信用等级公告

联合〔2020〕2350 号

联合资信评估有限公司通过对联发集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持联发集团有限公司主体长期信用等级为 AA^+，并维持“17 联发集 MTN002”“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”的信用等级为 AAA，维持“19 联发集 CP001”的信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

联发集团有限公司2020年度跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
联发集团有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
17联发集MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
17联发集MTN003	AAA	稳定	AAA	稳定
18联发MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19联发集CP001	A-1	稳定	A-1	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17联发集MTN002	10.00	10.00	2020/12/04[1]
17联发集MTN003	5.00	5.00	2020/12/05[2]
18联发MTN001	12.00	12.00	2021/04/16
19联发集CP001	10.00	10.00	2020/08/16

注：表中单位为亿元；表中所列债券为公司经联合资信评级的存续债券

评级时间：2020年7月23日

评级观点

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）是以房地产开发为主业，以供应链运营业务、物业租赁及管理、房地产上下游增值服务业务及投资为辅的国有企业。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对联发集团的评级反映了公司作为厦门地区知名房地产企业，在股东背景、开发经验、品牌知名度等方面具备一定优势。受2019年开工力度较弱及市场原因的影响，公司签约销售金额出现下滑；公司拿地均价有所提升，目前土地储备以三线及以下城市为主。跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务结构以长期债务为主，债务结构良好；盈利指标有所下滑，经营性净现金流持续净流出。同时联合资信也关注到房地产行业受调控政策影响较大，公司销售业绩下滑，三、四线项目规模较大、部分项目出现减值，在建及拟建项目存在一定资本支出压力，经营性净现金流持续为负，所有者权益稳定性偏弱等因素对其信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对经联合资信评定的存续债券本金及单独年内最高偿付额的保障能力均较强。

随着公司在建及拟建项目的陆续销售，公司有望保持良好的经营状况。

公司存续债券“17联发集MTN002”“17联发集MTN003”和“18联发MTN001”由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，建发股份担保实力极强，有效提升了上述债券本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“17联发集MTN002”“17联发集MTN003”和“18联发MTN001”的信用等级为AAA，维持“19联发集CP001”信用等级为A-1，评级展望为稳定。

1 “17联发集MTN002”期限为3+N年，于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，表中所列到期兑付日为首个赎回日

2 “17联发集MTN003”期限为3+N年，于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，表中所列到期兑付日为首个赎回日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
股东背景及股东支持				+1

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1~F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：刘艳婷　王 爽
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

优势

1. **公司具备区域性品牌优势。**公司是厦门市国有房地产开发企业，股东背景良好，区域品牌优势明显。
2. **控股股东支持力度较大。**公司公开市场债务融资能获得控股股东的担保，且能获得股东的资金支持。
3. **公司投资性房地产以成本模式计量，存在一定升值潜力，资产质量良好。**公司在厦门、桂林、南昌等地有一定规模的投资性房地产，以成本计量，存在一定的升值潜力，资产质量良好。
4. **公司债务结构较好。**公司债务构成以长期债务为主，占比超过 75.00%，债务结构较好。
5. **公司经营活动现金流入量对经联合资信评定的存续债券本金及单独年内最高偿付额的保障能力均较强。**2019 年，公司经营活动现金流入量为公司经联合资信评定的存续债券本金的 8.77 倍，为单独年内最高偿付额的 5.69 倍。

关注

1. **房地产行业政策波动及公司项目去化压力。**房地产行业仍处于调控周期，未来房地产市场运行仍存在不确定性。公司在建及拟建项目位于三、四线城市的占比较高，部分项目出现减值，公司或将面临一定的去化压力。
2. **跟踪期内，公司销售业绩下滑。**2019 年公司签约销售金额同比下滑 21.83%。
3. **公司债务规模持续增长，经营性净现金流持续净流出，且未来仍面临一定的资本支出压力。**公司债务规模持续增长，经营性净现金流持续净流出，在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。
4. **权益结构稳定性较弱。**公司所有者权益中未分配利润、少数股东权益占比较高，且权益中含永续中期票据，权益结构稳定性较弱。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	69.78	83.20	99.36	117.79
资产总额(亿元)	496.75	669.10	835.72	906.64
所有者权益合计(亿元)	119.51	154.54	168.02	164.54
短期债务(亿元)	57.82	47.68	62.10	67.50
长期债务(亿元)	110.41	125.96	199.89	258.80
全部债务(亿元)	168.23	173.64	261.99	326.30
营业收入(亿元)	128.75	187.25	205.56	23.46
利润总额(亿元)	16.92	28.85	22.78	1.50
EBITDA(亿元)	19.42	32.26	25.99	--
经营性净现金流(亿元)	-34.91	-6.79	-67.23	-29.95
营业利润率(%)	16.38	20.92	14.22	10.08
净资产收益率(%)	10.37	13.41	9.67	--
资产负债率(%)	75.94	76.90	79.90	81.85
全部债务资本化比率(%)	58.47	52.91	60.93	66.48
流动比率(%)	163.13	155.75	163.19	171.57
经营现金流动负债比(%)	-13.19	-1.75	-14.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.66	5.38	10.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	2.92	2.11	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	265.03	314.90	369.21	404.99
所有者权益（亿元）	78.76	86.23	94.02	94.12
全部债务(亿元)	108.38	107.07	124.27	140.30
营业收入(亿元)	9.80	10.61	7.39	0.27
利润总额(亿元)	10.86	9.74	14.04	0.07
资产负债率(%)	70.28	72.62	74.53	76.76
全部债务资本化比率(%)	57.91	55.39	56.93	59.85
流动比率(%)	201.88	180.18	169.56	182.29
经营现金流动负债比(%)	-32.25	7.08	-15.43	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计；将其他流动负债中的有息部分计入短期债务核算、将长期应付款及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务及相关指标核算；2017－2019 年底及 2020 年 3 月底公司所有者权益均包含 15 亿元永续中期票据

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目组	评级方法/模型	评级报告
17 联发集 MTN002	AAA	AA+	稳定	2017/11/01	刘珺轩 刘艳婷	房地产企业信用分析要点（2015）/--	阅读全文
17 联发集 MTN003	AAA	AA+	稳定	2017/11/01	刘珺轩 刘艳婷	房地产企业信用分析要点（2015）/--	阅读全文
18 联发 MTN001	AAA	AA+	稳定	2018/02/01	刘艳婷 王爽	房地产行业企业信用评级方法及分析要点/--	阅读全文
19 联发集 CP001	A-1	AA+	稳定	2019/07/30	刘艳婷 王爽	房地产行业企业信用评级方法（2018）/--	阅读全文
17 联发集 MTN002/ 17 联发集 MTN003/ 18 联发 MTN001	AAA	AA+	稳定	2019/07/23	刘艳婷 王爽	房地产行业企业信用评级方法（2018）/--	阅读全文
19 联发集 CP001	A-1	AA+	稳定	2020/02/11	刘艳婷 王爽	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用皮革及模型	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由联发集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联发集团有限公司 2020 年度跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

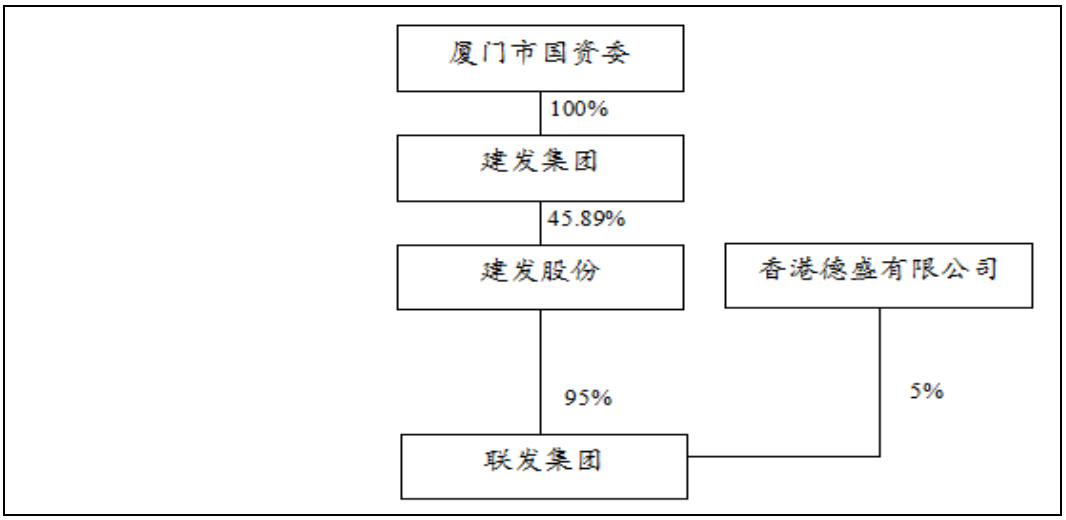
二、企业基本情况

联发集团于 1983 年由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）、昌富利（香港）贸易有限公司（以下简称“昌富利”）和香港德盛有限公司（以下简称“香港德盛”）共同出资组建，出资比例分别为 75.00%、20.00%和 5.00%。昌富利为建发股份全资子公司。

2013 年，根据厦门市投资促进局的批复意见，公司注册资本由 18.00 亿元增至 21.00 亿元，增资部分由原股东按原出资比例以其 2012 年度分得的税后利润转入。

2017 年 3 月，昌富利将其持有的公司 20%股权转让给建发股份。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 21.00 亿元，控股股东建发股份持股比例 95.00%，公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

图 1　公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务包括房地产开发、供应链运营和物业租赁及管理。截至 2020 年 3 月底，公司内设产品开发中心、前期开发部、投资发展部、营销管理部以及总经理办公室等 13 个职能部门。截至 2020 年 3 月底，公司直接和间接控股子公司 142 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 835.72 亿元，所有者权益合计 168.02 亿元（含少数股东权益 62.00 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 205.56 亿元，利润总额 22.78 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 906.64 亿元，所有者权益合计 164.54 亿元（含少数股东权益 57.29 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 23.46 亿元，利润总额 1.50 亿元。

公司地址：厦门市湖里区湖里大道 31 号；法定代表人：赵胜华。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，联合资信评定的公司存续债券本金合计 37.00 亿元（详见表 1）。跟踪期内，联合资信评定的公司存续债券募集资金均已按规定用途使用。“19 联发集 CP001”尚未到兑付日；其他存续债券均已按期支付存续期利息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	募集资金用途	期限	到期兑付日	还本付息方式	增信措施
17 联发集 MTN002	10.00	10.00	偿还借款和到期债券	3（3+N）	2020/12/04	赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据	由建发股份提供全额无条件不可撤销的连带责任担保
17 联发集 MTN003	5.00	5.00	偿还借款和到期债券	3（3+N）	2020/12/05	赎回前长期存续，在第 3 个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据	由建发股份提供全额无条件不可撤销的连带责任担保
18 联发 MTN001	12.00	12.00	偿还借款和到期债券	3	2021/04/16	按年付息，到期一次还本	由建发股份提供全额无条件不可撤销的连带责任担保
19 联发集 CP001	10.00	10.00	偿还有息债务	1	2020/08/16	到期一次还本付息	--
合计	**37.00**	**37.00**	--	--	--	--	--

注“17联发集MTN002”“17联发集MTN003”所列到期兑付日为首个赎回日
资料来源：公开市场资料

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1

社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和

-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

（一）房地产行业概况

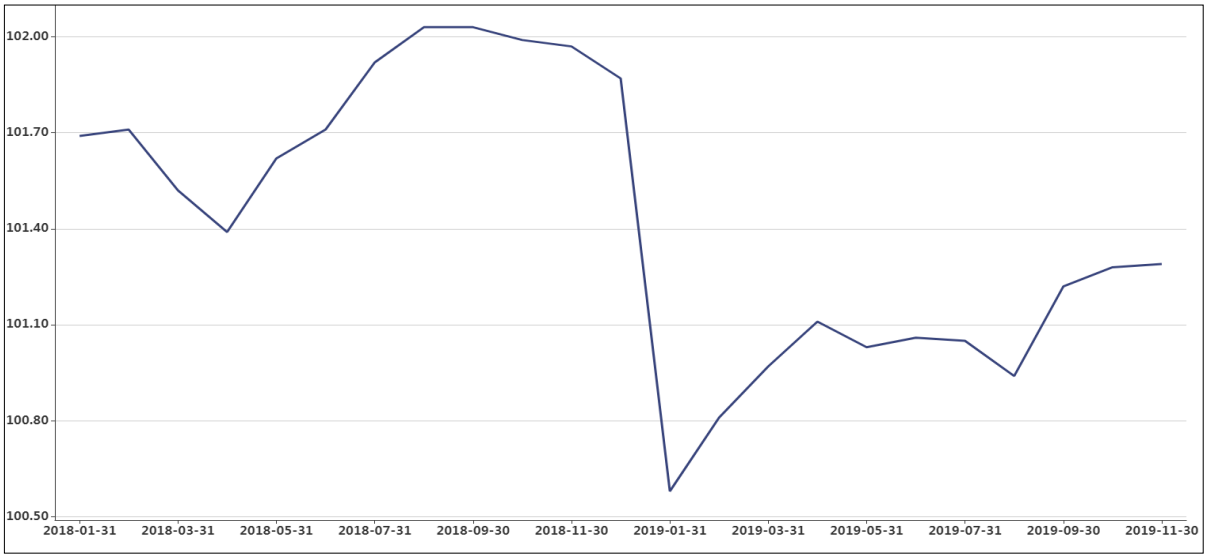
2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

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。

图 2　2018 年－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

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，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，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。

土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1－3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 3　近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	**156052.62**	**100.00%**	**165962.89**	**100.00%**	**178608.59**	**100.00%**

资料来源：Wind，联合资信整理

政策环境

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。（具体政策内容见表 4）

表 4　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 5）

表 5　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

（二）厦门市区域经济环境

联发集团所在厦门区域经济保持平稳较快发展，财政实力不断增强，公司外部经济环境良好。

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

根据《厦门市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，厦门全年地区生产总值（GDP）5995.04 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 26.49 亿元，增长 0.7%；第二产业增加值 2493.99 亿元，增长 9.7%；第三产业增加值 3474.56 亿元，增长 6.6%。三次产业结构为 0.4∶41.6∶58.0。按常住人口计算的人均地区生产总值 142739 元，折合 20691 美元。

2019 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值增长 8.6%，分经济类型看，股份制企业增加值增长 13.7%，外商及港澳台商投资企业增加值增长 5.0%，其中台资企业增加值增长 9.2%；国有控股企业增加值增长 6.3%，私营企业增加值增长 15.9%。分轻重工业看，轻工业增加值增长 6.1%，重工业增加值增长 9.8%，轻工业与重工业之比为 1:1.91。工业产品产销率为 93.97%，比上年下降 1.35 个百分点。

2019 年，厦门市基础设施投资增长 1.8%；其中交通运输业投资下降 16.8%；工业投资增长 5.2%，其中制造业投资增长 5.8%；社会事业投资增长 70.0%。

2019 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）增长 9.0%。分产业看，第一产业投资下降 32.3%，第二产业投资增长 4.8%，第三产业投资增长 9.9%。

2019 年，厦门市房地产开发投资增长 1.7%。其中土地购置费下降 15.6%，占房地产投资的 43.7%。全市商品房施工面积 4089.16 万平方米，下降 5.9%；商品房新开工面积 505.22 万平方米，增长 21.9%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 21.00 亿元，控股股东建发股份持股比例 95.00%，公司实际控制人为厦门市国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司房地产开发经验较为丰富，在项目开发地具有较好的影响力和品牌知名度，市场竞争实力强。

公司是以房地产开发为主业，以持有性物业经营和供应链运营业务为辅的国有企业，拥有房地产开发一级资质。目前公司开发的项目主要位于厦门、重庆、武汉、天津、南京、杭州、扬州、桂林、南昌、南宁、鄂州和漳州等二、三线城市。截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建项目规划建筑面积 1165.24 万平方米。

公司成立至今获得了较多的荣誉，主要有：全国优秀外商投资企业、福建企业 100 强、福建省地税百强、“中国诚信地产品牌”200 强、厦门特区建设 30 年功勋企业、全国履行社会责任贡献突出的外商投资企业。公司在由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院三家研究机构联合发布的“2019 中国房地产百强企业”位列第 46 名，同时公司在优化运营体系、加快开发节奏、标准化运营等方面的优秀表现，位列房地产百强企业“运营效率 TOP10”。公司已连续 11 年位列房地产百强。

3. 人员素质

公司高级管理人员具有丰富的房地产行业从业及管理经验；公司员工构成较合理，能够满足公司运营及发展的需要。

公司现有董事长 1 人，董事 6 人。其他高级管理人员 6 名，其中常务副总经理 1 名，副总经理 5 名，均具有丰富的房地产企业管理经验。

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

公司总经理庄学谦先生，1967 年 8 月出生，大专学历，高级工程师；曾任联发集团桂林联泰置业有限公司总经理、广西联发呈辉房地产公司总经理、南宁联发置业有限公司总经理、联发集团天津房地产开发有限公司总经理、联发集团有限公司总经理助理、副总经理；现任公司总经理、产品开发中心总经理、工程项目建设部总经理。

截至 2019 年底，公司共有在职员工 4196 人。从学历构成看，公司本科及以上学历者占 34.80%，大专学历者占 25.79%，大专以下学历者占 39.42%；从岗位构成看，管理人员占 10.99%，财务人员占 4.41%，业务人员占 26.93%，技术人员占 9.22%，行政及基层员工占 48.45%；从年龄构成看，公司 50 岁以上占比 10.99%，30~50 岁占比 57.05%，30 岁以下占比 31.96%。

4. 股东背景及股东支持

公司控股股东实力强，在供应链运营和房地产等业务领域具有良好的市场形象及商业信用，为公司业务开展提供了有力的支持。

公司控股股东建发股份为股份制上市公司（股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH），截至 2020 年 3 月底，建发集团持股 45.89%。厦门市国资委持有建发集团 100%股权，为建发股份实际控制人。

建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业。建发股份拥有两家房地产公司，分别为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”，注册资本 200000 万元，建发股份持股 54.65%）。公司目前公开市场债务融资由建发股份提供担保，股东对其支持力度较大。

截至 2019 年底，建发股份合并资产总额 2953.99 亿元，所有者权益合计 661.04 亿元（含少数股东权益 352.15 亿元）；2019 年建发股份实现营业收入 3372.39 亿元，利润总额 110.55 亿元。

截至 2020 年 3 月底，建发股份合并资产总额 3343.56 亿元，所有者权益合计 661.62 亿元（含少数股东权益 336.37 亿元）；2020 年 1－3 月，建发股份实现营业收入 674.60 亿元，利润总额 32.55 亿元。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度等方面无重大变化情况。

八、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司营业收入持续增长；受公司房地产开发业务毛利率下滑以及低毛利的供应链运营业务占比提升的影响，公司综合毛利率明显下降。

2019年，公司实现营业收入205.56亿元，同比增长9.78%，主要系公司房地产结转收入增长以及供应链业务收入提升所致。从营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司营业收入的主要来源，2019年，公司房地产开发业务收入为166.26亿元，同比增长5.89%，占当年营业收入的80.88%；供应链运营业务实现收入29.62亿元，同比增长38.67%，系当年供应链贸易品种规模提升所致，占当年营业收入的14.41%；公司物业及租赁管理业务收入持续增长，2019年为6.03亿元，同比增长20.84%，占当年营业收入的2.93%。公司其他业务主要为房地产上下游增值服务。

公司综合毛利率波动下降，2019年为18.51%，同比下滑10.04个百分点，综合毛利率下降主要系房地产开发结转项目的毛利率下滑

较多所致。2019年，公司房地产开发业务毛利率为20.52%，同比下滑10.10个百分点，主要系2018年结转收入中厦门区域占比较高，而2019年厦门区域结转规模很小，导致毛利率下滑较多。公司供应链业务毛利率较低，2019年为1.01%，较2018年下滑0.59个百分点；2019年，公司物业及租赁管理业务毛利率为42.19%，同比变动不大。

表 6　2017－2019 年及 2020 年 1－3 月公司营业板块收入构成情况（单位：亿元、%）

产品名称	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	111.93	86.94	22.12	157.01	83.85	30.62	166.26	80.88	20.52	8.91	37.97	21.16
供应链运营	11.48	8.91	1.69	21.36	11.41	1.60	29.62	14.41	1.01	12.41	52.91	0.47
物业及租赁管理	4.28	3.32	51.98	4.99	2.67	42.31	6.03	2.93	42.19	1.52	6.47	29.04
其他	1.07	0.83	47.59	3.90	2.08	75.38	3.65	1.77	29.67	0.46	1.97	56.34
合计	**128.75**	**100.00**	**21.51**	**187.25**	**100.00**	**28.55**	**205.56**	**100.00**	**18.51**	**23.46**	**100.00**	**11.27**

注：尾差由于四舍五入产生
资料来源：公司提供

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 23.46 亿元，同比增长 27.98%，毛利率为 11.27%，较 2019 年全年下滑较多，主要系收入构成中房地产开发业务占比下滑及毛利率较低的供应链运营业务收入占比提高所致。其中，房地产开发业务毛利率为 21.16%，较 2019 年提升 0.64 个百分点；供应链运营业务毛利率为 0.47%，较 2019 年下滑 0.54 个百分点；物业租赁及管理业务毛利率为 29.04%，较 2019 年下滑 13.15 个百分点，系一季度受疫情影响，给予商户租金减免。

2. 房地产开发业务

项目开发

跟踪期内，受前期开工力度相对较大及项目储备相对不足的影响，公司新开工同比大幅下滑，竣工变动不大，期末在建面积呈下滑态势。

公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由项目公司完成，公司对项目公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围子公司数量 142 家，其中项目公司 92 家。

从区域上看，目前公司开发的项目主要位于厦门、重庆、武汉、天津、南京、杭州、扬州、桂林、南昌、南宁、鄂州和漳州等二、三线城市。从产品定位上看，公司开发的项目主要针对中端、高端消费者，在厦门、桂林、南昌等地已具有一定的品牌知名度。

表7　2017－2020年1季度公司房地产开发情况

（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
期末在建面积	481.11	837.24	758.67	823.95
房屋竣工面积	99.88	207.00	246.17	8.34
新开工面积	295.03	563.13	167.60	73.63

注：表中数据不满足上期期末在建+当期开工-当期竣工=当期期末在建面积主要系项目竣工备案面积与施工证面积有微差导致；上表中数据为全口径数据
资料来源：公司提供

从项目开发数据来看，2018 年公司开工力度较大，新开工面积同比大幅提升，受前期开工力度相对较大及项目储备相对有限的影响，公司 2019 年新开工面积同比下降 70.24%；同期，房屋竣工面积同比增长 18.92%。在上述因素共同影响下，2019 年底公司期末在建面积较 2018 年底有所下滑，为 758.67 万平方米。2020

年 1－3 月，公司新开工面积为 73.63 万平方米，同比变动不大，期末在建面积为 823.95 万平方米。

房产销售

跟踪期内，受新开工大幅下滑及市场原因影响，公司签约销售规模有所下滑，签约销售均价变动不大。公司剩余可售项目中三线及以下城市占比较高，未来其销售去化或将存在一定的不确定性；剩余可售项目相较销售略显不足，公司存在一定补库存需求。

在房地产开发销售模式方面，公司主要依靠自有的销售团队，同时辅以少量专业团队。

受新开工大幅下滑及市场原因的影响，2019 年，公司房屋签约销售面积为 252.97 万平方米，同比下降 20.27%；同期公司房屋销售均价变动不大，为 1.08 万元/平方米；在上述因素共同影响下，公司 2019 年实现签约销售金额 273.04 亿元，同比下降 21.83%。2020 年 1－3 月，公司房屋签约销售面积 24.41 万平方米，为 2019 年全年的 9.65%，签约销售均价较 2019 年略有提升，为 1.16 万元/平方米，系公司主要销售的城市项目售价较高所致。

公司结转销售面积和结转收入均持续提升。2019 年，公司结转面积 170.02 万平方米，同比增长 1.60%；结转收入 166.26 亿元，同比增长 5.83%。截至 2020 年 3 月底，公司账面预收款项余额 255.05 亿元，未来公司结转收入规模有一定的保障。

表8　2017－2020年1季度公司商品房销售情况(单位：万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
签约销售面积	240.66	317.29	252.97	24.41
结转销售面积	128.80	167.35	170.02	8.29
房屋销售平均价格	1.07	1.10	1.08	1.16
签约销售额	258.35	349.27	273.04	28.42
结转收入	111.93	157.01	166.26	8.91

注：表中签约销售额及签约面积数据为总口径数据（含合营、联营企业的销售数据）；结转收入及结转面积为并表口径
资料来源：公司提供

从销售区域来看，2019 年公司房地产开发销售区域仍以原有布局区域为主，其中，二线城市签约销售额占比 53.31%、三线及以下城市销售占比 46.37%。

表 9　公司房地产区域销售分布情况（单位：亿元）

区域	2017 年	2018 年	2019 年
厦门	12.93	26.68	12.42
漳州	11.91	17.06	9.71
莆田	24.62	25.15	29.75
天津	33.05	24.60	18.81
泉州	4.50	23.28	12.68
南昌	31.53	39.88	9.90
赣州	22.27	29.06	6.15
扬州	17.59	5.58	2.24
南宁	28.67	36.04	8.46
桂林	12.16	23.54	17.10
柳州	21.89	25.50	14.11
重庆	22.66	36.27	38.56
武汉	5.26	2.04	2.40
鄂州	5.81	7.60	9.00
澳洲	3.50	--	0.87
杭州	--	10.14	18.06
九江	--	16.16	37.29
苏州	--	0.67	22.04
江门	--	--	**3.50**
总计	**258.35**	**349.27**	**273.04**

注：合计数与分项数之和的尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司在售项目 71 个，总可售面积 1252.28 万平方米，已售面积 857.05 万平方米，剩余可售面积 395.24 万平方米，整体去化率 68.44%，部分城市去化率较低主要系项目未全部取得预售证尚未全部进入预售期所致。从剩余可售区域来看，二线城市占比 21.77%，三线及以下城市占比 75.51%，其中，位于湖北鄂州的剩余可售面积占 24.29%，受新冠肺炎疫情影响去化进度或存在一定不确定性。从公司 2019 年销售情况看，目前在售项目剩余可售规模难以满足 2 年的销售，公司存在一定的补库存需求。

表 10　公司分区域项目去化情况（单位：万平方米、%）

城市	总可售面积	已售面积	剩余可售面积	去化率
鄂州	122.06	26.07	96.00	21.36
赣州	41.15	35.63	5.52	86.59
桂林	104.10	85.43	18.66	82.07
杭州	15.87	9.70	6.17	61.12
江门	22.54	3.57	18.97	15.82
九江	86.70	63.99	22.71	73.81
柳州	85.63	77.57	8.06	90.59
南昌	48.46	42.93	5.53	88.60
南宁	126.74	112.33	14.41	88.63
莆田	68.02	40.62	27.40	59.72
泉州	65.80	44.76	21.04	68.02
厦门	37.38	31.73	5.65	84.90
苏州	15.04	8.21	6.83	54.60
天津	103.38	81.44	21.94	78.78
武汉	19.30	16.07	3.23	83.26
扬州	34.75	34.39	0.36	98.95
漳州	55.45	42.58	12.87	76.78
镇江	11.63	0.00	11.63	0.00
重庆	188.30	100.02	88.27	53.12
总计	**1252.28**	**857.05**	**395.24**	**68.44**

注：表中数据含合营及联营公司，为总口径数据
资料来源：公司提供

在建及拟建项目

公司在建及拟建项目规模较大，在建及拟建项目二、三线及三线以下城市均有分布，尚需投资规模较大，存在一定的资本支出压力。

截至 2020 年 3 月底，公司在建及拟建项目共 50 个，规划建筑面积达 1165.24 万平方米，二线城市占 48.57%、三、四线及以下城市占 51.43%。在建及拟建项目预计总投资为 1016.04 亿元，截至 2020 年 3 月底已投资 646.84 亿元，未来三年计划投资 369.63 亿元（权益尚需投资 328.00 亿元）。在建及拟建项目中 29 个项目进度达到 50%及以上。公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

表 11　截至 2020 年 3 月底公司在建及拟建地产项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	用途	地理位置	规划建筑面积	总投资	截至 2020 年 3 月底已投资	未来三年投资支出	项目进度	项目批准情况（五证获取情况）
1	君领首府	住宅、商业	漳州	13.52	14.27	9.25	5.02	36%	A+B+C+D+E
2	君领壹号	住宅、商业	漳州	26.67	24.00	11.25	12.75	17%	A+B+C+D
3	中央公园	住宅、商业	厦门	16.41	40.50	38.60	1.90	50%	A+B+C+D+E

4	君领天玺	住宅、商业	莆田	27.02	36.85	26.49	10.36	55%	A+B+C+D+E
5	尚书第	住宅、商业	莆田	5.92	5.80	4.37	1.43	85%	A+B+C+D+E
6	君领兰溪	住宅、商业	莆田	5.56	5.00	4.06	0.94	60%	A+B+C+D+E
7	世茂云图	住宅、商业	莆田	7.29	4.52	2.84	1.68	40%	A+B+C+D+E
8	海峡 1 号	住宅、商业	南安	29.79	15.45	12.60	2.85	92%	A+B+C+D+E
9	君悦湾	住宅、商业	南安	18.83	9.28	8.30	0.98	99%	A+B+C+D+E
10	晋江云城	住宅、商业	晋江	34.48	19.40	13.60	5.80	55%	A+B+C+D+E
11	青溪府	住宅、商业	南宁	28.73	21.00	17.10	3.90	90%	A+B+C+D+E
12	君悦	住宅、商业	南宁	5.15	3.50	2.96	0.54	80%	A+B+C+D+E
13	西棠春晓	住宅、商业	南宁	23.43	15.00	12.48	2.52	80%	A+B+C+D+E
14	臻境	住宅、商业	南宁	34.14	24.00	14.66	9.34	5%	A+B+C+D
15	滨江一号	住宅、商业	柳州	32.42	15.50	13.09	2.41	85%	A+B+C+D+E
16	君悦兰亭	住宅、商业	柳州	39.01	16.60	13.61	2.99	75%	A+B+C+D+E
17	悦澜山	住宅、商业	江门	17.96	22.03	15.36	6.67	50%	A+B+C+D+E
18	悦溪府	住宅、商业	桂林	23.05	10.20	6.64	3.56	70%	A+B+C+D+E
19	乾景御府	住宅、商业	桂林	21.06	11.68	6.63	5.05	35%	A+B+C+D+E
20	乾景欣悦	住宅、商业	桂林	24.36	10.64	10.35	0.29	100%	A+B+C+D+E
21	红墅东方	住宅、商业、办公	鄂州	122	84.00	23.40	60.60	25%	A+B+C+D+E
22	棠颂	住宅、商业	苏州	18.04	26.00	18.88	7.12	50%	A+B+C+D+E
23	翡翠方山	住宅、商业	南京	8.3	16.75	14.04	2.71	80%	A+B+C+D
24	时代天阶	住宅、商业	南昌	22.92	17.71	5.98	11.73	50%	A+B+C+D+E
25	时代天骄	住宅、商业	南昌	9.03	9.69	6.81	2.88	50%	A+B+C+D+E
26	海上明月	住宅、商业	南昌	34.10	43.04	24.75	18.29	10%	A+B+C+D
27	浔阳府	住宅、商业	九江	36.8	21.28	18.25	3.03	65%	A+B+C+D+E
28	君悦湖	住宅、商业	九江	20.97	10.50	5.07	5.43	40%	A+B+C+D+E
29	君悦江山	住宅、商业	九江	21.4	21.28	13.16	8.12	30%	A+B+C+D+E
30	雍榕华府	住宅、商业	赣州	20.48	16.30	15.25	1.05	95%	A+B+C+D+E
31	君悦华府	住宅、商业	赣州	10.2	5.45	3.22	2.23	85%	A+B+C+D+E
32	静湖 1 号	住宅、商业	天津	18.49	38.22	21.86	16.36	35%	A+B+C+D+E
33	锦里	住宅、商业	天津	19.23	34.25	20.14	14.11	25%	A+B+C+D+E
34	藏珑玉墅	住宅、商业	杭州	7.06	13.00	12.50	0.50	95%	A+B+C+D+E
35	云景天章	住宅、商业	杭州	7.23	15.45	13.34	2.11	95%	A+B+C+D
36	藏珑大境	住宅、商业	杭州	21.64	35.52	30.31	5.21	70%	A+B+C+D+E
37	龙洲湾一号	住宅、商业	重庆	53.3	40.00	26.71	13.29	67%	A+B+C+D+E
38	西城首府	住宅、商业	重庆	29.27	24.00	18.27	5.73	76%	A+B+C+D+E
39	东悦府	住宅、商业	重庆	50.33	43.00	28.08	14.92	65%	A+B+C+D+E

40	君领西城	住宅、商业	重庆	10.63	9.30	6.30	3.00	68%	A+B+C+D
41	南山	住宅、商业	重庆	12.05	16.00	5.48	10.52	10%	A+B+C+D+E
42	龙洲湾一号四期	住宅、商业	重庆	17.19	18.00	8.90	9.10	--	A+B
43	阅山湖	住宅、商业、办公	鄂州	27.99	21.00	4.10	16.90	--	未取证
44	璞悦府	住宅、商业	武汉	42.13	17.00	9.58	7.42	--	A+B+C
45	云璟	住宅、商业	武汉	27.59	24.00	13.41	10.59	--	A+B+C
46	西岸春风	住宅、商业	南昌	10.33	11.39	6.18	5.21	--	A+B+C
47	君悦天成	住宅、商业	柳州	5.91	4.94	1.60	3.35	--	A+B+C
48	君悦华庭	住宅、商业	柳州	5.21	3.36	1.72	1.65	--	A+B+C
49	君悦朝阳	住宅、商业	柳州	17.9	8.39	2.91	5.49	--	A+B+C
50	云犀	住宅、商业	南京	22.72	42.00	22.40	20.00	--	A+B+C
合计	--	--	--	**1165.24**	**1016.04**	**646.82**	**369.23**	--	--

注：项目批准情况五证明细：A、《国有土地使用证》；B、《建设用地规划许可证》；C、《建设工程规划许可证》；D、《建设工程施工许可证》；E、《商品房预售许可证》。部分项目未有《国有土地使用证》，主要是因为分期缴纳地价款，待缴清后统一办理土地证；已投资金额+未来三年计划投资金额不等于总投资金额，主要系相关数据四舍五入导致的合计数与分项数之和产生一定差异
资料来源：公司提供

土地储备

跟踪期内，公司土地获取较为平稳，受土地市场溢价率提升及拿地区域有所变动的影响，公司拿地均价持续提升；现有土地储备以三线及以下城市为主，相较近年来开发规模，公司土储规模一般。

公司土地储备工作由集团主导，主要采用“招、拍、挂”方式从市场取得，同时也有少部分土地采用收购、与其他公司合作开发等方式取得。2017 年，公司共购入土地 25 块，新增土地储备权益建筑面积 226.99 万平方米，拿地均价 5402 元/平方米；2018 年，公司共购入土地 20 块，新增土地储备权益建筑面积 213.61 万平方米，拿地均价 5735 元/平方米；2019 年，公司共购入土地 17 块，新增土地储备权益建筑面积 191.20 万平方米，拿地均价 7572 元/平方米。2020 年一季度，公司未获取土地储备。

截至 2020 年 3 月底，公司未动工的土地储备共计 12 块，总计容建筑面积为 238.50 万平方米（权益计容建筑面积 222.59 万平方米），主要位于鄂州（占 49.15%）、柳州（占 14.61%）、南昌（占 11.52%）、南宁（占 8.03%）、漳州（占 5.46%）以及重庆（占 4.96%）等，公司土地储备以三线及以下城市为主。相较近年来开发规模，公司土储规模一般。同时，公司位于湖北省内的土地储备规模较大，在新冠疫情影响下其销售速度可能受到一定影响。

表12　截至2020年3月底公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米）

序号	项目名称	位置	土地用途	成交地价	已交出让金	后续出让金来源	总计容建筑面积	土地获取方式	权益比例	土地取得时间
1	南昌时代天阶商业	南昌	住宅、商业、办公	3.10	3.10	自有资金	13.02	收购	80%	2016.5.20
2	南山项目	重庆	住宅、商业	1.29	1.29	自有资金	5.94	收购	80%	2017.3.15

3	红莲湖项目	鄂州	住宅、商业、服务业	5.24	5.24	自有资金	84.73	招拍挂	100%	2013.1.7
4	阅山湖	鄂州	住宅、商业	6.40	3.20	自有资金	24.67	招拍挂	100%	2017.12.8
5	东悦府四期	重庆	住宅、商业	7.56	7.56	自有资金	12.60	招拍挂	50%	2018.5.31
6	臻境二期	南宁	住宅	11.21	11.21	自有资金	17.87	招拍挂	100%	2018.7.20
7	君领壹号	漳州	住宅、商业	6.64	6.64	自有资金	12.16	招拍挂	100%	2019.7.10
8	溪语宸章	杭州	住宅、商业	18.15	9.07	自有资金	8.62	招拍挂	100%	2019.9.10
9	广西社湾 P（2019）63 号地块	柳州	住宅、商业	8.74	4.37	自有资金	32.52	招拍挂	100%	2019.12.3
10	乌石浦 2019P04 号地块	厦门	住宅、商业	22.47	11.24	自有资金	5.33	招拍挂	100%	2019.12.24
11	DAJ2019061 号地块	南昌	住宅	6.59	3.30	自有资金	11.88	招拍挂	51%	2019.12.27
12	DAJ2019062 号地块	南昌	住宅	5.19	2.59	自有资金	9.16	招拍挂	100%	2019.12.27
合计	--	--	--	**102.57**	**68.80**	--	**238.50**	--	--	--

注：合计数与分项数之和尾差系四舍五入导致；部分获取较早地块为获取时规模较大， 分期动工；南昌时代天阶商业未动工为商业部分；阅山湖由于政府生态规划红线问题未动工

资料来源：公司提供

3. 物业及租赁管理业务

跟踪期内，公司物业租赁及管理收入稳步增长，对收入形成有效补充。公司持有物业均按历史成本入账，账面余额较低，具有一定升值潜力。

公司的物业及租赁管理业务主要依靠自身持有的物业对外出租，收取租金和管理费的方式获取收入。公司物业出租情况总体良好，采取预收 1 至 3 个月的租金作为保证金，租户按月或季度缴纳租金的收费方式，租赁业务年收入在 4~6 亿元左右，物业平均出租率在 90%以上，该部分业务收入比较稳定。为进一步对物业租赁进行专业化运营及管理，公司于 2013 年设立厦门联发商置有限公司进行物业租赁、运营的管理。

截至 2020 年 3 月底，公司持有性物业面积约为 116.42 万平方米，位于厦门、南昌和桂林等地。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）、教育地产。公司在厦门湖里区拥有物业近 40 万平方米，目前按照历史成本入账，未来存在一定的升值空间。2019 年，公司物业租赁及管理业务收入 6.03 亿元，同比增长 20.84%；2020 年 1－3 月，公司物业租赁及管理业务收入 1.52 亿元，基本维持稳定。

表 13　截至 2020 年 3 月底公司持有物业情况（单位：万平方米、万元）

序号	项目名称	建筑面积	物业概况	出租率	账面金额	项目所在地
1	湖里工业园	16.00	工业厂房	90%	13608.43	厦门
2	杏林工业园	5.56	工业厂房	85%	3266.78	厦门
3	黄金工业园	16.79	工业厂房	98%	24814.96	厦门

4	软件学院	7.53	教育地产	100%	15329.45	厦门
5	湖里写字楼	7.59	写字楼	87%	6040.30	厦门
6	湖里颐豪酒店等	3.37	酒店	100%	3571.74	厦门
7	华美文创园	4.07	文创园	92%	12886.98	厦门
8	文创口岸	3.67	文创园	89%	13622.05	厦门
9	联发电子商城	2.63	商业	40%	23170.30	厦门
10	联达商业广场	5.74	商业	94%	19071.20	桂林
11	联发广场	4.32	写字楼	82%	33400.84	南昌
12	联发九都国际	0.65	写字楼	67%	9295.02	武汉
13	软件学院在建	21.84	教育地产	100%	9829.59	厦门
14	莆田电商城	6.90	商业	100%	26676.43	莆田
15	自持配套	9.76	商业	100%	90482.52	各地
合计		**116.42**	--	--	**305066.59**	--

资料来源：公司提供

4. 供应链运营业务

跟踪期内，公司供应链运营业务收入持续增长，整体毛利率水平仍较低。

公司供应链运营业务主要由子公司厦门联信诚有限公司（以下简称“联信诚”）开展，业务内容包括仪器、石材、化工、矿产品和农副产品等进口、内贸业务，钢材、电梯等建材代理业务，服装辅料、休闲鞋和塑料制品等出口业务。供应链运营业务主要是围绕公司房地产业务进行，目的是降低公司的营运成本，为公司房地产业务发展提供有力的支撑，以保障公司的盈利水平。

公司供应链运营业务以国内贸易为主，国内贸易达 90%以上，结算方式以现金、信用证、银行承兑汇票为主；国外贸易以现金、信用证结算为主。2019 年，公司供应链运营业务收入 29.62 亿元，同比增长 38.67%；2020 年 1—3 月，公司供应链运营业务收入 12.41 亿元，整体维持增长趋势。

5. 经营效率

公司经营效率尚可。

2017—2019 年，公司销售债权周转次数持续提升，三年加权均值为 26.26 次，2019 年为 31.67 次；同期存货周转次数持续下降，三年加权均值为 0.35 次，2019 年为 0.33 次；同期总资产周转次数波动下降，三年加权均值为 0.30 次，2019 年为 0.27 次。与同行业企业对比情况看，公司经营效率尚可。

表 14　2019 年房地产开发类公司主要经营效率指标对比（单位：次）

公司名称	存货周转次数	总资产周转次数
中华企业股份有限公司	0.27	0.24
厦门住宅建设集团有限公司	0.17	0.22
天津广宇发展股份有限公司	0.25	0.32
联发集团	0.33	0.27

资料来源：联合资信根据公开资料整理

6. 未来发展

公司未来将结合自身具体情况，在提升现有业务的基础上积极探索新的增长点，可持续发展能力较好。

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

区域拓展方面，公司目前的主要业务集中在厦门、南昌、桂林、南宁、武汉、重庆、天津、扬州等地，公司凭借以往的经验、对当地的了解以及优良的市场声誉，计划通过在现有及未来住宅项目设计和开发中运用标准化运营程序的方式，持续拓展已有城市房地产市场，巩固在多个城市的领先地位，提高市场份额。公司将继续提升各地开发项目的品质、开发新的项目主体及设计、创新及完善各新项目开发的配套设施以及完善物业管理服务。未来 5 年，公司计划扩展到长三角具有高增长潜力的城市。

土地储备方面，公司将通过多种形式获取土地储备，探索文化创意和产业用地等新业态，关注海外房地产发展机会。同时，公司将继续增加具有高增长潜力地区的土地储备；在收购土地之前，公司将综合考虑诸多因素，如未来的城市比较、土地供应、土地成本、城市规划及开发、政府的优惠政策、周边基础设施以及增长潜力和地区投资价值等。

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

九、财务分析

公司提供了2019年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所对该报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2020年一季度财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新版企业会计准则，于2019年执行新金融工具准则。

2019年公司更换审计机构，主要系原负责公司审计的团队离开致同会计师事务所（特殊普通合伙）加入容城会计师事务所（特殊普通合伙），为保持审计工作的连续性，公司聘任容城会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2019年度财务报表审计机构。

从合并范围看，2019 年，公司合并范围新增子公司 28 家，减少子公司 5 家，期末纳入合并范围的子公司共计 139 家。考虑到公司主营业务未发生变化，公司财务数据仍具备一定的可比性。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 835.72 亿元，所有者权益合计 168.02 亿元（含少数股东权益 62.00 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 205.56 亿元，利润总额 22.78 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 906.64 亿元，所有者权益合计 164.54 亿元（含少数股东权益 57.29 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 23.46 亿元，利润总额 1.50 亿元。

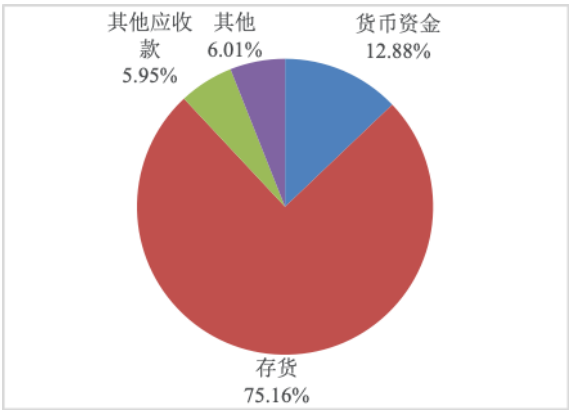
1. 资产质量

跟踪期内，伴随着房地产业务规模的扩张，公司存货规模大幅增长，带动资产总额快速增长。资产构成以货币资金和存货为主，存货的变现能力受房地产市场波动影响明显，部分城市项目存在一定的跌价风险；公司有较大规模的投资性房地产，以成本模式进行计量，存在一定的物业升值潜力。总体看，公司整体资产质量较好。

截至 2019 年底，公司资产总额 835.72 亿元，较上年底增长 24.90%，主要系货币资金及存货增长所致。公司资产以流动资产（占 91.15%）为主，符合房地产开发企业特征。

截至 2019 年底，公司流动资产合计 761.75 亿元，较上年底增长 26.23%，主要由存货（占 75.16%）、货币资金（占 12.88%）和其他应收款（占 5.95%）等构成。

图 2　2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司货币资金 98.10 亿元，较上年底增长 19.60%，主要系销售回款以及业务发展储备货币资金所致；货币资金主要为银行存款（占 68.48%）和其他货币资金（占 31.52%），其余为少量库存现金。截至 2019 年底，公司使用权受到限制的货币资金 27.81 亿元，受限比例为 28.35%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、按揭贷款保证金以及预售保证金等。

截至 2019 年底，公司其他应收款 45.34 亿元，较上年底增长 7.56%，主要系往来款增加所致；公司其他应收款主要包括合作方经营往来款项、购房保证金和押金等。从账龄看，1 年以内占 62.38%、1～2 年占 26.09%、2～3 年占 6.23%、3 年以上占 5.30%；截至 2019 年底，公司其他应收款共计提坏账准备 1.04 亿元，综合计提比例 2.24%。从其他应收款集中度来看，前五名单位合计应收余额占比 45.97%，主要为合作方往来款及关联方往来款，集中度较高。

表 15　截至 2019 年底，公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	与本公司关系	期末余额	占其他应收款总额的比例	账龄	款项性质
厦门禹联泰房地产开发有限公司	关联方	89582.63	19.76	1 年以内，1-2 年	关联方往来款
南昌县财政局	合作方	47432.00	10.46	1 年以内	合作方往来款
上海康泰房地产开发有限公司	合作方	26003.37	5.73	1-2 年，2-3 年	合作方往来款
上海锘绿置业有限公司	合作方	25445.59	5.61	1-2 年，2-3 年	合作方往来款
桂林彰泰实业集团有限公司	合作方	19995.82	4.41	1 年以内，2-3 年，3-4 年	合作方往来款
合计	--	**208459.41**	**45.97**	--	--

注：合计数与分项数之和尾差系四舍五入导致

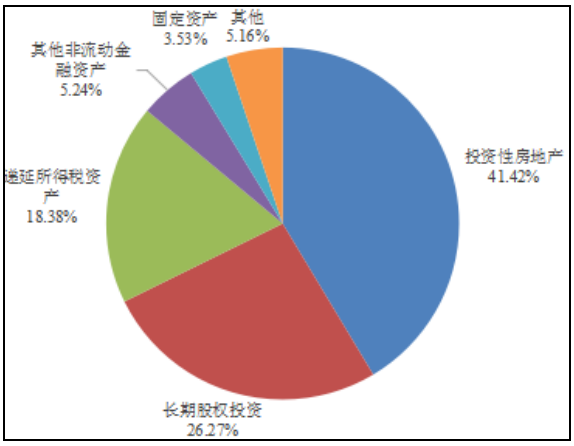
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2019 年底，公司存货账面价值 572.54 亿元，较上年底增长 26.82%，主要系随着公司房地产项目开发规模的扩大，拿地及投资规模增加所致。从存货构成上看，主要包括开发成本（占 95.97%）和开发产品（占 3.78%）。截至 2019 年底，公司共计提存货跌价准备 4.95 亿元，其中对开发成本计提跌价准备 4.62 亿元、对开发产品计提跌价准备 0.33 亿元。公司计提跌价准备的存货主要为天津区域项目，系当地市场不及预期所致。考虑到公司存货位于三、四线城市的占比仍较高，或仍将面临一定的减值风险。

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 73.97 亿元，较上年底增长 12.68%；公司非流动资产主要由投资性房地产（占 41.42%）、长期股权投资（占 26.27%）和递延所得税资产（占

18.38%）等构成。

图 3　2019 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

公司长期股权投资全部为对联营企业的投资。截至2019年底，公司长期股权投资为19.43亿元，较上年底增长43.92%，主要系本期权益法下确认的投资收益3.50亿元以及新增联营投资3.38亿元所致。公司长期股权投资被投资单位主要包括宏发科技股份有限公司（6.91亿元，以下简称“宏发股份”）、重庆融联盛房地产开发有限公司（2.33亿元）、福建闽西南城市协作开发集团有限公司（2.06亿元）等。其中，宏发股份为A股上市公司，截至2019年底，公司为宏发股份第三大股东，持有宏发股份11.65%的股份，目前宏发股份经营情况良好。

截至2019年底，公司投资性房地产30.64亿元，较上年底增长14.23%，主要系在建项目达到预定可使用状态转入所致；公司投资性房地产主要包括房屋、建筑物23.43亿元（占76.47%）和在建工程6.50亿元（占21.21%）。公司投资性房地产按成本计量，累计折旧5.38亿元。公司紧邻厦门自贸区的物业，区位优势明显，未来存在一定的升值空间。

截至2019年底，公司递延所得税资产为13.60亿元，较上年底增长2.53%，主要为预收售房款增加导致的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至2020年3月底，公司资产总额906.64亿元，较2019年底增长8.49%，主要系货币资金、其他应收款和存货的增长。其中，流动资产占91.17%，非流动资产占8.83%，资产结构与2019年底相比变动不大。截至2020年3月底，公司货币资金116.68亿元，较2019年底增长18.94%，主要系筹资活动现金净流入规模较大所致；公司其他应收款63.50亿元，较2019年底增长40.04%，主要系合联营项目往来款增加所致；同期，公司存货600.38亿元，较2019年底增长4.86%，主要系开发成本的增加。

截至2020年3月底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计302.77亿元，占2020年3月底资产总额的33.39%，主要系为银行借款设定的担保资产及相关保证金，公司资产受限比例尚可。

表16　截至2020年3月底公司受限资产情况

（单位：亿元）

项目	受限金额	受限原因
货币资金	27.91	其他货币资金中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、按揭贷款保证金、经营性贷款保证金、项目施工保证金及预售保证金等
存货	269.67	抵押借款
投资性房地产	2.84	抵押借款
长期股权投资	1.86	质押借款
其他	0.49	存出担保保证金及抵押借款
合计	**302.77**	--

资料来源：公司提供

2．负债及所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司权益规模稳步增长，所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比仍较高，且权益中含有永续中期票据，权益结构稳定性较弱。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计168.02 亿元，较上年底增长 8.72%，主要系未分配利润和少数股东权益的增加所致。公司所有者权益中，归属于母公司的所有者权益占63.10%，少数股东权益占 36.90%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 19.81%、盈余

公积占 9.27%、权益工具占 14.15%、未分配利润占 55.82%，资本公积、一般风险准备和其他综合收益合计占 0.95%。

2017 年，公司分别发行额度 10.00 亿元的永续中期票据（17 联发集 MTN002）和额度 5.00 亿元的永续中期票据（17 联发集 MTN003），截至 2020 年 3 月底，公司其他权益工具合计 15.00 亿元。

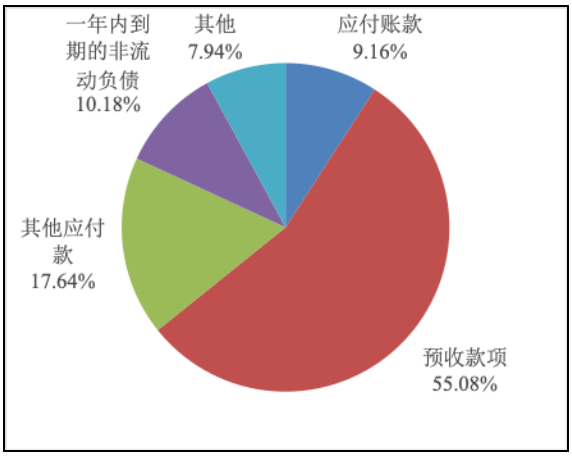
截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 164.54 亿元（含少数股东权益 57.29 亿元），较 2019 年底下降 2.07%，主要系少数股东权益的减少所致；归属于母公司所有者权益中，实收资本占 19.58%、盈余公积占 9.17%、未分配利润占 56.14%、其他权益工具占 13.99%，构成较 2019 年底变化不大。

负债

跟踪期内，公司债务规模持续增长，债务结构仍以长期债务为主，债务结构较好，但整体债务负担较重。

截至2019年底，公司负债总额667.70亿元，较上年底增长29.76%，主要来自预收款项、其他应付款以及长期借款的增长。负债构成上，流动负债和非流动负债分别占69.91%和30.09%，流动负债占比有所下滑。

图 4　2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司流动负债为 466.78 亿元，较上年底增长 20.48%，主要系预收款项和其他应付款的增长所致；公司流动负债主要由应付账款（占 9.16%）、预收款项（占 55.08%）、其他应付款（占 17.64%）和一年内到期的非流动负债（占 10.18%）构成。

公司应付账款快速增长，主要系应付开发成本款的增长。截至 2019 年底，公司应付账款为 42.78 亿元，较上年底增长 27.77%，主要系随着公司房地产开发项目的增加，应付开发成本款增加所致。其中应付开发成本款 41.39 亿元（占 96.75%）。

截至2019年底，公司预收款项257.09亿元，较上年底增长16.67%，主要系预收售房款的增长，其中预收售房款占98.05%。

截至2019年底，公司其他应付款82.32亿元，较上年底增长32.71%，主要系往来款增加所致，其中，往来款占93.40%。2019年底，公司其他应付款中含从建发股份的拆入款项29.02亿元。

截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债为 47.53 亿元，较上年底增长 47.14%，主要由一年内到期的长期借款（占 46.79%）和一年内到期的应付债券（占 50.22%）构成。

截至2019年底，公司非流动负债合计200.92亿元，较上年底增长58.06%，系长期借款的增长；公司非流动负债主要包括长期借款（占58.63%）、应付债券（占33.79%）和长期应付款（占4.65%）。

截至 2019 年底，公司长期借款合计 117.80 亿元，较上年底增长 144.10%，主要系新增抵押借款所致。公司长期借款（含一年内到期）合计 140.03 亿元，其中，抵押借款 108.14 亿元（占 77.23%）、保证借款 29.40 亿元（占 21.00%）。

截至 2019 年底，公司应付债券 67.88 亿元，较上年底增长 1.60%，包括“15 联发 02”“17 联发集 MTN001”“18 联发集 MTN001”“19 联发 01”和“19 联发 02”等。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 742.10 亿元，较 2019 年底增长 11.14%，主要系长期借款和应付债券的增长所致。截至 2020 年 3 月

底，公司长期借款 145.70 亿元，较 2019 年底增长 23.69%，主要系公司项目投资需要、融资规模增加所致；截至 2020 年 3 月底，公司应付债券 84.89 亿元，较 2019 年底增长 25.06%，系发行债券规模增长所致。截至 2020 年 3 月底，公司流动负债和非流动负债分别占 64.92%和 35.08%，流动负债占比有所下滑。

截至2020年3月底，公司存续信用债券132.00亿元，假设含权债均不行权、回售及永续债不赎回，公司将于2020年4~12月到期的债券金额为32.00亿元、将于2021年到期的债券金额为25.00亿元、将于2022年到期的债券金额为15.00亿元；假设含权债均行权、回售以及永续债赎回，公司将于2020年4~12月到期的债券金额为57.00亿元，将于2021年到期的债券金额为15.00亿元、将于2022年到期的债券金额为28.00亿元。公司存续信用债券规模较大，存在一定的刚性兑付压力。

表 17　截至 2020 年 3 月底公司存续信用债券情况（单位：亿元、%）

债券名称	债券余额	票面利率	行权/赎回日	到期日
15 联发 02	10.00	4.20	--	2020-09-24
17 联发集 MTN003	5.00	6.20	2020-12-05	于公司赎回前长期存续
17 联发集 MTN002	10.00	6.20	2020-12-04	于公司赎回前长期存续
18 联发 01	10.00	5.73	2020-09-07	2021-09-05
17 联发集 MTN001	12.00	5.50	--	2020-05-08
18 联发 MTN001	12.00	5.10	--	2021-04-16
19 联发 PPN001	3.00	5.15	--	2021-01-30
19 联发集 CP001	10.00	3.39	--	2020-08-16
19 联发 PPN002	3.00	4.99	--	2022-08-26
19 联发 PPN003	10.00	4.78		2022-11-29
19 联发 01	15.00	3.74	2022-08-13	2024-08-13
19 联发 02	15.00	4.15	--	2024-08-13
20 联发 PPN001	17.00	4.10	--	2023-03-27
合计	**132.00**	--	--	--

注：表中不包含公司及子公司发行的资产证券化产品，截至 2020 年 3 月底，公司存续的证监会主管 ABS 产品余额为 23.56 亿元，剩余期限主要在 3 年以上；17 联发集 MTN001 已兑付

资料来源：Wind，联合资信整理

本评级报告将其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息部分调整至全部债务及相关指标核算。截至 2019 年底，公司全部债务 261.99 亿元，较上年底增长 50.88%；其中，短期债务占 23.70%，长期债务占 76.30%。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加权均值分别为 78.21%、58.03%和 50.24%，截至 2019 年底，公司上述指标分别为 79.90%、60.93%和 54.33%，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均有所增长。若将永续中期票据计入债务，截至 2019 年底，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将分别上升至 81.69%、64.41%和 58.41%。

表 18　公司债务负担情况（单位：亿元）

债务指标	2017年底	2018年底	2019年底	2020年3月底
短期债务	57.82	47.68	62.10	67.50
长期债务	110.41	125.96	199.89	258.80
全部债务	168.23	173.64	261.99	326.30
资产负债率	75.94%	76.90%	79.90%	81.85%
全部债务资本化比率	58.47%	52.91%	60.93%	66.48%
长期债务资本化比率	48.02%	44.90%	54.33%	61.13%

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年3月底，公司全部债务326.30亿元，较2019年底增长24.55%；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债资本化比率分别为81.85%、66.48%和61.13%。公司整体债务负担较2019年底有所加重。若将永续中期票据计入债务核算，公司2020年3月底资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率将分别上升至83.51%、69.53%和64.68%。公司有息债务到期期限分布较为均衡，集中偿付压力可控。

表 19　截至 2020 年 3 月底，公司债务到期期限分布（单位：亿元）

到期年份	到期规模	占比
2020年4~12月	42.27	12.96%
2021年	80.10	24.56%
2022年	121.18	37.15%
2023年	55.21	16.93%
2024年	27.40	8.40%
合计	**326.16**	**100.00%**

注：表中债务不含应付票据及永续中期票据
资料来源：公司提供，联合资信整理

3. 盈利能力

跟踪期内，房地产开发销售仍为公司收入和利润的主要来源，投资收益对利润有一定的贡献；受结转项目差异的影响，公司盈利指标下滑。

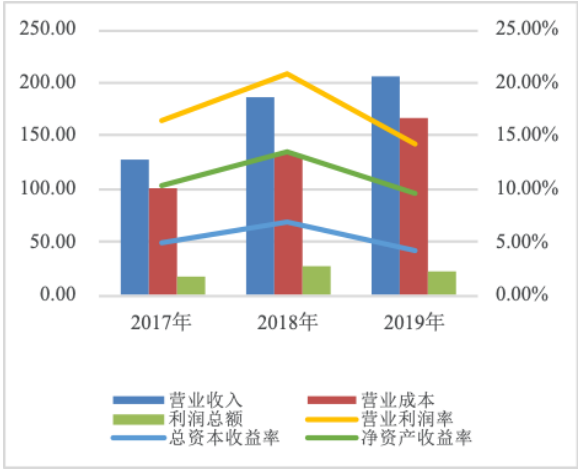
2019年，公司实现营业收入205.56亿元，同比增长9.78%，系房地产销售结转收入增长及供应链运营业务收入提升所致。同期，公司营业成本增长较快，2019年营业成本167.52亿元，同比增长25.21%，高于当期营业收入增幅。近三年公司营业利润率加权均值为16.66%，2019年营业利润率较2018年下滑6.70个百分点至14.22%。

期间费用方面，近年来随着房地产业务规模不断扩大，公司期间费用逐年增长。2019年，公司期间费用略有增长，为8.90亿元。期间费用以销售费用为主，销售费用占期间费用比例为76.42%；财务费用占比有所下降，为15.30%。2019年，公司期间费用率为4.33%，变动不大。总体看，公司期间费用控制能力较强。

非经营性损益方面，2019年，公司资产减值损失为2.68亿元，主要为存货跌价损失。2019年，公司投资收益为5.01亿元，同比增长222.53%，主要系权益法核算的长期股权投资收益以及处置长期股权投资产生的投资收益增长所致。2019年，投资收益占营业利润的比例为21.91%，投资收益对利润有一定的贡献。

2019年，公司营业利润和利润总额分别为22.87亿元和22.78亿元，同比分别下降21.27%和21.03%。

图 6　公司盈利能力情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从盈利指标看，公司总资本收益率和净资产收益率三年加权均值分别为 5.20%和 10.93%，2019 年上述指标分别为 4.24%和 9.67%，均较 2018 年有所下降。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 23.46 亿元，为 2019 年全年的 11.41%，同比增长 27.98%；同期公司实现利润总额 1.50 亿元，为 2019 年全年的 6.58%，同比下降 20.22%，系结转项目差异原因导致营业成本增长；营业利润率为 10.08%，较 2019 年下滑 4.14 个百分点。

4. 现金流分析及保障

跟踪期内，公司仍持续保持较大规模的经营性现金流出，经营活动净现金流持续为负；经营活动和投资活动现金流的平衡需依靠筹资活动。未来，随着房产项目开发维持较大规模投入，公司仍有较大的对外融资需求。

表 20 公司现金流情况 （单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
经营活动现金流入量	223.36	305.49	324.41	47.02
经营活动现金流出量	258.28	312.28	391.64	76.97
经营活动现金流量净额	**-34.91**	**-6.79**	**-67.23**	**-29.95**
投资活动现金流入量	15.05	36.75	13.73	3.24
投资活动现金流出量	28.64	34.98	19.58	9.49
投资活动现金流量净额	**-13.59**	**1.77**	**-5.85**	**-6.25**
筹资活动现金流入量	171.77	143.49	253.35	69.80
筹资活动现金流出量	110.45	138.06	164.60	15.12
筹资活动现金流量净额	**61.31**	**5.43**	**88.75**	**54.68**
筹资活动前现金流	**-48.50**	**-5.02**	**-73.08**	**-36.20**

资料来源：根据公司财务报告和财务报表整理

从经营活动来看，2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金259.65亿元，同比下降2.73%。公司收到其他与经营活动有关现金主要由往来款、押金及保证金等构成，2019年，公司收到其他与经营活动有关的现金62.64亿元，同比增长63.96%。经营现金流出方面，2019年公司购买商品、接受劳务支付的现金流出282.64亿元，同比增长23.16%，主要系在建项目不断投入所致；2019年公司支付其他与经营活动有关的现金71.75亿元，同比增长47.78%，主要系支付往来款增加所致。2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为-67.23亿元，持续呈净流出状态。

从投资活动来看，2019年公司投资活动现金流入13.73亿元，同比下降62.63%，主要系收到其他与投资活动有关的现金下降所致。2019年公司投资活动现金流出19.58亿元，同比下降44.01%，主要系支付其他与投资活动有关的现金减少所致。2019年，公司投资活动现金流净额为-5.85亿元。

从筹资活动前现金流净额来看，2019年，公司筹资活动前现金流净额为-73.08亿元，经营活动净现金流难以覆盖投资需求，公司现金流的平衡需要依赖于融资活动。

从筹资活动情况来看，2019年公司筹资活动现金流入量为253.35亿元，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出量为164.60亿元，主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为88.75亿元，筹资活动现金持续净流入。

2020 年 1－3 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-29.95 亿元、-6.25 亿元和 54.68 亿元。2020 年 1－3 月公司经营活动现金流持续呈净流出状态，且净流出规模较大，筹资活动前现金流净额为-36.20 亿元，公司仍存在较大的对外融资需求。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司现金类资产持续增长，现

金类资产可以覆盖短期债务，短期偿债能力强；公司长期偿债指标表现尚可。综合考虑公司股东背景及股东支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，公司流动比率和速动比率近三年加权均值分别为160.95%和42.47%；2019年底，上述指标分别为163.19%和40.53%，分别较2018年底增加7.44个百分点和1.30个百分点；截至2020年3月底，上述指标分别为171.57%和46.95%，分别较2019年底上升8.38个百分点和6.42个百分点。2019年公司经营现金流动负债比为-14.40%。2020年3月底，公司剔除使用受限的货币资金后的现金类资产为89.88亿元，为同期短期债务的1.33倍，公司现金类资产对短期债务的保障能力尚可。公司流动负债中预收款项占比较大，预收款项主要是房屋预售款，综合考虑，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA同比下降19.43%至25.99亿元。公司EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA近三年加权均值分别为2.40倍和8.39倍，2019年分别为2.11倍和10.08倍，EBITDA利息倍数较2018年的2.92倍有所下滑，EBITDA对全部债务和利息的保障能力有所下降。总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2020年3月底，公司对外担保合计2.23亿元，担保比率1.36%，被担保方主要为公司参股企业，目前经营状况正常；为购房人提供的按揭担保为201.17亿元，从以往历年的情况来看，公司没有发生由于上述担保连带责任而发生重大损失的情形。总体看，公司或有负债风险较小。

截至2020年3月底，公司在多家银行获得授信总额度为316.64亿元，尚未使用额度为149.49亿元，公司间接融资渠道较畅通。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为G1035020600033910V），截至2020年7月16日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

母公司本部为公开市场债务融资主体，有息债务规模相对较大，母公司利润来源依赖于对下属子公司的投资收益，母公司整体债务负担较重。

资产方面，截至2019年底，母公司资产总额369.21亿元，较上年底增长17.25%，其中流动资产305.97亿元（占82.87%）、非流动资产63.23亿元（占17.13%），母公司资产以流动资产为主。流动资产主要构成为其他应收款（占92.14%）以及货币资金（占7.20%）。截至2019年底，母公司其他应收款281.91亿元，较上年底增长13.58%，主要为与下属子公司的往来款；母公司货币资金22.03亿元，较上年底增长4.15%，系2019年筹资活动现金净流入增长所致。母公司非流动资产主要为长期股权投资（占61.74%）、投资性房地产（占9.60%）以及其他非流动资产（占16.94%）。截至2019年底，母公司长期股权投资39.04亿元，较上年底增长10.72%，主要为持有的下属子公司的股权；母公司投资性房地产6.07亿元，较上年底增长23.86%，为自持的用于出租的物业；母公司其他非流动资产10.71亿元，同比增长较多，主要为向子公司发放的委托贷款。截至2020年3月底，母公司资产总额404.99亿元，较2019年底增长9.69%，资产结构变动不大。

负债方面，截至2019年底，母公司负债总额275.18亿元，较上年底增长20.34%，其中流动负债180.45亿元（占65.58%）、非流动负债94.73亿元（占34.42%），母公司负债构成以流动负债为主。流动负债构成主要为其他应付款（占74.74%）、一年内到期的非流动负债（占15.93%）和其他流动负债（占5.61%）。截至2019年底，母公司其他应付款134.87亿元，较上年底增长14.73%，主要为往来款；母公司一年内到期的非流动负债28.75亿元，较上年底增长55.00%；母公司其他流动负债10.12亿元，较上年底下降1.30%，主要为应付短期债券。非流动负债构成

主要为应付债券（占71.66%）和长期借款（占13.21%）。截至2019年底，母公司应付债券67.88亿元，较上年底增长1.60%，母公司为公开市场债务融资主体，合并口径存续债券基本为母公司存续债券；母公司长期借款12.51亿元，较上年底增长93.81%。有息债务方面，截至2019年底，母公司全部债务124.27亿元，其中，短期债务占比31.28%、长期债务占比68.72%，债务构成以长期债务为主；债务指标方面，截至2019年底，母公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为74.53%、56.93%和47.59%；若将权益中的永续中期票据15.00亿元计入长期债务核算，母公司全部债务规模将增长至139.27亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别增长至78.59%、63.80%和55.96%，母公司债务负担较重。

收入及盈利能力方面，2019年母公司实现营业收入7.39亿元，同比下降30.40%；营业成本6.13亿元，营业利润率为14.40%。2019年，母公司投资收益14.70亿元，主要为对子公司的投资收益；在投资收益增长的带动下，母公司利润总额有所增长，为14.04亿元。

表 21　母公司现金流情况　（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	723.33	602.75	522.80	102.39
经营活动现金流出量	759.21	592.11	550.65	110.42
经营活动现金流量净额	**-35.88**	**10.64**	**-27.85**	**-8.04**
投资活动现金流入量	11.44	8.35	16.74	0.62
投资活动现金流出量	6.22	9.00	19.89	5.34
投资活动现金流量净额	**5.22**	**-0.66**	**-3.15**	**-4.72**
筹资活动现金流入量	100.62	60.12	133.39	31.00
筹资活动现金流出量	66.83	57.42	101.51	2.16
筹资活动现金流量净额	**33.80**	**2.70**	**31.88**	**28.84**
筹资活动前现金流	**-30.66**	**9.98**	**-31.00**	**-12.76**

资料来源：根据母公司财务报告和财务报表整理

现金流方面，母公司经营活动现金流主要为与子公司间的经营资金往来，2019年，母公司经营活动现金净流量为-27.85亿元。投资活动现金流方面，2019年，母公司投资活动现金净流量为-3.15亿；母公司筹资活动前现金流量净额为-31.00亿元。筹资活动现金流方面，2019年母公司筹资活动现金流入增长较多，筹资活动现金流量净额为31.88亿元，持续呈净流入状态。2020年1－3月，母公司经营活动、投资活动和筹资活动现金流量均呈净流出状态。

8. 抗风险能力

公司是厦门市大型房地产开发商，股东背景良好，区域性品牌优势明显，从业经验丰富，整体抗风险能力很强。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对经联合资信评定的存续债券本金及单独年内最高偿付额的保障能力均较强。

经联合资信评定的“17 联发集 MTN002”“17 联发集 MTN003”“18 联发 MTN001”和“19 联发集 CP001”存续额度合计 37.00 亿元，如考虑回售，将于 2020 年年内到期的债券本金合计 25 亿元。

2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为 324.41 亿元、-67.23 亿元和 25.99 亿元，分别为上述经联合资信评定存续债券本金的 8.77 倍、-1.82 倍和 0.70 倍。截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产为 117.79 亿元，为公司 2020 年年内到期的债券本金 25.00 亿元的 4.71 倍。

截至2020年3月底，假设含权债均行权、回售以及永续债赎回，公司将于2020年4~12月到期的债券金额为57.00亿元，将于2021年到期的

债券金额为15.00亿元、将于2022年到期的债券金额为28.00亿元。以公司2020年内面临的最高偿付金额57.00亿元（以下简称“年内最高偿付额”）进行测算。2019年，公司经营活动现金流入量为324.41亿元，为年内最高偿付额的5.69倍；公司经营活动净现金流为-67.23亿元，对年内最高偿付额不具备保障能力；公司EBITDA别为25.99亿元，为单独年度最高偿付额的0.46倍。

十一、担保人担保能力分析

“17 联发集 MTN002”“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”由建发股份提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

建发股份已形成“供应链+房地产”双主业格局，在经营规模、品牌信誉、营销网络、项目经验和土地储备等方面具有显著优势。

建发股份系经厦门市人民政府厦府〔1998〕综034号文批准，由建发集团独家发起，于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司。

建发集团将集团本部与贸易业务相关的进出口业务部门以及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司（现更名为厦门建发国际货运代理有限公司）、厦门建发包装有限公司（现更名为厦门建发纸业有限公司）、厦门建发保税品有限公司（现更名为厦门建宇实业有限公司）和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入，经中国证券监督管理委员会证监发字〔1998〕123 号文和证监发字〔1998〕124 号文批准，建发股份于 1998 年 5 月以募集方式设立，同年 6 月 16 日在上交所挂牌上市，股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH。公司首次发行总股本为 18500 万股，经送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2020 年 5 月 7 日，建发股份注册资本 28.35 亿元，总股本为 28.35 亿股，其中，建发集团持股 46.49%；社会公众持股 53.51%。厦门市国资委持有建发集团 100%股权，为建发股份最终控制人。

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

2019年，建发股份实现营业收入3372.39亿元，同比增长20.28%。其中，供应链运营业务收入2870.44亿元（占85.12%），同比增长21.64%，毛利率2.61%，较2018年下降0.26个百分点；房地产开发业务收入459.14亿元（占13.61%），同比增长13.15%，毛利率28.69%，较2018年下降6.68个百分点。

截至 2019 年底，建发股份合并资产总额 2953.99 亿元，所有者权益合计 661.04 亿元（含少数股东权益 352.15 亿元）；2019 年建发股份实现营业收入 3372.39 亿元，利润总额 110.55 亿元。

截至 2020 年 3 月底，建发股份合并资产总额 3343.56 亿元，所有者权益合计 661.62 亿元（含少数股东权益 336.37 亿元）；2020 年 1－3 月，建发股份实现营业收入 674.60 亿元，利润总额 32.55 亿元。

经联合资信评定，建发股份主体信用风险极低，建发股份主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

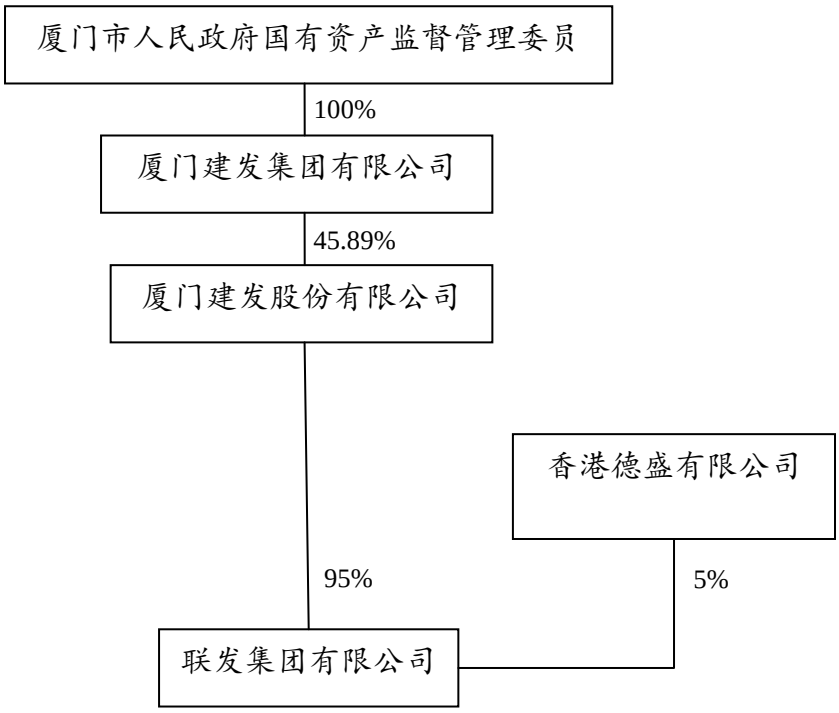
“17联发集MTN002”“17联发集MTN003”和“18联发MTN001”存续额度27.00亿元，2019年，建发股份EBITDA为129.75亿元，为上述债券本金的4.81倍；建发股份经营活动现金流入量和经营活动现金流净额分别为4419.00亿元和112.15亿元，分别为上述债券本金的163.67倍和4.15倍。整体看，建发股份EBITDA和经营活动现金流量对“17联发集MTN002”“17联发集MTN003”和“18联发MTN001”存续额度覆盖程度很高。

十二、结论

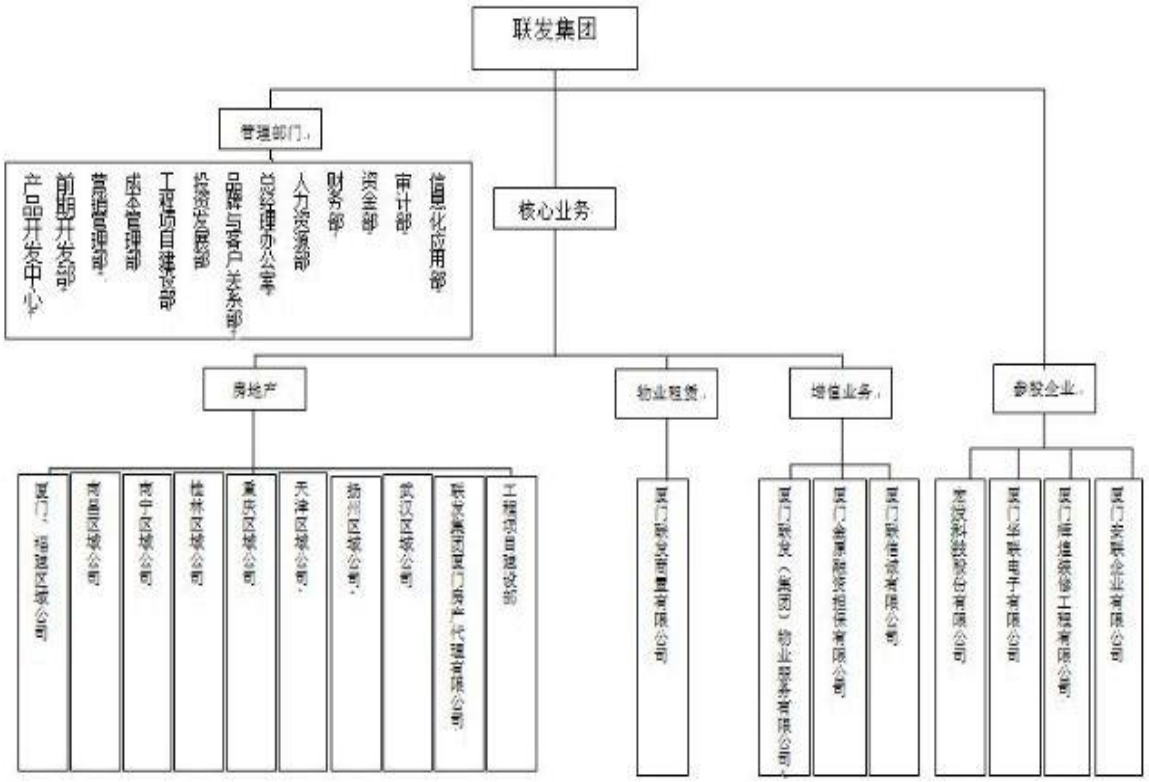
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“17 联发集 MTN002”

“17 联发集 MTN003”和“18 联发 MTN001”的信用等级为 AAA，维持“19 联发集 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底公司合并范围主要子公司情况（单位：%）

序号	子公司名称	注册地	主营业务	持股比例		取得方式
				直接	间接	
1	厦门联发（集团）房地产有限公司	厦门	房地产开发	100	--	投资设立
2	联发集团南昌联宏房地产开发有限公司	南昌	房地产开发	100	--	投资设立
3	联发集团天津联盛房地产开发有限公司	天津	房地产开发	--	100	投资设立
4	南宁联泰房地产开发有限公司	南宁	房地产开发	70	--	同一控制下企业合并
5	漳州龙福房地产开发有限公司	漳州	房地产开发	--	55	非同一控制下企业合并
6	桂林江与城房地产开发有限公司	桂林	房地产开发	--	51	投资设立
7	柳州联发置业有限公司	柳州	房地产开发	100	--	投资设立
8	联发集团武汉房地产开发有限公司	武汉	房地产开发	100	--	投资设立

注：截至 2020 年 3 月底，公司合并范围直接或间接控股子公司 142 家

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	69.78	83.20	99.36	117.79
资产总额(亿元)	496.75	669.10	835.72	906.64
所有者权益合计(亿元)	119.51	154.54	168.02	164.54
短期债务(亿元)	57.82	47.68	62.10	67.50
长期债务(亿元)	110.41	125.96	199.89	258.80
全部债务(亿元)	168.23	173.64	261.99	326.30
营业收入(亿元)	128.75	187.25	205.56	23.46
利润总额(亿元)	16.92	28.85	22.78	1.50
EBITDA(亿元)	19.42	32.26	25.99	--
经营性净现金流(亿元)	-34.91	-6.79	-67.23	-29.95
财务指标				
销售债权周转次数(次)	18.07	22.70	31.67	--
存货周转次数(次)	0.41	0.36	0.33	--
总资产周转次数(次)	0.31	0.32	0.27	--
现金收入比(%)	157.68	142.56	126.31	183.32
营业利润率(%)	16.38	20.92	14.22	10.08
总资本收益率(%)	4.86	7.04	4.24	--
净资产收益率(%)	10.37	13.41	9.67	--
长期债务资本化比率(%)	48.02	44.90	54.33	61.13
全部债务资本化比率(%)	58.47	52.91	60.93	66.48
资产负债率(%)	75.94	76.90	79.90	81.85
流动比率(%)	163.13	155.75	163.19	171.57
速动比率(%)	52.14	39.23	40.53	46.95
经营现金流动负债比(%)	-13.19	-1.75	-14.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.66	5.38	10.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.33	2.92	2.11	--

注：2020 年一季度财务报表未经审计；将其他流动负债中的有息部分计入短期债务核算、将长期应付款及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务及相关指标核算；2017－2019 年底及 2020 年 3 月底公司所有者权益均包含 15 亿元永续中期票据

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	10.60	21.43	22.31	38.39
资产总额(亿元)	265.03	314.90	369.21	404.99
所有者权益(亿元)	78.76	86.23	94.02	94.12
短期债务(亿元)	33.48	28.80	38.87	37.89
长期债务(亿元)	74.90	78.27	85.39	102.41
全部债务(亿元)	108.38	107.07	124.27	140.30
营业收入(亿元)	9.80	10.61	7.39	0.27
利润总额(亿元)	10.86	9.74	14.04	0.07
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-35.88	10.64	-27.85	-8.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.09	3.68	5.02	--
存货周转次数(次)	1.09	1.85	60.52	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.02	--
现金收入比(%)	55.39	156.85	100.63	54.30
营业利润率(%)	37.27	48.14	14.40	54.47
总资本收益率(%)	7.93	7.31	6.23	--
净资产收益率(%)	12.32	9.93	14.46	--
长期债务资本化比率(%)	48.74	47.58	47.59	52.11
全部债务资本化比率(%)	57.91	55.39	56.93	59.85
资产负债率(%)	70.28	72.62	74.53	76.76
流动比率(%)	201.88	180.18	169.56	182.29
速动比率(%)	198.55	180.06	169.54	182.27
经营现金流动负债比(%)	-32.25	7.08	-15.43	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 年一季度财务数据未经审计；将其他流动负债的有息债务计入短期债务核算；将长期应付款及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务及相关指标核算；2017－2019 年底及 2020 年 3 月底母公司所有者权益均包含 15 亿元永续中期票据

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 5-4 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

信用等级公告

联合〔2020〕2267 号

联合资信评估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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

厦门建发股份有限公司主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2020 年 7 月 20 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师： 郭察理　王　晴

邮箱： lianhe@lhratings.com

电话： 010-85679696

传真： 010-85679228

地址： 北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址： www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）的评级反映了公司作为厦门市国资委实际控制下的大型上市公司，已形成“供应链+房地产”双主业格局，在经营规模、品牌信誉、营销网络、项目经验和土地储备等方面具有显著优势。公司供应链业务拥有健全的贸易网络和物流设施，在实业投资和金融服务等供应链运营全产业链上下游资源整合方面保持较强竞争力，进出口贸易额保持国内领先水平；公司房地产业务运营主体为厦门市大型房地产开发商，从业经验丰富，区域品牌优势明显，公司签约销售规模持续提升，且土地一级开发业务确认收入规模较大，对收入和利润形成良好支撑，充足的项目储备可以支撑未来房地产业务的可持续发展。同时，联合资信也关注到，公司供应链运营业务易受大宗商品价格波动影响，房地产行业易受市场调控影响、三四线城市土地储备面积占比较高，在建及拟建项目未来投资规模较大、经营活动现金流量净额波动大以及整体债务负担持续加重等因素可能对公司整体信用状况造成的不利影响。

未来，随着公司供应链运营稳步发展，房地产业务项目建设和销售的持续推进，双主业发展战略将逐步落实，公司综合竞争力有望提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，违约风险极低。

优势

1. **所属区域战略地位突出，外部发展环境良好。**公司是厦门市国资委实际控制下的大型现代服务型企业。厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司创造了良好的外部发展环境，区位优势明显。

2. **公司是“供应链+房地产”双主业运营的大型上市公司，行业竞争力和品牌知名度领先，综合实力及抗风险能力强。**近年来，公司延续供应链运营和房地产的双主业格局，业务运作模式清晰，在品牌信誉和营销网络等方面保持显著竞争优势，收入规模持续扩张，主营业务盈利能力稳健。

3. **公司深耕供应链业务多年，采购分销网络完善、产品种类多元、风控体系健全。**公司供应链运营业务上控资源、下布渠道，中间提供采购、仓储加工、物流配送等多方位服务，具备强大的资源整合能力；公司供应链业务涉及钢铁、矿产品、浆纸等品种，近年来，供应链业务规模持续扩张。

4. **房地产业务品牌优势突出，收入持续增长，土地一级开发业务对收入和利润形成良好补充；已售未结金额仍较大，未来业务可持续性良好。**近年来，公司房地产业务区域品牌优势显著，项目储备充足，且土地一级开发业务确认收入规模较大，对收入和利润形成良好支撑。目前，公司投资性房地产主要位于厦门、成都、上海等地，采用成本法计量，具有较大的物业升值潜力。

5. **资产质量良好，融资渠道畅通。**公司现金类资产较充裕，整体资产质量良好；直接和间接融资渠道畅通，对债务偿付形成良好支撑。

关注

1. **外部环境稳定性可能对公司供应链运营业务发展产生影响。**全球经济复苏存在不确定性，外贸环境日趋复杂，综合作用下中国进出口增速放缓。2020年初，全球爆发新型冠状病毒肺炎疫情，供应链行业在疫情期间受到国内物流部分中断、海外需求下降、安全和维护成本上升等影响。

2. **房地产行业易受国家宏观政策和经济周期波动影响，部分项目去化风险加大。**公司在售项目及未开工土地储备中三线及以下城市占比较高，且部分项目所在城市调控政策趋严，2019 年公司新开工面积同比下滑。房地产业务所在区域市场政策调整可能对公司存货去化及盈利能力产生影响。

3. **经营活动现金流量净额波动大。**受供应链业务商品采购和销售回款、房地产土地购置支出和预售款周期波动的影响，公司经营活动现金流量净额波动大。

4. **供应链及房地产业务规模扩张导致资金占用加重，在建及拟建房地产项目投资规模大，综合作用下公司债务规模快速增长。**随着业务规模扩张，公司预付款项和存货快速增长，对资金形成一定占用；房地产在建及拟建项目未来投资规模大，且土地储备一般，存在一定补库存需求，加重资金压力；公司有息债务规模大幅扩张，债务负担重。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	165.37	196.43	298.80	377.74
资产总额(亿元)	1752.95	2174.54	2953.99	3343.56
所有者权益(亿元)	437.37	544.18	661.04	661.62
短期债务(亿元)	229.02	206.73	349.32	484.25
长期债务(亿元)	467.66	513.87	619.09	751.43
全部债务(亿元)	696.69	720.60	968.41	1235.68
营业收入(亿元)	2186.02	2803.82	3372.39	674.60
利润总额(亿元)	66.17	104.93	110.55	32.55
EBITDA(亿元)	84.49	123.67	129.75	--
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(%)	11.03	14.02	12.05	--
资产负债率(%)	75.05	74.98	77.62	80.21
全部债务资本化比率(%)	61.43	56.97	59.43	65.13
流动比率(%)	178.64	174.73	161.33	159.96
经营现金流动负债比(%)	-22.17	4.32	6.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.25	5.83	7.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.96	2.80	2.82	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	201.51	209.45	224.38	295.29
所有者权益（亿元）	95.57	96.15	93.72	94.30
全部债务(亿元)	47.81	47.20	34.06	115.63
营业收入(亿元)	74.47	19.32	13.61	2.04
利润总额(亿元)	6.93	8.10	12.18	0.50
资产负债率（%）	52.57	54.09	58.23	68.07
全部债务资本化比率(%)	33.35	32.93	26.65	55.08
流动比率（%）	123.41	119.02	114.37	122.13
经营现金流动负债比(%)	9.19	23.64	5.32	--

注：公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计；合并口径现金类资产已扣除使用受限的货币资金；合并口径短期债务包含其他流动负债和其他应付款中的有息债务；合并口径长期债务包含长期应付款和其他非流动负债中的有息债务；母公司短期债务包含其他流动负债中的有息债务

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/1/17	郭察理　王晴	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
AAA	稳定	2014/05/21	王　毓　景　雪	贸易行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
AA+	稳定	2012/05/21	刘献荣　王妮娜	企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由厦门建发股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2020 年 7 月 20 日至 2021 年 7 月 19 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

厦门建发股份有限公司主体长期信用评级报告

一、主体概况

厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）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。建发集团将集团本部与贸易业务相关的进出口业务部门以及全资拥有的四家公司的经营性资产折股投入（折合国有法人股13500万股），后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6月16日在上交所挂牌上市（股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH）。公司首次发行总股本为18500万股，后经多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至2020年3月底，公司注册资本为28.35亿元，总股本为28.35亿股；其中建发集团持股13.01亿股（持股比例45.89%，未质押），社会公众持股54.11%。厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）持有建发集团100%股权，为公司实际控制人。

公司本部设有党委办公室、总经理办公室、财务部、人力资源部、资金部、投资部、证券部、运营管理部、期货管理部等17个部门，协助总经理管理日常工作；截至2019年底，公司合并范围内子公司共703家，拥有在职员工18540人。

截至2019年底，公司合并资产总额为2953.99亿元，所有者权益合计661.04亿元（含少数股东权益352.15亿元）；2019年，公司实现营业收入3372.39亿元，利润总额110.55亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额为3343.56亿元，所有者权益合计661.62亿元（含少数股东权益336.37亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入674.60亿元，利润总额32.55亿元。

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、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表1　2016－2020年一季度中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6

城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016－2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较上年底有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。

2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，中国消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。

二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时中国厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

三、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

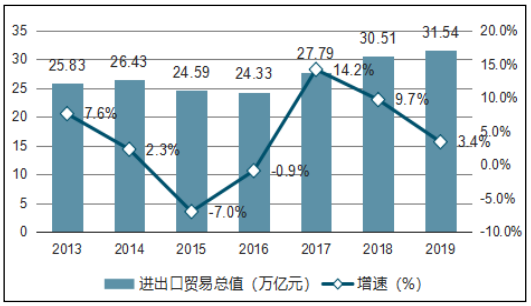
（1）国际贸易

近年来，世界经济增速放缓，不稳定不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升，国内相继出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，有效降低了企业负担，虽中美贸易摩擦余温未消，但在国内完善的工业门类和制造业体系的支撑和“一带一路”政策的推进下，2019 年全年外贸进出口仍保持稳定增长。2020 年初新冠疫情爆发以来国内外需求短期承压，考虑到政府采取的一系列稳定外贸发展的措施，预计 2020 年中国外贸有望保持总体平稳。

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸总体保持稳中提质势头，全年实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。其中，贸易出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%；出口额增速远高于进口额增速。2019 年，中国贸易顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%，贸易顺差大幅回升，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑。

图 1　中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019 年，中国对东盟进出口 4.43 万亿元，增长 14.1%；对美国进出口 3.73 万亿元，下降 10.7%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口 2.17 万亿元，增长 0.4%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%，高出整体增速 7.4 个百分点。

从外贸参与主体来看，2019 年，民营企业进出口 13.48 万亿元，增长 11.4%，占中国外贸总值的 42.7%，比 2018 年提升 3.1 个百分点。其中，出口 8.9 万亿元，增长 13%；进口 4.58 万亿元，增长 8.4%。外商投资企业进出口 12.57 万亿元，占中国外贸总值的 39.9%。国有企业进出口 5.32 万亿元，占 16.9%。民营企业首次超过外商投资企业，成为中国第一大外贸主体。

2020 年以来，新型冠状病毒肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济发展造成了冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升，世界贸易组织预测 2020 年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。2020 年一季度，中国货物贸易进出口总值 6.57 万亿元人民币，比去年同期下降 6.4%。其中，出口 3.33 万亿元，下降 11.4%；进口 3.24 万亿元，下降 0.7%；贸易顺差 983.3 亿元，减少 80.6%。随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，在疫情期间，民营企业根据疫情发展规律，调整生产计划，适当做出生产预案，中国 4 月当月出口 1.41 万亿元，同比增长 8.2%，由负转正。

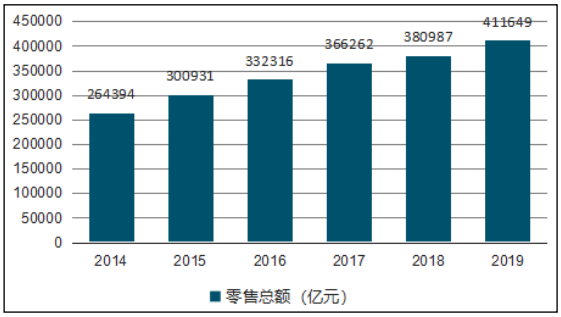
同时，考虑到各地各部门采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，全年来看，中国外贸有望保持总体平稳。

（2）国内贸易

中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，社会消费品零售总额保持增长，但增速持续下滑。

根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。

图 2　近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑

战。

（3）物流行业

面对纷繁复杂的国际国内形势，近年来物流行业保持总体平稳、稳中有进的运行态势，物流需求规模不断扩大，运行效率有所改善。

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。从规模总量看，2019 年中国社会物流总额达到 298.0 万亿元，从增速看，全年社会物流总额可比增长 5.9%，增速比上年回落 0.5 个百分点；社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。从 2019 年变化趋势看，工业物流需求贡献率进一步趋缓，内需对物流需求增长的拉动继续增强，进口、消费相关等新动能物流需求贡献率继续提升，转型升级态势持续发展。以新产业、新业态、新模式为主要内容的新动能正在快速集聚，持续发展壮大，成为支撑物流需求结构调整的重要力量。

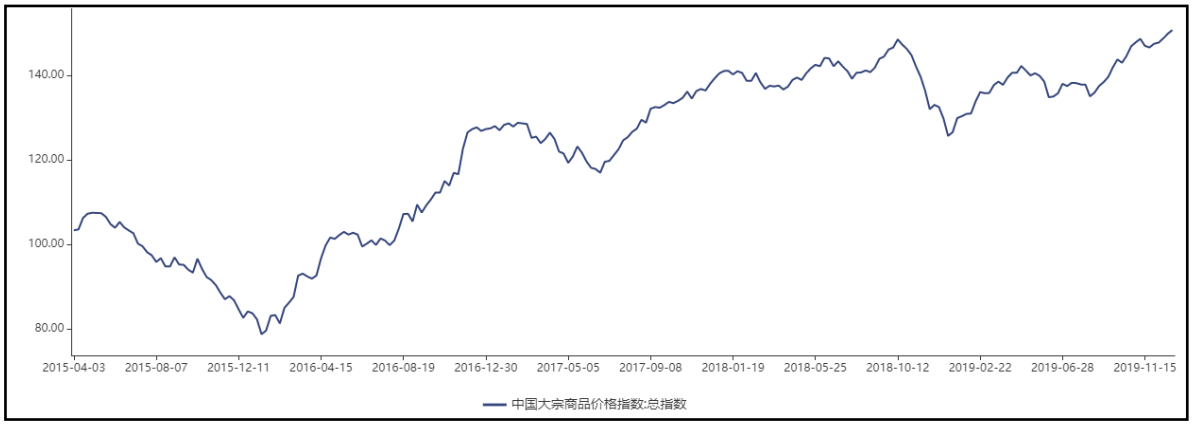
（4）大宗商品供应链管理服务行业

2019 年，中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 3　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. 新型冠状肺炎疫情对贸易行业的影响

疫情对贸易行业短期影响较大，中期影响平缓。随着国家和地方出台的一系列政策措施落地见效，居民消费信心逐步恢复，后期消费有望稳步回升，内外贸有望保持总体平稳。

2020 年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，贸易行业面临物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升等影响。受疫情影响，进出口方面，2020 年一季度中国货物贸易进出口总值 6.57 万亿元人民币，比去年同期下降 6.4%。其中，出口 3.33 万亿元，下降 11.4%；进口 3.24 万亿元，下降 0.7%；贸易顺差 983.3 亿元，减少 80.6%。内贸方面，2020 年一季度市场消费下降较多，全国实现社会消费品零售总额 7.86 万亿元，同比下降 19.0%。物流方面，2020 年一季度，社会物流总需求负增长，社会物流总费用明显回落，全国社会物流总额 56.0 万亿元，按可比价格计算，同比下降 7.5%；物流市场规模降幅亦有所收窄，一季度物流业总收入为 1.9 万亿元，同比下降 12.1%。

2020年3月份以来，随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，商贸流通复工复市持续向好，居民消费市场趋于活跃，销售企稳回升，价格稳步回落，物流需求降幅收窄，民生保障和消费领域需求保持增长，物流景气指数回升，物流运行呈现复苏势头。疫情影响下新型消费和升级消费不断拓展，无接触配送、无人零售、直播销售等消费新模式快速发展，信息消费、人工智能、“互联网+医疗、卫生、健康”等消费显著增长。另一方面，全球新冠肺炎疫情还在加快蔓延，对世界经济发展造成了冲击，世界贸易组织预测今年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。按照党中央、国务院决策部署，各地各部门已经采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，有信心稳住外贸基本盘，将疫情对进出口贸易的影响降至最低。

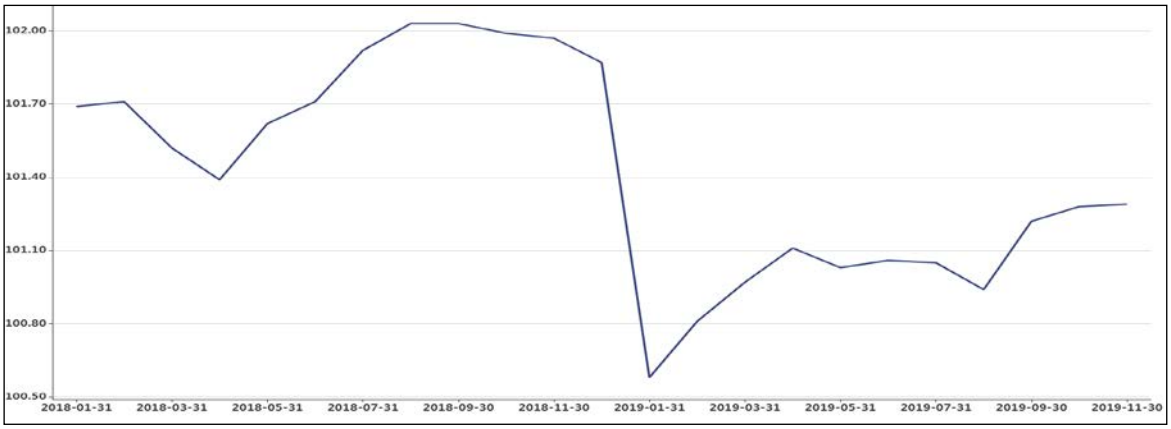
3. 房地产行业概况

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。

图 4　2018－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

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 3 月底陆

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。

4. 区域经济概况

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，2019 年经济运行保持在合理区间，总体呈现出积极活跃的发展态势，经济特区的战略定位和强劲发展，以及福建自贸区的政策便利为公司创造了良好的外部环境。

根据《2019年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2019年厦门市地区生产总值（GDP）5995.04亿元，按可比价格计算，比上年增长7.9%。其中，第一产业增加值26.49亿元，增长0.7%；第二产业增加值2493.99亿元，增长9.7%；第三产业增加值3474.56亿元，增长6.6%。三次产业结构为0.4∶41.6∶58.0。按常住人口计算的人均地区生产总值142739元，折合20691美元。

工业方面，2019年厦门市规模以上工业增加值增长8.6%。分经济类型看，股份制企业增加值增长13.7%，外商及港澳台商投资企业增加值增长5.0%，其中台资企业增加值增长9.2%；国有控股企业增加值增长6.3%，私营企业增加值增长15.9%。

国内贸易方面，2019年厦门市社会消费品零售总额1731.85亿元，比上年增长12.2%。按消费形态分，商品零售1542.12亿元，增长12.5%；餐饮收入189.73亿元，增长9.9%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值6412.89亿元，比上年增长6.9%，其中出口3528.71亿元，增长5.7%；进口2884.18亿元，增长8.3%；贸易顺差644.53亿元，下降4.5%。

福建自由贸易试验区挂牌运营以来，呈现出制度创新成果显著、开放水平明显提升、行政效率显著提升等特点。其中，福建自有贸易试验区国际贸易单一窗口建设走在全国前列，联通43个部门，服务企业6万多家，日单证处理破100万票，实现对国际贸易主要环节、主要进出境商品和主要出入境运输工具的三个全覆盖，有效压缩全省进出口货物整体通关时间，厦门口岸集装箱进出口合规成本处于全国沿海主要港口最低水平。自贸区内累计新增企业9.4万户、注册资本2.1万亿元，累计新增外资企业4222家，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

四、基础素质分析

1. 产权状况

公司为股份制上市公司，注册资本 28.35 亿元，截至 2020 年 3 月底，建发集团持股 45.89%、社会公众股占 54.11%。厦门市国资委持有建发集团 100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司贸易网络遍布全球，在供应链运营和房地产等业务领域具有良好的市场形象及商业信用，在行业经验、品牌信誉、营销网络等方面具有显著竞争优势，为公司业务的开展提供了有力支持。

公司是一家以供应链运营和房地产开发为双主业的现代服务型企业。近年来，公司保持领先的行业竞争力和品牌知名度。公司为上交所上市公司（股票代码：600153.SH），被纳入“中证小盘 500 指数”“上证公司治理指数样本股”“MSCI 指数体系成分股”等。公司连续 19 年入选《财富》评选的“中国上市公司 500 强”榜单，2019 年位列第 34 位，较上年提升 5 位；位列“2020 年福布斯全球上市公司 2000 强”第 686 位；位列“2019 年中国上市公司百强排行榜”第 66 位，排名较去年提升 17 位。2020 年，公司首次入围“中国上市公

司品牌价值榜（Top100）”。

供应链运营方面，公司作为行业内资深的供应链运营商，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，并与 150 多个国家和地区建立了业务关系，进出口贸易额连续多年位居中国外贸 500 强前列和福建省第三产业 300 大企业中进出口业类别首位。公司致力于为客户和合作伙伴提供“LIFT”为品牌的供应链服务，即以“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四大类服务及其子要素为基础，组合成差异化、多样性的供应链服务产品，全面整合物流、信息、金融、商品、市场五大资源，规划供应链运营解决方案。公司的供应链运营业务涉及的产品较广，主要有金属材料、浆纸产品、矿产品、农林产品、轻纺产品、化工产品、机电产品、能源产品以及汽车、食品、酒类等供应链服务。同时，公司针对经营过程中存在的资金管理风险、客户信用风险、货权管理风险、大宗商品价格波动风险等建立了高效、有力的风险管控体系和能力，为供应链运营业务的持续健康发展提供了有力保障。

公司在房地产领域深耕多年，拥有两家房地产公司。其中，子公司建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”）是厦门市乃至福建省资深的房地产开发商之一，连续 9 年位列中国房企综合发展 10 强（2020 年位列第 4 名）及中国房地产企业 50 强（2020 年位列第 37 名），地产项目主要分布于海西、华东、华中、华南区域，深耕二线城市；子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，注册资本 210000 万元，公司持股 95.00%）以房地产开发和物业租赁为主业，连续 14 年荣登“中国房地产百强企业榜”（2020 年位列第 45 名），在海西、长江中游、长三角、成渝、北部湾区域持续深耕，重点推进二线城市、国家中心城市的土地储备。截至 2019 年底，建发房地产和联发集团尚未出售的土地储备面积（权益口径）达到 1515.28 万平方米，其中：一、二线城市占 54.08%。

3. 人员素质

公司主要高管在公司任职时间长，综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验。公司员工文化素质普遍较高，有利于公司长远发展。

截至 2019 年底，公司董事 9 名（包括 3 名独立董事），监事 3 名（含监事会主席 1 名、职工监事 1 名），高级管理人员 8 名（含总经理 1 名、财务总监 1 名）。

公司董事长郑永达先生，1971 年出生，大学本科学历，学士学位，助理经济师。现任建发集团党委委员，公司董事、总经理。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、公司常务副总经理等职，2010 年 5 月起任公司董事、总经理。2020 年 4 月，公司原董事长张勇峰先生因到达法定退休年龄申请辞去公司董事长、董事职务，公司随后召开第八届董事会第七次临时会议，选举郑永达先生为公司新任董事长，目前兼任总经理职务，为公司法定代表人。

截至 2019 年底，公司在职员工 18540 人。按教育程度分类，中专及以下、专科、本科、研究生（含博士）及以上学历的员工分别占 22.00%、26.00%、47.00%、5.00%；按专业构成来看，技术人员、财务人员、行政人员、管理人员、业务人员分别占 17.59%、3.16%、4.36%、9.10%、65.78%。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1035020300007710 8），截至 2020 年 6 月 29 日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中欠息记录 9 笔，不良类的贸易融资 1 笔、票据贴现 25 笔；关注类的贷款 1 笔、贸易融资 24 笔，票据贴现 143 笔，银行承兑汇票 5 笔、信用证 4 笔，保函 1 笔。其中，1 笔 2018 年 10 月 22 日结清的欠息记录系因付息日（2018 年 10 月

21 日）为法定节假日，资金未按期划转完成所致，农业银行股份有限公司厦门市分行营业部已出具情况说明；其余不良及关注类信息均为以前年度产生并已结清，主要系银行信贷系统与人行系统数据传输中产生滞后等情况导致。整体来看，公司主要不良及关注类信息均因历史原因形成，目前信贷履约情况较好。

五、管理分析

公司为上交所上市公司，按照相关法律法规及公司章程设置了相互制衡的股东大会、董事会、监事会及高管层，法人治理结构完善，管理部门职责清晰，整体运作规范，综合管理水平较高。

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等法律法规、规范性文件的规定，参照中国证券监督管理委员会《上市公司章程指引》，制订了《厦门建发股份有限公司章程》（以下简称“章程”），并设立了股东大会、董事会及监事会，建立了科学、完整的法人治理结构体系。

股东大会是公司的最高权力机构，依法行使下列职权：决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准变更募集资金用途事项；审议股权激励计划；审议法律、行政法规、部门规章或公司章程规定应当由股东大会决定的其他事项等。

董事会是公司的执行机构，对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，其中至少包括 3 名独立董事。董事会设董事长 1 人，可设 1 至 2 名副董事长。董事长和副董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生。董事会行使下列职权：召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他证券及上市方案；听取公司总经理的工作汇报并检查总经理的工作；法律、行政法规、部门规章或本章程授予的其他职权等。

监事会是公司的监督机构，监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，可以设副主席。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。监事会中职工代表的比例不低于 1/3，职工代表由公司职工民主选举产生。监事会每 6 个月至少召开一次会议，监事可以提议召开临时监事会会议。监事会行使以下职权：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、总经理、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、总经理、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司总经理、副总经理、董事会秘书、财务总监为公司高级管理人员。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或解聘。公司副总经理由总经理提名，董事会任命。在公司控股股东、实际控制人单位担任除董事以外其他职务的人员，不得担任公司的高级管理人员。总经理每届任期三年，总经理连聘可以连任。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施董事会决议、公司年度经营计划和投资方案；拟订公司内部管理机构设置方案；公司章程或董事会授予的其他职权等。

2. 管理水平

公司围绕内部财务管理、财务预算管理、资金管理、融资管理、审计监管、重大投资决策管理、担保管理、关联交易管理、衍生品管理等经营管理的重要方面制定了一整套完善的内部控制制度，并在执行中不断完善，保障

公司的健康有效运行。

财务管理方面，根据《财务管理规定》，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。公司的财务预算由公司董事会审定，财务部门对各经营单位的预算执行情况进行逐月分析，在每季初可根据预算执行情况建议公司调整预算和主要控制指标。

资金管理方面，公司实行统一授信、独立核算的资金管理制度。在资金管理方面主要从三个方面进行管理：一是授信管理，在与银行等金融机构合作中对所属企业进行集中授信管理；二是独立核算，在资金管理问题上，各所属企业完全独立核算；三是在资金使用上，各企业自行管理资金，所属公司的各项支出都有严格的审批程序；四是实施动态的跟踪监控，一方面是通过委派财务总监动态管理，另一方面是通过信息系统实施动态跟踪监控；五是对全资子公司尝试资金共管制度，实行资金共管，以节约资金成本，提高资金使用效率。

担保管理方面，公司董事会可以自行决定以单笔不超过公司净资产的 10%的资金的对外担保，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；同时，涉及以下情况的对外担保行为，须经股东大会审议通过：公司及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；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；为资产负债率超过 70%的担保对象提供的担保；单笔担保额超过最近一期经审计净资产的 10%的担保；对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

衍生品管理方面，公司总部及下属子公司操作的具有真实贸易背景的远期结售汇、外汇掉期、出口商业发票贴现等金融衍生工具需按照权限审批进行。同时，公司本部设置了期货管理部专门履行对期货及类似业务的监管职责，负责期货账户的相关审批及账户资金监管、经营单位开展期货业务的准入评估等。

六、经营分析

1. 经营概况

公司作为福建省“供应链运营＋房地产”双主业运营的大型现代服务型企业，近年来收入规模持续扩张，其中供应链业务呈快速增长态势，毛利率基本保持稳定；房地产业务项目结转情况良好，收入逐年增长，对利润形成良好支撑。公司整体盈利能力较强。

2017－2019 年，公司营业收入保持快速增长，年均复合增长 38.77%。2019 年，公司实现营业收入 3372.39 亿元，同比增长 20.28%。从营业收入构成来看，近三年公司供应链运营业务收入一直占主导地位，为公司收入主要构成部分，三年占比均在 85%左右；房地产业务收入占比在 15%左右，但毛利率保持较高水平，对利润贡献良好。

分板块来看，2017－2019 年，供应链运营业务收入持续增长，2019 年，供应链运营业务实现营业收入 2870.44 亿元，同比增长 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%。2017－2019 年，公司房地产板块收入逐年增长，2019 年实现收入 459.14 亿元，同比增长 13.15%，占营业收入的 13.61%，主要系下属子公司加大力度推动库存去化、结转项目增加，并且土地一级开发业务确认一宗土地出让对收入形成补充所致。公司其他业务收入持续增长，2019 年，其他业务中房地产代建收入同比增长 22.00%至 16.47 亿元，综合作用下其他业务收入增长至 42.81 亿元。

毛利率方面，2017－2019 年，公司供应链业务毛利率水平处于较低水平，逐年略有下降，2019 年为 2.61%；房地产业务毛利率受当期土地一级开发业务结转规模影响而有所波动，

2019 年为 28.69%，同比减少 6.68 个百分点。公司综合毛利率有所波动，2019 年为 6.54%，同比有所下降，主要受房地产业务毛利率下降影响。

表2　近年来公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1-3 月		
	金额	占比	毛利率	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	1884.68	86.22	3.06	2359.87	84.17	2.88	2870.44	85.12	2.61	598.68	88.75	1.63
房地产业务	292.55	13.38	26.53	405.79	14.47	35.37	459.14	13.61	28.69	71.04	10.53	46.78
其他业务	8.78	0.40	60.49	38.16	1.36	41.36	42.81	1.27	32.31	4.88	0.72	21.28
合计	**2186.02**	**100.00**	**6.43**	**2803.82**	**100.00**	**7.89**	**3372.39**	**100.00**	**6.54**	**674.60**	**100.00**	**6.52**

注：建发房地产及联发集团收入规模大于上表中房地产业务收入规模，主要是建发房地产及联发集团开展少量供应链业务；2018年起，因统计口径调整，原计入房地产业务的物业租赁、酒店管理等业务收入调整计入其他业务

资料来源：公司提供

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 674.60 亿元，同比增长 25.25%；毛利率为 6.52%，同比增加 2.12 个百分点。其中，供应链运营业务实现收入 598.68 亿元，同比增长 16.68%，毛利率同比减少 1.60 个百分点至 1.63%，原因一方面系一季度大宗商品价格波动下行、相应使用的锁定价格的衍生品收益反映在投资收益，另一方面系公司执行新会计准则，将控制权转移给客户前的物流费用从销售费用核算调整计入营业成本核算所致；房地产业务实现收入 71.04 亿元，较上年同期（21.36 亿元）大幅增长，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，土地一级开发业务毛利率很高，带动当期房地产业务毛利率大幅增长至 46.78%。

2. 供应链运营业务

公司在供应链运营业务产业上下游资源整合方面保持较强竞争力，近年来，冶金原材料、林产品等主要产品收入增长迅速，带动营业收入整体保持快速增长。另一方面，供应链业务毛利率保持较低水平，且形成较大应收账款、预付款等资金占用，供应链业务规模的扩张持续推升公司流动资金需求。

供应链运营为公司第一大主业，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，并向客户提供贸易结算、第三方物流、金融服务、信息服务和方案策划等服务，在此基础上收取合理的增值服务费（均体现在货物价差中），从而实现利润。

公司国际贸易分为进口业务及出口业务。公司进口产品主要包括轻纺、矿产、化工、农产品等，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，以远期国际信用证和 T/T 结算为主；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轻纺、矿产产品，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主的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，遵循款到发货的出口贸易原则，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 年实现汇兑收益 7026.64 万元，较上年（5039.81 万元）收益规模有所提升。

国内贸易方面，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贸易商和终端用户为主。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。

物流业务方面，公司主要为国内外的采购商、分销商提供集物流、信息流和资金流为一体的全程物流服务，包括境内外全程运送及清关服务，境内外供应商、经销商库存管理、保税物流，仓单质押、代理采购分销等。

近年来，公司主要供应链业务陆续转移至相关子公司，经营主体主要包括全资子公司建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）、厦门建发物资有限公司（以下简称“建发物资”）、厦门建发纸业有限公司（以下简称“建发纸业”）、厦门建发汽车有限公司（以下简称“建发汽车”）及建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”）等，但出于营销的需要，建发股份本部也经营钢材、矿产品、化工等领域的贸易业务。

表 3　截至 2019 年底公司供应链运营业务主要经营子公司情况（单位：%、亿元）

公司名称	持股比例	注册资本	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	主要经营业务
上海建发	100.00	3.00	166.71	32.51	1059.66	4.88	建发股份设立的异地平台公司之一，从事自营和代理各类商品和技术的进出口业务
建发金属	100.00	3.00	29.56	4.85	169.74	0.41	钢铁供应链运营
建发物资	100.00	3.00	17.95	3.50	89.55	0.11	钢铁内贸和进出口业务，系公司钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	55.64	12.05	303.34	1.24	专业经营纸张、纸浆、板材、木片、废纸和纸制品贸易业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	28.39	10.47	115.16	2.00	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	40.88	9.63	213.75	1.68	进出口物流，包括国际贸易代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等

资料来源：公司提供

表 4　公司供应链运营主要子板块收入及占比情况

（单位：亿元、%）

产品	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
冶金原材料	1012.49	53.72	1349.01	57.16	1532.05	53.37
农林产品	387.26	20.55	482.08	20.43	578.89	20.17
其他产品	484.93	25.73	528.78	22.41	759.50	26.46
合计	**1884.68**	**100.00**	**2359.87**	**100.00**	**2870.44**	**100.00**

注：冶金原材料主要包括钢铁、矿产品等金属材料；林产品主要包括纸浆、木材等；其他产品包括农产品、化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等产品及物流收入

资料来源：公司提供

目前，公司供应链运营业务中收入占比最高的为冶金原材料和林产品，占比近三年在 70%左右。

（1）冶金原材料

钢材

钢材贸易是供应链业务中对收入贡献最大的板块，经营主体主要以建发金属和建发物资为主，公司本部、上海建发等公司为辅，经营品种包含钢坯、卷板（热轧、冷轧）、建材、板材、型钢等。

建发金属系首钢、津西钢铁最大的战略合作伙伴，建发物资系山东钢铁集团有限公司和本钢集团有限公司等多家大型钢厂的战略合作伙伴。由于公司近年来注重掌握优质钢厂资源、前期深耕市场，拥有大量的销售渠道，终端比例逐年提高。全国重点区域布点，销售网

点逐年增加，销售收入稳步增长。

公司目前已形成了较为稳定的经营模式和供销链条。上游供应商主要是国有大中型上市钢厂和大型民营钢厂，包括本钢、柳钢、鞍钢等。下游销售对象主要分布在华东、华南、华北、山东地区，主要类型是中小贸易商和终端用户或工厂，其中钢材终端用户约占 30%。公司采取的是 100%的代理模式。公司和上下游客户基本采用年度协议形式，且钢厂的资源均为公司所有。

盈利模式方面，公司通过向广大中小客户提供钢厂资源、资金、运输、仓储等一系列增值服务，赚取比传统贸易模式更多的利润，实现了钢厂、客户、公司的多赢局面。风控措施方面，为防范存货跌价风险，公司向客户收取年度及月份保证金，钢材一旦跌价，公司要求追加保证金并保留货物处置权利；公司 70%货物存放在第三方物流，但整个物流环节均由建发物流控货，所有存放钢材的仓库均由建发股份物管部严格审核，公司一般选择国企背景且风险管理能力较好的物流及仓储公司，并签署相应仓储保管合同。

矿产品

矿产品贸易主要由子公司厦门建发矿业有限公司和公司本部经营。公司拥有铁矿石进口经营权，经营铁矿石业务多年，主要通过进口方式采购各类铁矿石，与巴西、澳洲、南非、智利、印度等国知名大矿山保持良好的长期合作关系，包括力拓、淡水河谷、英美资源等，公司与上游供应商主要以信用证和 T/T 方式结算。销售方面，以内销为主，主要销售对象为国内的大中型国营和民营钢厂，与广西盛隆、柳钢、酒钢、宁钢等国内众多大中型钢铁厂有着稳定密切的合作。公司与下游主要以信用证方式进行结算或者在销售前收取部分保证金，销售结算后以电汇方式进行结算。

2017－2019 年，冶金原材料销售量及销售金额均持续增长。集中度方面，2019 年，冶金原材料上游前五大供应商和下游前五大客户占比分别为 16.67%和 7.28%，集中度较低。

表 5　公司冶金原材料销售数量和金额情况

（单位：万吨、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
数量	5650.17	7081.90	7624.20
金额	1012.49	1349.01	1532.05

资料来源：公司提供

（2）农林产品

公司农林产品主要为浆纸类产品，浆纸业务包括纸浆和纸张两种产品。林浆纸供应链主要经营实体为建发纸业，经营模式为：由公司向各大造纸厂提供木浆、竹浆、废纸等造纸原料，同时经销造纸厂的纸张产品，并销售给印刷厂与出版企业等终端客户，在此过程中为客户提供原材料采购、物流配送、销售结算等服务。目前建发纸业已成为全国最大的林浆纸供应链运营商。

由于国内木浆生产能力有限，造纸行业所需木浆主要依赖进口，公司上游供应商主要为国外浆厂的代理商和国外浆厂，公司与国外浆厂合作较为紧密，并通过长期合作良好的供应商按年签订年度协议，保证公司有稳定的货源供应，每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向公司报价，双方经过磋商达成一致后签订合同，一般一个月定一次采购价，公司在协议规定的采购量后有相应的返利收入。对于没有签订长期协议的供应商，根据市场行情变化和下游客户需要，公司实时与其联系、下单，实行较为灵活的采购政策。由于纸浆行业上游供应商话语权较大，且公司采购价格具备一定竞争优势，公司纸浆贸易自营比例占 60%左右，可以抵抗一定价格波动风险。

公司通过上控资源、下布销售网络，销售区域从原来的华南、山东、江浙沪地区扩大到东北三省、西北、湖南、湖北，从沿海扩大到内陆地区，基本形成了全国销售网络及布局。公司纸浆销售模式一般采用现款销售，部分采用年度销售协议锁定客户的采购量，如果客户

有信用的需求，会根据该客户的信用情况给予一定的账期。纸张销售方面，公司通过信保公司给予客户一定的授信金额和期限，赊销给客户，对初次合作及规模较小的客户，销售和采购一般采取款到发货或货到收款的模式。

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，参股四川永丰浆纸股份有限公司（以下简称“永丰浆纸”，持股比例 40%），该公司利用当地竹子资源制造竹浆，目前已拥有 12 万吨/年竹浆纸的产能。2019 年公司对永丰浆纸的关联采购金额为 11.01 亿元。

2017－2019 年，公司林产品销售量分别为 1159.76 万吨、1370.72 万吨和 1620.61 万吨，逐年稳定增长。

（3）其他产品（农产品、汽车、化工等）

农产品板块运营主体以厦门建发农产品有限公司、厦门建发原材料贸易有限公司（以下简称“建发原材料”）及公司本部为主，主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进口及内贸业务，其中占比较大的为饲料原料。目前，公司主要通过进口采购，结算方式主要通过信用证的方式结算，供应商主要有 CARGILL INDUSTRIAL & COMMERCIAL (WUHAN) CO.,LTD.；ADM EXPORT 等。在拓宽新品种的同时，公司拓宽购销渠道，与嘉吉、来宝、新希望、双胞胎、通威及漓源等国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系，公司与下游结算模式主要以短期赊销方式。风险控制方面，为规避大宗商品的价格变动风险，公司在期货市场上对粮油业务中的植物油和橡胶业务进行套期保值，从而锁定风险及收益。

汽车板块运营主体建发汽车是福建地区最大的品牌汽车经销商。公司共有约 40 家汽车 4S 店及展厅，主营宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、进口大众等中高端品牌，车型涵盖了小轿车、跑车及越野车等。公司近年来积极发展汽车产品的销售和服务业务，先后获得了保时捷、进口大众、讴歌、三菱、标志、双龙等品牌的地区销售授权。区域拓展方面，除厦门地区外，公司相继在西安、泉州等地开设了 4S 店或销售中心。

化工板块运营主体以建发化工、建发原材料和公司本部为主，公司拥有自主进出口经营权，专业从事 PP、PE、PVC 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，公司与进口供应商主要采用 L/C、D/A 等结算方式，与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。

轻工纺织板块运营主体主要以下属公司厦门建发轻工有限公司为主，产品涉及鞋、箱包、棉花、棉纱、化纤、纺织机械、鞋材、食品等，与世界各大零售品牌、行业龙头建立长期稳定的战略合作伙伴关系，国际服务网络遍及全球 100 多个国家和地区。近年来，机电五矿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；轻纺方面与地区性大型超市和运动品牌合作专门供应，并新开拓南美洲市场。

公司物流服务业务主要由下属全资子公司建发物流及其他全资或控股子公司负责。截至 2019 年底，公司在用仓库面积 24.78 万平方米，堆场面积 11.61 万平方米，全部是公司自有产权堆场。

3. 房地产板块

近年来，公司房地产业务收入规模持续增长，同时土地一级开发业务对房地产业务利润形成良好补充，已售未结金额仍较大，对未来收入形成支撑。但公司房地产在建、拟建项目

投资规模很大，土地一级开发业务形成资金占用，土地储备规模一般，存在一定补库存需求，整体导致资金压力大幅上升。此外，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。

公司房地产业务主要由联发集团和建发房地产经营，两家公司均具备房地产开发一级资质；其中，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、天津、南昌、武汉、重庆等地。两家房地产子公司外阜市场区域不同，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 6　建发房地产和联发集团主要财务数据

（单位：亿元）

	会计期间	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
建发房地产	2019 年	1680.33	369.72	320.73	48.03
	2020 年 1－3 月	1765.83	371.23	64.28	27.37
联发集团	2019 年	835.72	168.02	205.56	16.25
	2020 年 1－3 月	906.64	164.54	23.46	1.12

资料来源：公司提供

表 7　房地产板块营业收入构成及毛利润贡献情况（单位：亿元、%）

类型	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利润	收入	占比	毛利润	收入	占比	毛利润
住宅	245.32	83.86	62.48	214.85	52.95	52.35	379.79	77.03	93.46
商业	37.34	12.76	10.37	29.65	7.31	6.15	20.34	4.13	4.85
一级土地开发	--	--	--	80.79	19.91	42.22	50.49	10.24	31.60
其他	9.89	3.38	4.76	80.50	19.84	42.83	42.40	8.60	11.90
合计	**292.55**	**100.00**	**77.61**	**405.79**	**100.00**	**143.55**	**493.02**	**100.00**	**141.80**

注：2019 年因统计口径调整，本表中的房地产板块收入包含营业收入构成中计入其他收入的物业租赁、代建收入等

资料来源：公司提供

2017－2019 年，公司房地产业务收入持续增长，分别为 292.55 亿元、405.79 亿元和 493.02 亿元。从构成上看，公司住宅收入已进入发展成熟阶段，每年项目结转保持较大规模，收入及利润贡献波动增长；商业地产收入呈逐年下降趋势。其他收入主要为地产公司根据集团工业厂房发展情况，有选择的出售一些工业厂房实现销售收入；土地一级开发收入结转主要受拆迁进度和政府的挂牌出售规划影响，两项收入规模有一定波动。

融资模式方面，公司下属子公司融资方式由自有资金和外部融资构成。其中，自有资金主要为售房获得的经营性现金收入，自有资金出资一般占项目开发总投资的 42.5%以上；外部融资项目开发的资金主要通过将土地使用权向银行、信托公司抵押取得项目开发贷款及发行债券等方式。为支持下属子公司业务扩张和控制成本，截至 2019 年底，建发股份对建发房地产、联发集团均提供了限额为 120.00 亿元的融资担保，期末实际使用金额分别为 93.00 亿元和 72.29 亿元。

土地取得模式方面，公司下属子公司的房地产开发业务土地使用权主要通过招拍挂方式取得，也有部分通过收购项目公司股权获得。项目建设方面，公司下属无建筑公司，项目的工程施工建设主要通过招标外包形式由专业建筑施工公司进场施工，按项目开发进度分批、分次支付给外包建筑单位施工款。

从开发模式上看，截至 2020 年 3 月底，公司在开发房地产项目中 100%自主开发的 61

个，合作开发项目中，控股（权益比例 50%及以上）41 个，参股项目 28 个。

截至 2020 年 3 月底，公司在开发房地产项目 130 个（其中，建发房地产 89 个，联发集团 41 个），项目规划建筑面积合计 2380.01 万平方米（权益口径为 1781.18 万平方米），总投资额 2854.95 亿元（权益口径为 1987.35 亿元），已投资 2050.22 亿元，未来三年需投资 804.73 亿元；拟建项目 37 个，计划投资总额 752.92 亿元，未来三年计划投资 413.08 亿元，未来有一定资金压力。

截至 2020 年 3 月底，公司已完工在售项目 126 个，项目总建筑面积 1641.74 万平方米，已实现销售面积 1482.55 万平方米，累计销售金额 464.15 亿元，大部分在售项目预计将在 2020－2023 年内全部清盘。

公司通过多种渠道获取优质土地储备，优质充裕的土地储备为房地产业务的可持续发展提供良好支撑。2019 年，建发房产和联发集团通过多种方式新增土地 42 宗，新增计容建筑面积约 837.16 万平方米，其中权益面积约 624.36 万平方米。截至 2019 年底，建发房产和联发集团尚未出售的土地储备面积（权益口径）为 1515.28 万平方米，较上年底增长 17.36%，其中：一、二线城市的土地储备面积（权益口径）占比为 54.08%。2019 年，公司新增拿地金额同比增长较快，期末土地储备面积较上年底有所增长，但同时新开工面积同比下降明显，需关注后续宏观调控政策对公司去化的影响。公司并表口径期末已售未结规模合计 764.75 亿元，对未来房地产业务收入形成支撑。

表 8　公司房地产业务发展情况（不含土地一级开发业务）

类别	建发房地产		联发集团		合计		
	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2019 年同比变动
权益口径新开工面积（万平方米）	424.41	368.55	416.27	138.79	840.68	507.34	-39.65%
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	114.18	183.56	176.69	177.51	290.87	361.07	24.13%
合同销售金额（亿元）	386.71	721.97	349.27	273.04	735.98	995.01	35.20%
合同销售面积（万平方米）	256.27	404.75	317.29	252.97	573.56	657.72	14.67%
签约销售均价（万元/平米）	1.51	1.78	1.10	1.08	1.28	1.51	17.90%
账面销售金额（亿元）	167.40	239.71	157.10	166.26	324.50	405.97	25.11%
账面销售面积（万平方米）	132.17	206.06	167.35	170.02	299.52	376.08	25.56%
权益口径期末土地储备面积（万平方米）	601.51	805.12	689.68	710.16	1291.19	1515.28	17.36%
权益口径新增拿地金额（亿元）	154.14	341.16	117.83	144.93	271.97	486.09	78.73%
并表口径期末已售未结金额（亿元）	214.48	502.10	244.90	262.65	459.38	764.75	66.48%

注：建发房地产账面销售金额与其营业收入差额为土地一级开发业务收入，计入建发房地产的其他业务收入；2018 年数据采用年报 2019 年数及同比变动率倒推得出

资料来源：公司年报及提供资料

（1）建发房地产

建发房地产为公司房地产业务收入及利润的主要来源。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。

近年来，建发房地产深耕福建省内及其他成熟区域，主要围绕长三角、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，新增土地储备和新增土地投资均呈增长趋势。考虑到相关城市土地成本较高，建发房地产逐步由独立拿地开发转向与其他房地产开发商合作开发的模式，目前独立开发及合作开发项目数量分别约占 36%和 74%。截至 2020 年 3 月底，建发房地产尚未开发的土地储备规划计容建筑面积 300.34 万平方米，从新开工情况看，土地储备规模略有不足，存在补库存需求。其中，一线城市占 6.45%、二线城市占 59.43%、三项及以下城市占 34.13%，在二、三线城市分布均衡。

商业运营方面，建发房地产主要采取多功能综合集中开发模式，包括五星级酒店、写字楼、大型商业和特色商业街、大型广场等，核心商业购物中心只租不售，自主经营，截至 2020 年 3 月底，建发房地产商业地产可供出租面积合计 31.43 万平方米，已出租面积 28.00 万平方米，主要位于厦门、成都、南平、上海等地。

建发房地产深耕精品住宅和商业地产的同时，下属公司厦门禾山建设发展有限公司（建发房地产持股 100%）还受政府委托进行旧村改造工作，公司根据政府的拆迁公告和确定的拆迁补偿标准及相关建设标准进行拆迁和建设工作，拆迁完成后公司将除用于建设安置房及配套设施以外的土地交由政府收储，政府根据土地的规划进行招拍挂工作，部分土地出让金以 BT 回购款和土地返还款形式支付给公司。目前公司所涉及的土地业务为受湖里区政府的委托承担后埔－枋湖片区和钟宅畲族社区的旧村改造工作，旧村改造工作范围包括拆迁、安置及相关基础设施建设。会计处理方面，旧城改造所涉及的土地资产不入账，拆迁及建设相关支出核算在“长期应收款”科目；土地招拍挂后，财政局按出售土地总金额的一定比例（约 85%）作为土地开发成本返还公司（即确认的土地一级开发收入），并将相应的拆迁和建设支出从“长期应收款”结转入主营业务成本；土地出让后、政府返回土地出让金之前，应收未收的土地出让金计入“应收账款”；政府返回土地出让金后，冲抵“应收账款”。截至 2020 年 3 月底，公司未结转的建设支出余额（计入长期应收款-分期收款提供劳务科目）为 2.54 亿元，应收账款中待返还出让金 52.43 亿元。

①后埔－枋湖旧村改造项目（枋湖、薛岭和后埔三个片区）预计总投入 145.47 亿元，项目总用地面积 73.41 万平方米，可出让建筑面积合计 159.70 万平方米，截至 2020 年 3 月底，项目已投入 130.56 亿元，土地一级开发累计出让建筑面积 97.05 万平方米，出让比例 61.00%；2018 年，建发房地产成功出让两幅地块，土地面积分别为 6.18 万平方米和 2.77 万平方米，成交价分别为 57.00 亿元和 38.05 亿元；2019 年，建发房地产继续出让两幅地块，成交价分别为 59.40 亿元和 75.25 亿元（厦门 2019P01 和厦门 2019P05，其中 2019 年根据收入确认条件仅将厦门 2019P01 地块确认收入，2020 年一季度确认厦门 2019P05 收入）；2017 年无此项收入。②钟宅畲族社区旧村改造项目预计总投资 171.57 亿元，项目总用地面积 61.00 万平方米，可出让面积住宅面积 45.00 万平方米。截至 2020 年 3 月底，该项目已投资 15.62 亿元，无可出让地块。公司旧村改造业务资金占用明显，且回笼受政府土地出让进度影响大。

（2）联发集团

从区域上看，联发集团开发的项目主要位于厦门、重庆、武汉、天津、南京、杭州、扬州、桂林、南昌、南宁、鄂州和漳州等二、三线城市。从产品定位上看，联发集团开发的项目主要针对中端、高端消费者，在厦门、桂林、南昌等地已具有一定的品牌知名度。2017－2019 年，联发集团新开工面积呈波动下降趋势，其中，2019 年，联发集团权益口径新开工面积 138.79 万平方米，同比下降 66.66%，主要系前期开工力度大、项目储备相对有限影响下，联发集团当期放缓开发节奏所致。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。

销售方面，联发集团近年来大力推盘的项目主要在二、三线城市，签约销售均价低于建发房地产。2019 年，联发集团销售均价小幅下降至 1.08 万元/平方米。虽然 2019 年联发集团新开工面积下滑明显，但受益于 2018 年联发集团合同销售面积较大，对 2019 年结转收入起到支撑作用，2019 年联发集团结转收入同比略有增长。截至 2020 年 3 月底，联发集团在售项目 71 个，总可售面积（全口径）1252.28 万平方米，已售面积 857.05 万平方米，剩余可售面积 395.24 万平方米，整体去化率 68.44%，部分城市去化率较低主要系项目未全部取得预售证尚未全部进入预售期所致。从剩余可售区域来看，二线城市占比 21.77%，三线及以下城市占比 75.51%，其中，位于湖北鄂州的剩余可售面积占 24.29%，受新冠肺炎疫情影响去化进度或存在一定不确定性。

土地储备方面，2019 年，联发集团权益口径新增土地投资 144.93 亿元，同比增长 23.00%；截至 2019 年底，联发集团期末权益口径土地储备面积 710.16 万平方米。2020 年一季度，联发集团未获取土地储备。截至 2020 年 3 月底，联发集团土地储备（未动工）共计 12 块，权益计容建筑面积为 222.59 万平方米，主要位于鄂州（占 49.15%）、柳州（占 14.61%）、南昌（占 11.52%）、南宁（占 8.03%）、漳州（占 5.46%）以及重庆（占 4.96%）等，区域分布以三线以及下城市为主，且位于湖北省内的土地储备规模较大。考虑到近年来联发集团开工速度，其土地储备规模一般。总体看，联发集团土地储备主要位于三线城市及以下城市，在新冠疫情影响下该部分项目开工及去化速度可能受到一定影响。

自持物业方面，联发集团在厦门拥有厦门华美文创园、湖里写字楼、电子商城等物业资产，物业类型多样，涵盖工业厂房、教育地产、写字楼等。截至 2020 年 3 月底，联发集团自持物业（不含自用面积）建筑面积合计 116.42 万平方米，且按成本模式计量，有一定升值潜力。2019 年，联发集团物业租赁及管理业务收入为 6.03 亿元，同比增长 20.84%。

截至 2020 年 3 月底，联发集团在建、拟建项目共 50 个，规划建筑面积为 1165.24 万平方米其中，二线城市占 48.57%，三、四线及以下城市占 51.43%，权益尚需投资规模为 328.00 亿元，面临一定资本支出压力。

4. 经营效率

2017－2019 年，公司销售债权周转次数逐年稳定增长，存货周转次数波动增长和总资产周转次数均呈持续下降趋势，三年加权平均值分别为 44.50 次、2.27 次和 1.38 次，2019 年分别为 46.97 次、2.04 次和 1.32 次。总体看，公司整体经营效率较高。

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。

供应链运营方面，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 2800.00 亿元，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。

房地产业务方面，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。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017－2018 年度合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见审计结论；公司提供了 2019 年度合并财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见审计结论。公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计。

2018 年，公司新纳入合并范围子公司 102 家；其中非同一控制下企业合并 14 家，同一控制下企业合并 1 家，新设立子公司 87 家，不再纳入合并范围子公司 10 家。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。总体看，公司新纳入合并范围的公司资产、权益规模均较小，合并范围变化对财务数据可比性影响小。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 2953.99 亿元，所有者权益合计 661.04 亿元（含少数股东权益 352.15 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 3372.39 亿元，利润总额 110.55 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 3343.56 亿元，所有者权益合计 661.62 亿元（含少数股东权益 336.37 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 674.60 亿元，利润总额 32.55 亿元。

2. 资产质量

公司资产规模较快增长，现金类资产充裕，存货和预付款项对资金占用较大，符合公司以房地产业务和供应链业务为主的业态特点；投资性房地产以成本模式计量，存在较大物业升值潜力。总体看，公司资产流动性一般，整体资产质量良好。

2017－2019 年，随着业务规模不断扩大，公司资产规模年均复合增长 29.81%。截至 2019 年底，公司资产总额为 2953.99 亿元，较上年底增长 35.84%；其中流动资产占 90.79%，公司资产构成以流动资产为主，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

2017－2019 年，公司流动资产年均复合增长 33.80。截至 2019 年底，公司流动资产为 2681.97 亿元，主要由货币资金（占 13.18%）、其他应收款（占 10.36%）和存货（占 64.60%）构成。

2017－2019年，公司货币资金规模大且保持快速增长。截至2019年底，公司货币资金为353.49亿元，较上年底增长49.16%，构成以银行存款（占81.38%）为主。公司使用受限货币资金共62.01亿元，受限规模有所上升，主要系银行承兑汇票保证金、保函保证金和进口押汇保证金等。

2017－2019 年，公司应收账款逐年增长，三年账面价值分别为 32.70 亿元、67.29 亿元和

69.79 亿元。其中，2018 年底较上年底大幅增长主要源于子公司建发房地产土地一级开发业务形成的应收厦门市财政局 32.36 亿元（账龄一年以内）；截至 2019 年底，按账龄组合法计提坏账准备的组合应收账款余额 74.34 亿元中，账龄在一年以内的占 94.79%，整体账龄短；公司共计提坏账准备 4.54 亿元，计提比例为 6.11%；按欠款方归集的应收账款期末余额前五名合计 35.43 亿元，占比为 47.66%，集中度较高。

公司预付款项构成主要是子公司开展房地产业务时购置土地需要支付保证金以及供应链业务产生的未结算款规模。2017－2019 年，公司预付款项波动较大。截至 2019 年底，公司预付款项为 165.01 亿元，较上年底增长 70.30%，主要系房地产业务预付土地出让金波动所致。从账龄角度来看，截至 2019 年底，公司预付款项账龄在 1 年以内的占 98.55%，账龄短。公司预付款项前五名共计 26.69 亿元，占期末总额的 16.18%，集中度一般。

表 9　截至 2019 年底公司其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

项目	期末余额	占比	款项性质
北京融创建投房地产集团有限公司	41.06	14.51	合作方往来款
厦门恒融晨房地产开发有限公司	29.00	10.25	合作方往来款
无锡嘉合置业有限公司	18.61	6.57	关联方往来款
上海众承房地产开发有限公司	14.83	5.24	关联方往来款
上海铧鹏置业发展有限公司	13.23	4.67	合作方往来款
合 计	**116.73**	**41.24**	--

资料来源：公司年报

公司其他应收款主要为往来款、保证金及押金和涉诉款项，2017－2019 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长率 37.55%，截至 2019 年底，公司其他应收款 277.84 亿元，较上年底大幅增长 119.97%，主要是应收往来款项增加所致；公司共计提坏账准备 5.22 亿元，计提比例 1.84%；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款余额 28.31 亿元，其中账龄一年以内的占 73.61%，1～3 年内的占 21.97%，综合账龄偏长；其他应收款期末余额前五名合计占 41.24%，集中度偏高。

2017－2019 年，公司存货年均复合增长率为 41.53%。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 1732.61 亿元，较上年底增长 27.83%，主要由于房地产业务新增项目较多，开发成本增加所致；以开发成本（占 87.91%）、库存商品（占 6.52%）和开发产品（占 5.52%）为主；其中，开发成本较上年底增长 30.35%，开发产品较上年底增长 12.32%；公司共计提存货跌价准备 14.02 亿元，其中主要是对库存商品累计计提 3.86 亿元，对开发成本累计计提 7.72 亿元，2019 年新增对开发成本计提跌价准备 5.41 亿元，主要为对杭州·三墩北项目、上海·西郊金茂府和天津·荣颂庭院等项目的计提。

公司其他流动资产近三年有所波动，截至 2019 年底为 58.04 亿元，构成主要为进项税额 22.26 亿元，多交或预缴的增值税额 16.52 亿元等。

（2）非流动资产

2017－2019 年，公司非流动资产波动增长，截至 2019 年底，公司非流动资产为 272.01 亿元，以长期应收款（占 10.80%）、长期股权投资（占 20.25%）、投资性房地产（占 29.95%）和递延所得税资产（占 18.13%）为主。

2017－2019 年，公司长期应收款持续下降，截至 2019 年底，长期应收款为 29.38 亿元，较上年底下降 14.83%，主要系一级土地开发项目土地出让所致。

2017－2019 年，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长率为 39.53%。截至 2019 年底，长期股权投资为 55.07 亿元，较上年底增长 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。

公司投资性房地产用成本法计量，2017－2019 年，公司投资性房地产小幅增长。截至 2019 年底，公司投资性房地产为 81.48 亿元，

主要由房屋及建筑物构成，主要位于厦门、上海等区域，存在较大物业升值潜力。

2017－2019 年，公司固定资产年均复合增长 15.38%。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 18.14 亿元，主要由房屋及建筑物（占比 73.17%）、运输工具（占比 15.02%）和电子及办公设备（占比 6.36%）构成。截至 2019 年底，共计提折旧 10.41 亿元，计提减值准备 0.08 亿元。

截至 2019 年底，公司递延所得税资产为 49.32 亿元，较上年底增长 19.89%，主要为预收售房款及预提成本费用计税差异的可抵扣暂时性差异。

表 10　截至 2019 年底公司受限资产明细

（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：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 3343.56 亿元，较 2019 年底增长 13.19%，主要系存货增长所致；构成上，流动资产占 91.74%，资产结构较 2019 年底变化不大。其中，货币资金为 427.48 亿元，较 2019 年底增长 20.93%；应收账款较上年底增长 41.22%至 98.56 亿元，主要是由于报告期一级土地开发项目出让应收款增加以及供应链业务应收款增加所致。

3. 所有者权益及负债

公司所有者权益稳定性偏弱。近年来负债规模逐年增长，随着房地产业务及供应链规模扩大，公司有息债务增长快，整体债务负担重。

（1）所有者权益

2017－2019 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长率为 22.94%，主要来自于未分配利润的累积以及少数股东权益的增长。截至 2019 年底，公司所有者权益为 661.04 亿元，其中实收资本占 4.29%，资本公积占 3.78%，未分配利润占 36.57%，少数股东权益占 53.27%；少数股东权益的下降主要是房产合资项目结清所致。截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 661.62 亿元，较 2019 年底变动不大。

（2）负债

2017－2019 年，公司负债总额较快增长，年均复合增长 32.02%。截至 2019 年底，公司负债总额为 2292.94 亿元，较上年底增长 40.64%；其中流动负债占 72.50%，负债结构以流动负债为主。

2017－2019 年，公司流动负债年均复合增长 40.80%。截至 2019 年底，公司流动负债为 1662.37 亿元，较上年底增长 50.07%，以应付票据（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%）为主。

2017－2019 年，公司短期借款波动下降，截至 2019 年底，公司短期借款为 40.07 亿元，较上年底略有上升；截至 2019 年底，短期借款中保证借款和贸易融资借款占比分别为 64.51%和 29.66%。

2017－2019 年，公司应付票据快速增长，2019 年底为 130.57 亿元，较上年底增长 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%）。

2017－2019 年，公司应付账款逐年增长，截至 2019 年底为 217.52 亿元，较上年底增长 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 33.57%）和应付开发成本款

（占 64.68%）构成。

公司预收账款主要来自于公司房地产项目销售回款和供应链运营业务的预收货款，2017－2019 年，公司预收账款以 55.68%的年均复合增速持续增长，截至 2019 年底，公司预收账款为 810.96 亿元，较上年底增长 65.35%，主要系预收售房款增长所致；预收款项主要由预售房款（占 87.54%）构成。

2017－2019 年，公司其他应付款快速增长，截至 2019 年底为 206.96 亿元，较上年底增长 10.27%，主要系房地产业务与合作方资金往来款增加所致。

2017－2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，截至 2019 年底为 149.83 亿元，较上年底增长 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。同期，公司其他流动负债有所波动，截至 2019 年底为 31.92 亿元，主要为公司发行的超短期融资券。

2017－2019 年，公司非流动负债年均复合增长 14.98%。截至 2019 年底，公司非流动负债为 630.57 亿元，较上年底增长 20.66%，主要由长期借款（占 56.71%）和应付债券（占 33.78%）构成。

2017－2019 年，公司长期借款波动增长，截至 2019 年底，公司长期借款为 357.61 亿元，较上年底增长 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。截至 2019 年底，公司应付债券为 212.99 亿元，较上年底增长 2.68%，变化不大。

2017－2019 年，公司长期应付款波动增长，截至 2019 年底为 18.64 亿元，较上年底下降 47.60%，主要包括兴证资管－建发房产物业资产支持专项计划 9.29 亿元、平安-建发购房尾款资产支持专项计划 26.02 亿元和联发物业费资产支持专项计划 10.62 亿元，其中一年内到期的长期应付款为 27.44 亿元。截至 2019 年底，公司其他非流动负债为 30.00 亿元，主要包括 25 亿元中意－建发房产商业不动产债权投资计划和 5 亿元中意－联发集团商业不动产债权投资计划。

从有息债务情况看，2017－2019 年，公司全部债务快速增长，截至 2019 年底，公司全部债务为 968.41 亿元，构成上短期债务占 36.07%，长期债务占 63.93%。

公司以供应链运营和房地产开发业务为主的行业特性决定了公司负债规模较大，资产负债率高的特点。2017－2019 年，公司资产负债率波动上升，长期债务资本化比率呈波动下降趋势，全部债务资本化比率持续下降，2019 年底分别为 77.62%、59.43%和 48.36%。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 2681.94 亿元，较上年底增长 16.97%，主要系长短期借款、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%。负债结构较上年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 1235.68 亿元，较上年底增长 27.60%，主要系短期借款增长所致。其中，短期债务为 484.25 亿元（占 39.19%），长期债务为 751.43 亿元（占 60.81%）。截至 2020 年 3 月底，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%，较上年底分别上升 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。

4. 盈利能力

作为公司盈利的核心，供应链运营和房地产业务近年来稳步发展，主业盈利能力强，期间费用控制能力良好。同时联合资信也关注到近年来，公司债务规模快速增长，处置长期股权投资导致投资收益稳定性一般。

2017－2019 年，公司营业收入稳步增长，年均复合增长 24.21%；2019 年公司实现营业收入 3372.39 亿元，同比增长 20.28%，主要来自供应链板块的增长；营业成本为 3151.79 亿元，同比增长 22.33%，增幅略高于营业收入；近三

年，公司营业利润率有所波动，分别为5.53%、6.88%和5.91%。

从期间费用看，近年来公司期间费用逐年增加，公司期间费用以销售费用为主，近三年随着公司业务规模的扩大呈逐年上升的趋势，2019年公司期间费用为91.75亿元，同比增长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，同比增长24.24%，主要系港杂运杂费增长所致；管理费用为4.10亿元，同比增长8.04%，主要系职工薪酬增长所致；财务费用为9.91亿元，同比下降47.46%，主要系资本化利息由26.92亿元大幅增长至33.17亿元所致。2019年，公司费用收入比为2.72%，较上年减少0.32个百分点，公司费用控制能力略有提高。

非经常性损益方面，2017－2019年，公司投资收益有所波动，分别为18.15亿元、5.49亿元和7.08亿元，其中，2018年同比下降69.77%，系当期处置长期股权投资产生的收益1.36亿元较上年（9.93亿元）大幅下降，同时部分联营企业亏损，当期权益法核算的长期股权投资收益为-2.26亿元所致；2019年投资收益增长主要系权益法核算的长期股权投资收益增长所致，公司投资收益稳定性一般。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，公司实现其他收益1.66亿元，大部分为政府补助。

2017－2019年，公司利润总额呈逐年增长的趋势，2019年为110.55亿元。盈利指标方面，近三年，公司总资本收益率和净资本收益率均有所波动，2019年，两项指标分别为5.65%和12.05%。

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；实现利润总额32.55亿元，较上年同期增长326.58%，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。

5. 现金流

受供应链业务商品采购和销售回款、房地产土地购置支出和预售款周期波动的影响，公司经营活动现金流波动较大。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持续保持在较高水平，公司仍存在较高对外融资需求。

从经营活动来看，2017－2019年，公司经营活动现金流入规模持续增长，公司经营活动现金流入主要以销售商品提供劳务收到的现金为主，近三年现金收入比分别为109.58%、110.22%和117.33%，现金收入质量好；2019年公司收到其他与经营活动相关的现金为448.54亿元，主要是由收到建发集团往来款及房地产板块收到其他单位保证金及代建费组成。公司经营活动现金流出以购买商品接受劳务支付的现金为主，辅以支付的各项税费及支付其他与经营活动有关的现金；公司支付其他与经营活动有关的现金主要系房地产板块支付土地保证金、支付供应链业务的承兑汇票、保证金等，2019年为538.94亿元，同比增长228.24%。2017年，由于子公司建发房地产支付地价款及拍地保证金金额大幅增加，以及供应链业务营业规模增长，年末预付款项和存货增加，公司当期经营活动现金流呈净流出-185.88亿元；2018年，随着供应链业务货款回笼速度加快、货款回笼金额增加以及房地产业务预售房款增加，公司经营活动现金流量净额转负为正，2019年净流量继续增长，为112.15亿元。

从投资活动来看，2017－2019年，公司投资活动现金流入量主要是收回投资收到的现金以及收到其他与投资活动有关的现金，公司投资活动现金流出主要为投资支付和支付其他与投资活动有关的现金。公司收回投资收到的现金和投资支付的现金主要为理财产品投资，

2019 年分别为 63.90 亿元和 95.13 亿元；2019 年公司支付其他与投资活动有关的现金 153.82 亿元，主要为支付房地产合作开发联营企业和非关联企业的资金往来。近三年，公司投资活动现金流净额分别为-33.90 亿元、42.60 亿元和-106.97 亿元。

2017－2019 年，公司筹资活动前现金流净额分别为-219.78 亿元、90.40 亿元和 5.18 亿元，2018 年以来公司对外融资压力有所减轻。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入量主要为取得借款收到的现金，2019 年公司收到其他与筹资活动有关的现金 109.87 亿元，主要为收到非关联单位资金拆入款 48.65 亿元和收到资产支持证券款 61.01 亿元等；公司筹资活动现金流出主要为偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金，2019 年，公司支付其他与筹资活动有关的现金为 196.88 亿元，主要为偿还非关联单位资金拆入款 118.31 亿元、偿还永续债 17.00 亿元和偿还资产支持证券款 57.56 亿元等。2017－2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 258.15 亿元、-39.46 亿元和 95.68 亿元；其中 2018 年受偿还非关联单位资金往来拆入、偿还永续债和资产支持专项计划等产生的支付其他与筹资活动有关的现金流出大幅增加影响，筹资活动现金流量净额转为净流出。

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

公司偿债指标尚可，考虑到公司现金类资产充裕，经营活动现金流规模很大，融资渠道畅通，综合偿债能力极强。

从短期偿债指标来看，2017－2019 年，公司流动比率和速动比率有所波动，三年平均值分别为 168.81%和 59.36%，截至 2019 年底，上述两项指标分别为 161.33%和 57.11%；截至 2020 年 3 月底，上述两项指标分别为 159.96%和 59.82%。公司经营现金流动负债比近三年分别为-22.17%、4.32%和 6.75%。2017－2020 年 3 月，公司现金类资产/短期债务分别为 0.72 倍、0.95 倍、0.86 倍和 0.78 倍，覆盖程度一般。

从长期偿债能力指标来看，2017－2019 年，公司 EBITDA 分别为 84.49 亿元、123.67 亿元和 128.64 亿元，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 近三年平均值分别为 2.86 倍和 7.12 倍；2019 年分别为 2.82 倍和 7.53 倍。

截至 2019 年底，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开发的房地产项目公司，公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保 408.84 亿元，公司或有负债风险可控。截至 2019 年底，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 月底，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 年底，公司及其下属子公司获得金融机构授信总额为 1535.39 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。

7. 公司本部财务分析

公司本部货币资金较为充足，资产主要为其他应收款和长期股权投资，负债水平较高，债务负担较重，权益结构稳定性较强。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 年底，公司本部资产总额 224.38 亿元，较上年底增长 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 61.51%），非流动资产 86.37 亿元（占 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，其中，其他应收款前五名占比 68.37%，主要是与

联发集团、建发房地产等关联方往来款；非流动资产主要由长期股权投资（占 93.62%）构成。截至 2019 年底，公司本部货币资金为 29.39 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债总额 130.67 亿元，较上年底增长 15.34%。其中，流动负债 120.68 亿元（占 92.36%），非流动负债 9.99 亿元（占 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 年底，公司本部资产负债率为 58.23%，较上年底上升 4.14 个百分点。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 93.72 亿元，较上年底下降 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稳定性尚可。

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。

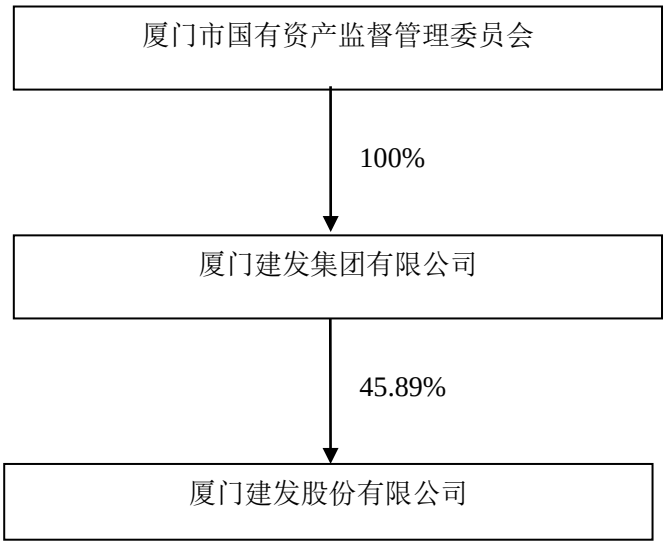
2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 1311.84 亿元和 1305.42 亿元，经营活动现金流量净额为 6.42 亿元；投资活动现金流量净额为 8.59 亿元；筹资活动现金流量净额为-31.68 亿元。

八、结论

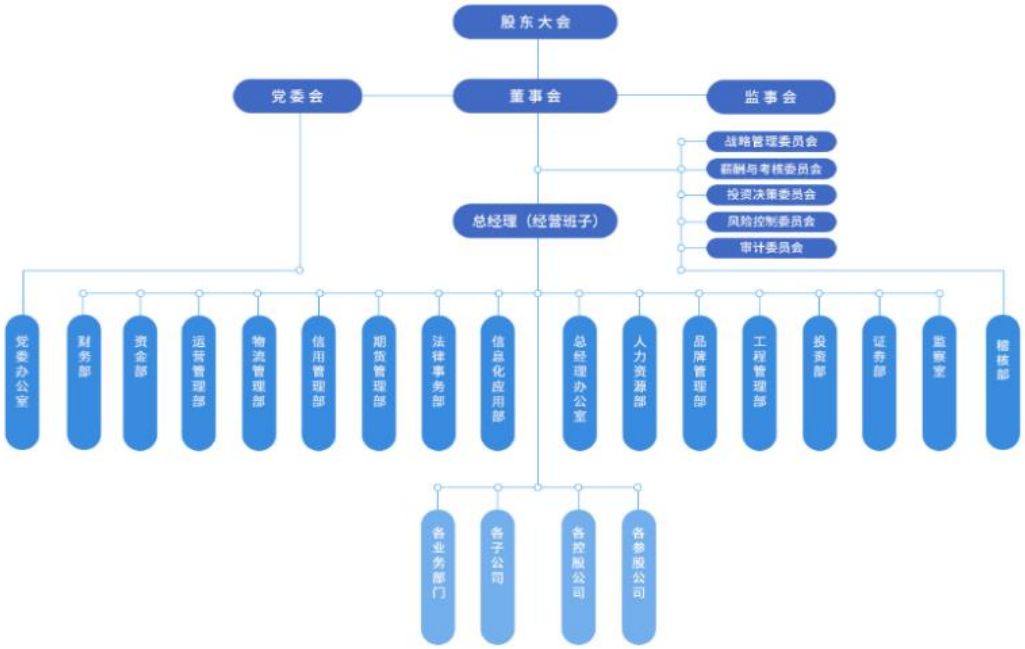
公司作为厦门市国资委实际控制下的大型上市公司，已形成“供应链+房地产”双主业格局，区位优势明显，竞争力强，管理水平较高，内部控制制度健全。公司在供应链运营领域深耕多年，保持领先的行业竞争力和品牌知名度，冶金原材料、林产品等主要产品收入增长迅速，供应链业务收入保持快速增长态势；房地产开发业务项目结转情况良好，收入逐年增长，综合作用下公司收入及利润规模持续增长，整体盈利能力强。公司资产以流动资产为主，现金类资产充裕，但存货、预付及应收类款项比重较大，形成一定资金占用；所有者权益中实收资本占比较小，权益稳定性偏弱；负债以流动负债为主，近年来公司有息债务规模快速增长，债务负担重，未来房地产业务在建及拟建项目投资支出规模大，有一定资金压力，但畅通的直接及间接融资渠道为偿债能力形成支撑。公司未来发展战略清晰，供应链经营规模和商品种类不断扩大，充足的项目储备支撑了房地产业务的可持续发展，公司综合竞争力有望得到提升。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，违约风险极低。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	165.37	196.43	298.80	377.74
资产总额(亿元)	1752.95	2174.54	2953.99	3343.56
所有者权益(亿元)	437.37	544.18	661.04	661.62
短期债务(亿元)	229.02	206.73	349.32	484.25
长期债务(亿元)	467.66	513.87	619.09	751.43
全部债务(亿元)	696.69	720.60	968.41	1235.68
营业收入(亿元)	2186.02	2803.82	3372.39	674.60
利润总额(亿元)	66.17	104.93	110.55	32.55
EBITDA(亿元)	84.49	123.67	129.75	--
经营性净现金流(亿元)	-185.88	47.80	112.15	-155.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	41.88	42.14	46.97	--
存货周转次数(次)	2.77	2.32	2.04	--
总资产周转次数(次)	1.45	1.43	1.32	--
现金收入比(%)	109.58	110.22	117.33	128.81
营业利润率(%)	5.53	6.88	5.91	6.43
总资本收益率(%)	5.45	7.56	5.65	--
净资产收益率(%)	11.03	14.02	12.05	--
长期债务资本化比率(%)	51.67	48.57	48.36	53.18
全部债务资本化比率(%)	61.43	56.97	59.43	65.13
资产负债率(%)	75.05	74.98	77.62	80.21
流动比率(%)	178.64	174.73	161.33	159.96
速动比率(%)	75.49	52.37	57.11	59.82
经营现金流动负债比(%)	-22.17	4.32	6.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.96	2.80	2.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.25	5.57	7.53	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限部分；公司短期债务及其相关指标计算中包含其他流动负债中的短期应付债券和其他应付款中的有息债务；公司长期债务及其相关指标计算中包含长期应付款和其他非流动负债中的有息债务

附件 3　主要财务数据及指标（母公司/公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.83	46.30	32.02	57.28
资产总额(亿元)	201.51	209.45	224.38	295.29
所有者权益(亿元)	95.57	96.15	93.72	94.30
短期债务(亿元)	37.84	37.22	24.07	85.68
长期债务(亿元)	9.97	9.98	9.98	29.95
全部债务(亿元)	47.81	47.20	34.06	115.63
营业收入(亿元)	74.47	19.32	13.61	2.04
利润总额(亿元)	6.93	8.10	12.18	0.50
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	8.72	24.42	6.42	-57.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.62	7.51	8.98	--
存货周转次数	13.50	9.31	18.14	--
总资产周转次数	0.36	0.09	0.06	--
现金收入比(%)	98.11	82.37	96.82	139.54
营业利润率(%)	6.71	23.66	28.09	50.48
总资本收益率(%)	6.65	7.47	9.87	--
净资产收益率(%)	7.20	8.31	12.55	--
长期债务资本化比率(%)	9.45	9.41	9.63	24.10
全部债务资本化比率(%)	33.35	32.93	26.65	55.08
资产负债率(%)	52.57	54.09	58.23	68.07
流动比率(%)	123.41	119.02	114.37	122.13
速动比率(%)	120.74	118.43	113.98	121.79
经营现金流动负债比(%)	9.19	23.64	5.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；母公司短期债务包含其他流动负债中的有息债务

附件 4　同行业企业对比数据

发行人	厦门象屿集团有限公司	厦门国贸控股集团有限公司	厦门国贸集团股份有限公司	厦门建发股份有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
经营数据时点	**2019 年**			
风险敞口（倍）	0.20	0.20	0.23	0.58
资产减值损失率（倍）	0.11	0.21	0.12	0.20
净营业周期（天）	42.52	47.51	59.26	162.83
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	1393.67	1020.90	894.73	2953.99
所有者权益（亿元）	435.55	327.93	274.92	661.04
营业收入（亿元）	2841.82	2956.13	2180.47	3372.39
利润总额（亿元）	34.66	32.99	33.73	110.55
经营活动现金流净额（亿元）	33.52	-89.25	-35.78	112.15
资产负债率（%）	68.75	67.88	69.27	77.62

注：风险敞口=（应收账款+应收票据+存货+预付款项+其他应收款）/营业收入；资产减值损失率=资产减值损失/营业收入；净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 5　主要财务指标的计算公式（新准则）

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（非流动）负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 6-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于
厦门建发股份有限公司
的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（联合资信）有关业务规范，联合资信将在厦门建发股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

厦门建发股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。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项，厦门建发股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注厦门建发股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现厦门建发股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如厦门建发股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与厦门建发股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。