%）、应付账款（占 13.19%）、预收款项（占 45.17%）、其他应付款（占 12.63%）和一年内到期的非流动负债（占 6.45%）（如下图所示）。

图10 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2013~2015 年，公司应付票据呈波动增长态势，年均复合增长 35.05%。截至 2014 年底，公司应付票据为 52.25 亿元，较年初大幅增长 94.87%，主要系供应链业务以银行承兑汇票方式结算的贸易采购业务增加所致。截至 2015 年底，公司应付票据为 48.90 亿元，较年初减少 6.41%，主要系供应链运营业务承兑汇票结算减少所致。公司应付票据主要为商业承兑汇票（占比 99.78%）。

2013~2015 年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长 5.16%。截至 2014 年底，公司应付账款为 82.72 亿元，较年初增长 28.74%，主要系供应链运营业务规模扩大导致采购量增加所致。截至 2015 年底，公司应付账款为 71.05 亿元，较年初减少 14.11%，主要系房地产业务开发节奏放缓导致应付工程款减少所致。公司应付账款主要由应付货款（占比 64.01%）和应付工程款（占比 35.99%）构成。

2013~2015 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 10.27%。截至 2015 年底，公司预收款项为 243.30 亿元，较年初增长 10.45%，主要系房地产业务预收售房款增加所致。公司预收款项

主要由预售房款（占比 76.34%）和预收货款（23.38%）构成。

公司其他应付款主要为预提税费及费用和往来款。2013~2015 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 20.54%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 68.02 亿元，较年初增长 55.50%，主要系应付建发房产等往来款增加及预提土地增值税增加所致。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债波动较大，年均复合增长 2.44%，截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 34.74 亿元，较年初下降 7.88%。公司一年内到期的非流动负债由 1 年内到期的长期借款（占比 71.18%）、1 年内到期的应付债券（占比 21.01%）和 1 年内到期的长期应付款（占比 7.81%）构成。

非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 13.72%，主要系公司长期借款和应付债券增长所致。截至 2015 年底，公司非流动负债合计 189.04 亿元，主要由长期借款（占 74.78%）、应付债券（占 17.86%）和长期应付款（占 5.09%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 5.46%。截至 2014 年底，公司长期借款为 151.68 亿元，较年初增加 19.33%，主要系公司持续调整债务结构所致。截至 2015 年底，公司长期借款为 141.37 亿元，较年初下降 6.80%，主要系部分长期借款临近到期，转入一年内到期的非流动负债所致。公司长期借款主要为抵押借款（占比 50.27%）和保证借款（占比 40.92%）。从还款集中度看，2017 年到期的长期借款占比 27.75%，2018 年到期占比 29.63%，2019 年到期占比 21.66%，2020 年及以后到期占比 20.96%。整体看，公司长期借款期限结构较为合理，公司不存在集中偿付压力。

2013~2015 年，公司应付债券波动增长，年均复合增长 36.28%。截至 2015 年底，公司应付债券为 33.77 亿元，较年初增长 200.23%，主要系由于 2015 年子公司联发集团和建发房产发行公司债券所致。从到期集中度看，2018 年到期的应付债券占比 29.42%，2020 年到期占比 41.18%，2022 年到期占比 29.40%，公司集中还款压力不大。

2013~2015 年，公司长期应付款波动较大，年均复合增长 979.37%。截至 2014 年底，公司长期应付款为 12.09 亿元，较年初增加 12.01 亿元，主要系公司新增“禾山后埔-枋湖片区棚户区改造项目”专项资产管理计划 12 亿元所致。截至 2015 年底，公司长期应付款为 9.63 亿元，较年初下降 20.42%，主要系“禾山后埔-枋湖片区棚户区改造项目”专项资产管理计划中部分证券将在一年内到期转入一年内到期的非流动负债所致。

2013~2015 年，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长率为 1.60%，主要系公司加大长期债务融资力度所致。截至 2015 年底，公司全部债务为 311.29 亿元，较年初下降 4.40%，主要系公司偿还短期借款所致；其中短期债务和长期债务分别占比 40.69%和 59.31%，以长期债务为主。债务指标方面，近三年公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率逐年减少，其中，公司资产负债率分别为 79.57%、76.28%和 73.18%，全部债务资本化比率分别为 64.84%、59.48%和 53.86%，长期债务资本化比率分别为 47.04%、42.35%和 40.91%。2015 年公司上述债务指标分别较年初下降了 3.11 个百分点、5.63 个百分点和 1.44 个百分点。2013~2015 年，公司长期债务比重逐年提升，由 2013 年的 44.87%上升至 2015 年的 59.31%，债务结构逐渐由以短期债务为主转变为以长期债务为主。整体看，公司债务负担较重，但结构较为合理。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 1,078.77 亿元，较年初增加 48.26%，主要系流动负债增加所致。公司全部债务合计 511.17 亿元，较年初增加 64.21%，主要系公司加大了短期借款和交易性金融负债所致；其中短期债务和长期债务分别占比 42.39%和 57.61%，长短期债务较为均衡，

负债结构较年初变化不大。其中，短期借款为 41.08 亿元，较年初增加 107.46%，主要系短期融资规模增加所致；交易性金融负债为 24.94 亿元，较年初增加 727.98%，主要系黄金租赁业务⁵增加所致；其他流动负债为 51.66 亿元，较年初增加 147.41%，主要系公司前三季度超短期融资券发行规模净增加 30 亿元所致。截至 2016 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 79.62%、64.93%和 51.61%，较年初均有不同程度上升。整体看，公司债务规模快速增长，债务负担进一步加重。

总体看，近三年公司债务规模有所增长，债务结构转变为以长期债务为主；2016 年前三季度，公司债务规模快速扩张，短期借款大幅增长，债务负担进一步加重。整体看，公司债务负担较重，但债务结构较为合理。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 27.70%，主要来自于未分配利润的持续增长以及少数股东权益的增加。截至 2015 年底，公司所有者权益为 266.70 亿元，较年初增长 20.25%，主要系实收资本、资本公积和未分配利润增长所致；其中归属于母公司的权益为 190.95 亿元，少数股东权益 75.75 亿元，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 14.85%，资本公积占 12.83%，未分配利润占 65.95%、盈余公积占 4.85%。所有者权益构成中，未分配利润和少数股东权益占比较高，公司所有者权益稳定性偏弱。

2014 年 4 月，公司以总股本 22.38 亿股为基数，按照每 10 股配售 2.768 股的比例向全体股东配售 6.19 亿股，本次配股完成后，公司股份总数变为 28.35 亿股，资本公积变为 25.90 亿元。截至 2015 年底，公司实收资本为 28.35 亿元，较年初无变化。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益增至 276.13 亿元（含少数股东权益 75.98 亿元，占所有者权益的 27.51%），较年初小幅增长 3.54%。其中，归属母公司所有者权益合计 200.15 亿元，较年初增长 4.82%，其中实收资本占 14.17%，资本公积占 12.19%，未分配利润占 67.83%、盈余公积占 4.63%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，随着公司经营规模日益扩大，盈利能力逐年增强，公司的所有者权益也呈逐年上升趋势；公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，稳定性偏弱。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入稳定增长，年均复合增长 12.02%。2015 年实现营业收入 1,280.89 亿元，同比增长 5.92%，主要系房地产开发业务收入增加拉动公司营业收入增长所致。公司营业成本三年复合增长 11.53%，略低于公司营业收入增幅。近三年公司营业利润率较为稳定，分别为 7.38%、6.40%和 7.03%。2013~2015 年，公司净利润分别为 33.92 亿元、33.74 亿元和 35.64 亿元，年均复合增长 2.50%。

期间费用方面，2013~2015 年，公司销售费用逐年增长，分别为 28.42 亿元、30.77 亿元和 36.25 亿元，年均复合增长 12.94%，主要为港杂费、运杂费、职工薪酬和广告宣传费，近三年随着公司业务规模的扩大呈现逐年上升的趋势。2013~2015 年，公司管理费用逐年增长，分别为 2.52 亿元、2.78 亿元和 3.17 亿元，年均复合增长 12.12%，主要系由于公司营业规模逐步扩大，管理人员有所增加以及人员工资上涨所致。公司财务费用分别为 0.28 亿元、3.05 元和 4.52 亿元，年均复合增长 298.73%，主要系由于近三年人民币贬值导致汇兑损失增加所致。受上述因素影响，2013~2015 年，

⁵ 公司黄金租赁业务主要系与银行按照黄金租借确认书约定借金额和数量，通过金交所电子账户直接择机卖出黄金，到期归还相应金额，其实质是一种融资行为，利率低于银行贷款，公司对租借的黄金大部分会采用与银行签订远期交割协议，锁定到期日需要还金的数量和金额的方式来对冲金价波动风险。

公司期间费用分别为 31.23 亿元、36.59 亿元和 43.95 亿元，年均复合增长 18.63%。2013~2015 年，公司费用收入分别为 3.06%、3.03%和 3.43%，小幅增长，公司费用控制能力一般。总体看，公司费用控制水平一般。

非经常性损益方面，2013~2015 年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长 41.92%。2014 年，公司投资收益 5.61 亿元，同比增长 84.05%，主要系子公司联发集团出售联营企业宏发科技股份有限公司的部分股权所致。2015 年，公司投资收益 6.13 亿元，同比增长 9.43%，主要系处置可供出售金融资产取得的投资收益以及理财产品收益的增加所致。2013~2015 年，公司投资收益占利润总额的比重分别为 6.65%、11.97%和 12.21%，公司利润总额对投资收益依赖程度有所上升。

公司营业外收入主要由政府补助和和非流动资产处置利得等构成。2013~2015 年，公司营业外收入分别为 1.40 亿元、1.52 亿元和 1.48 亿元，占利润总额的比重分别为 3.06%、3.24%和 2.95%，公司利润总额对营业外收入依赖程度低。

从各项盈利指标来看，2013~2015 年，公司主营业务毛利率分别为 8.66%、8.28%和 9.56%，较为稳定，其中 2015 年较 2014 年上升了 1.27 个百分点，主要系毛利润较高的房地产开发业务收入占比增长所致；营业利润率分别 7.38%、6.40%和 7.03%，较为稳定；2015 年公司总资产收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 6.84%、5.50%和 14.59%，较 2014 年的 7.38%、5.74%和 17.51%均有不同程度下降。整体看，公司盈利能力总体保持稳定。与国内同行业其他上市公司比较，2015 年公司销售毛利率和净资产收益率处于行业中较高水平，总资产报酬率处于行业正常水平（见下表）。

表 12 截至 2015 年底同类供应链运营企业盈利能力指标情况（单位：%）

股票简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
厦门国贸	5.81	4.96	8.47
象屿股份	3.81	4.63	5.89
五矿发展	2.84	-12.23	-58.08
建发股份	9.64	5.42	14.61

资料来源：Wind 资讯；联合评级整理。

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 872.46 亿元，同比增长 1.03%；净利润为 15.61 亿元，同比下降 27.98%，主要系本年前三季度结转项目毛利较低所致。归属于母公司所有者的净利润 13.15 亿元，同比下降 18.32%。

总体看，公司营业收入稳定增长，盈利能力较为稳定；期间费用控制能力一般。总体看，公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动来看，2013~2015 年公司经营活动现金流入规模持续增长，三年复合增长 7.62%，均随公司营业收入规模的扩大而增长，2015 年公司经营活动现金流入 1,397.12 亿元，同比增长 6.64%。2013~2015 年，公司收到其他与经营活动有关的现金分别为 272.25 亿元、169.28 亿元和 840.28 亿元，2015 年大幅增加主要系公司收到了建发集团往来款以及收到保证和代建费所致。2013~2015 年公司经营活动现金流出规模持续增长，三年复合增长 4.54%，主要系随着公司经营规模销售规模扩大，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致，2015 年公司经营活动现金流出 1,339.34 亿元，同比增加 1.86%。2013~2015 年，公司支付其他与经营活动有关的现金分别为 554.92 亿元、567.14 亿元和 880.22 亿元。受上述因素影响，2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流

量净额分别为-19.21 亿元、-4.72 亿元和 57.77 亿元，公司经营性现金流量金额有所波动主要系与其他公司往来款等其他与经营活动有关的现金流波动较大所致。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 114.51%、106.05%和 101.44%，小幅下降，公司收入实现质量一般。

从投资活动情况来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入量逐年增加，年均复合增长率为 133.88%。2015 年公司投资活动现金流入为 37.12 亿元，同比增加 286.91%，主要系收回银行理财产品或协定存款等现金规模增加所致。2013~2015 年，公司投资活动现金流出量逐年增长，年均复合增长率为 30.63%。2015 年，公司投资活动现金流出为 25.89 亿元，同比增加 40.52%，主要系公司增加了理财资产的投资导致投资活动的现金流支出呈上升趋势。受上述因素影响，投资活动产生的现金流量净额分别为-8.39 亿元、-8.83 亿元和 11.23 亿元，由净流出转为净流入。

公司近三年及近期筹资渠道主要为银行融资及发行债券。从筹资活动情况来看，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入量呈逐年波动增长态势，年均复合增长率为 6.99%，主要系公司加大长短期借款及债券融资力度所致。2015 年公司筹资活动现金流入为 420.48 亿元，同比减少 7.92%。2013~2015 年，公司筹资活动现金流出呈逐年增长态势，年均复合增长率为 17.84%，主要系公司偿还债务支付的现金增长所致。2015 年公司筹资活动现金流出为 458.47 亿元，同比增加 2.49%。受上述因素影响，筹资活动产生的现金流量净额分别为 37.18 亿元、9.33 亿元和-37.99 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-59.47 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-58.58 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 163.87 亿元。

总体看，近三年受其他与经营活动有关的现金流波动影响，公司经营活动现金流量净额转负为正；投资活动现金流入量增加，公司对外融资压力有所趋缓；考虑到公司供应链业务规模较大且房地产业务资本支出规模依旧保持在较高水平，公司未来资金需求仍较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，受房地产开发业务规模扩大，存货逐年上升的影响，公司流动比率逐年上升，速动比率逐年下降。近三年公司流动比率分别为 1.46 倍、1.55 倍和 1.59 倍；公司速动比率分别为 0.53 倍、0.49 倍和 0.49 倍；公司现金短期债务比分别为 0.57 倍、0.51 倍和 0.88 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力有所提高。截至 2016 年 9 月底，公司流动比率、速动比率和短期债务比分别为 1.52 倍、0.59 倍和 0.70 倍，较年初变化不大。整体看，公司短期偿债能力指标较低，但是考虑到公司持有现金类资产相对充裕，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 50.02 亿元、52.15 亿元和 56.20 亿元，逐年增长，主要系利润总额增长所致；2015 年公司 EBITDA 中折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额占比分别为 4.39%、1.17%、5.04%和 89.39%，以利润总额为主。近三年，EBITDA 利息倍数分别为 5.13 倍、3.68 倍和 3.30 倍，覆盖程度较高，其中 2015 年 EBITDA 利息倍数同比下降 0.38 倍，主要原因系公司用当年发行债券所募集的资金置换了利息较低的美元债，以避免人民币贬值所带来的财务风险，导致当期利息支出增加，从而使得在债务规模下降的情况下，EBITDA 利息倍数有所下降；EBITDA 全部债务比分别为 0.17 倍、0.16 倍和 0.18 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖水平尚可。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年 9 月底，公司对外提供担保 2,700 万元，为联发集团对厦门软件职业技术学院提供的担保，占当期所有者权益的 0.10%。目前，被担保企业经营状况正常，公司或有负债风险很小。

截至 2016 年 9 月底，公司未决诉讼或仲裁标的涉案金额相对公司资产规模较小，预计不会对

公司产生重大不利的影响。

表 13 截至 2016 年 9 月底公司重大未决诉讼情况（单位：万元）

原告	被告	涉诉事由	涉诉金额	诉讼进展
李道之、上海班提酒业有限公司	建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、卡斯特兄弟简化股份有限公司	侵害商标侵权纠纷	7,000.00	二审正在审理中，上海建发已根据一审判决结果计提预计负债 3,999.64 万元。
公司	连云港莆商实业有限公司	委托贷款诉讼事项	6,000.00	执行中
上海中纺物产发展有限公司	公司及子公司上海建发、建发物流（上海）有限公司	原木产品货款纠纷案	9.2 万立方米原木，货值约 12,000 万元	一审中

资料来源：公司提供

截至 2016 年 9 月底，公司共获得银行授信额度合计 1,042.76 亿元，未使用额度 646.05 亿元，公司间接融资渠道畅通。考虑公司为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据人民银行查询的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10350203000077108），截至 2016 年 9 月 12 日，公司不存在未结清的关注类及不良类信贷信息记录，公司过往履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力和长期偿债能力指标较好，或有负债金额不大，融资渠道较为通畅，公司偿债能力很强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 9 月底，公司债务总额合计 511.17 亿元，本次拟发行债券规模为不超过 55 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大，对公司债务水平有一定影响。

以 2016 年 9 月底财务数据为基础，假设本次债券（55 亿元）发行后，在其它因素不变的情况下，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 55.86%、67.22%和 80.42%，分别上升了 4.25 个百分点、2.29 个百分点和 0.80 个百分点，债务负担进一步提升。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还公司各项债务，实际债务指标较测算值会有所下降。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 56.20 亿元，为本次公司债券发行额度（55 亿元）的 1.02 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可；2015 年经营活动产生的现金流入 1,397.12 亿元，为本次公司债券发行额度（55 亿元）的 25.40 倍，公司经营活动现金流入对本次债券覆盖程度高；2015 年经营活动产生的现金流量净额为 57.77 亿元，为本次公司债券发行额度（55 亿元）的 1.05 倍，公司经营活动现金流入对本次债券覆盖程度尚可。

综合以上分析，考虑到公司供应链业务销售网络遍布全球，具有良好的市场形象及商业信用，在行业经验、品牌信誉、网络营销等方面具有一定的竞争优势；房地产业务依托联发集团和建发地产快速增长，土地储备充足，支撑了房地产业务的可持续发展，未来公司供应链业务与房地产业务并举的经营格局将进一步促进公司综合竞争力持续提升，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

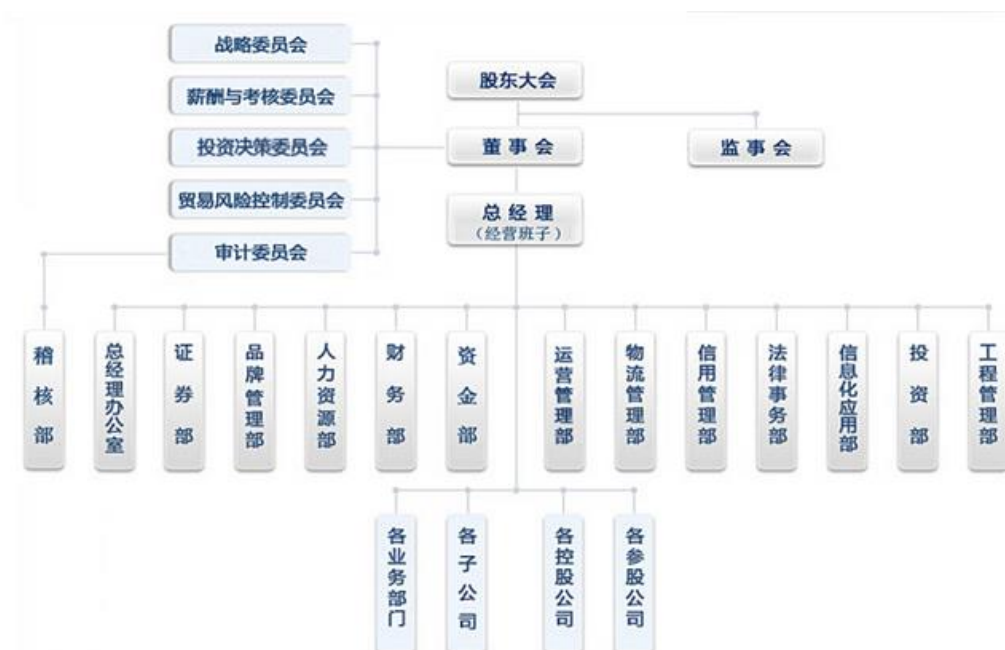
九、综合评价

公司作为供应链运营与房地产开发的双主业企业，其供应链运营业务在业务规模、贸易网络、运营价值链、信用与价格风险管控体系等方面的优势；公司房地产板块品牌信誉度较好、综合开发实力较强。近年来，公司营业收入增长较快、供应链运营业务盈利能力稳定、房地产业务盈利能力较好、经营现金流状况较佳。同时联合评级也关注到钢铁、化工等行业景气度下降、人民币汇率波动增大、房地产政策调整、三四线城市土储面积占比较高、有息债务规模增长较快、债务负担较重等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

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

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	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额（亿元）	800.45	935.23	994.33	1,354.89
所有者权益（亿元）	163.55	221.79	266.70	276.13
短期债务（亿元）	156.26	162.69	126.65	216.66
长期债务（亿元）	145.29	162.93	184.64	294.51
全部债务（亿元）	301.55	325.62	311.29	511.17
营业收入（亿元）	1,020.68	1,209.25	1,280.89	872.46
净利润（亿元）	33.92	33.74	35.64	15.61
EBITDA（亿元）	50.02	52.15	56.20	--
经营性净现金流（亿元）	-19.21	-4.72	57.77	-59.47
应收账款周转次数（次）	29.10	29.09	41.01	--
存货周转次数（次）	2.30	2.16	1.99	--
总资产周转次数（次）	1.45	1.39	1.33	--
总资产收益率（%）	8.45	7.38	6.84	--
总资产报酬率（%）	6.83	5.74	5.50	--
净资产收益率（%）	23.14	17.51	14.59	--
营业利润率（%）	7.38	6.40	7.03	5.52
费用收入比（%）	3.06	3.03	3.43	3.49
资产负债率（%）	79.57	76.28	73.18	79.62
全部债务资本化比率（%）	64.84	59.48	53.86	64.93
长期债务资本化比率（%）	47.04	42.35	40.91	51.61
EBITDA 利息倍数（倍）	5.13	3.68	3.30	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.16	0.18	--
流动比率（倍）	1.46	1.55	1.59	1.52
速动比率（倍）	0.53	0.49	0.49	0.59
现金短期债务比（倍）	0.57	0.51	0.88	0.70
经营现金流负债比率（%）	-3.92	-0.88	10.73	-7.62
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.91	0.95	1.02	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径；2、2016 年三季报未经审计，相关指标未年化。3、2013~2016 年 9 月底，其他流动负债中短期融资券已纳入短期债务及相关指标核算。4、2015~2016 年 9 月底，长期应付款中有息债务已纳入长期债务及相关指标核算。

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% (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 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
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。

联合信用评级有限公司关于 厦门建发股份有限公司 公开发行 2017 年公司债券的跟踪评级安排

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

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

联合评级将密切关注厦门建发股份有限公司的相关状况，如发现厦门建发股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如厦门建发股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至厦门建发股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送厦门建发股份有限公司、监管部门等。

