

信用评级公告

联合〔2022〕895号

联合资信评估股份有限公司通过对联发集团有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2022 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定联发集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，联发集团有限公司 2022 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年二月八日

联发集团有限公司

2022 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

担保方主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5.00 亿元

本期中期票据期限：3+2+2 年（存续期第 3 年末及第 5 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）

担保方式：无条件不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：本期募集资金 5.00 亿元中 1.50 亿元用于归还公司本部债务融资工具，3.50 亿元用于项目建设。

评级时间：2022 年 2 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对联发集团有限公司（以下简称“公司”或“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、开发经验等方面具备一定优势。公司在融资方面受到股东一定支持，债务结构及债务负担处于合理水平，融资成本较低。同时，联合资信也关注到，公司有一定补库存需求，存在一定的资金支出压力，地产业务毛利率偏低，部分项目存在去化及跌价压力，资产受限比例较高及权益稳定性较弱等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建项目竣工、在售项目实现销售结转，公司有望保持良好的经营状况。

本期中期票据由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，建发股份的担保实力极强，其担保对本期中票的到期还本付息具有显著的积极作用。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 控股股东为公司提供一定支持。**公司公开市场债务融资能获得控股股东的担保，截至 2020 年底，公司其他应付款中从建发股份的拆入款项为 18.75 亿元。
- 公司债务结构及债务指标处于合理水平，融资成本较低。**截至 2021 年 9 月底，公司长期债务占全部债务的比例为 84.29%，债务结构以长期债务为主；公司全部债务资本化比率为 59.31%，债务负担处于合理水平，且融资成本较低。
- 担保方实力雄厚。**担保方建发股份作为以供应链运营业务与房地产业务为主业的上市公司，2020 年整体运营状况良好，其担保对本期中期票据的到期还本付息具有显著的积极作用。

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	4
			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	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：曹梦茹 张文韬

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

关注

1. 公司存在一定资本支出压力。公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，同时考虑补库存需求，公司未来面临一定的资本支出压力。
2. 地产业务毛利率下滑明显，盈利能力有所下降。2018—2021 年 9 月，公司毛利率下滑幅度较大，且处于较低水平，利润总额持续下降；随着公司拿地均价大幅上升，未来公司毛利率存在继续收窄的风险。
3. 需关注三线及以下城市项目去化及跌价风险。公司剩余可售项目中三线及以下城市占比 31.35%，且部分区域项目因获取成本较高计提跌价准备，需持续关注公司项目去化及跌价风险。
4. 公司资产受限比例较高，所有者权益稳定性较弱。截至 2020 年底，公司资产受限比例为 30.70%，资产流动性一般；公司所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比较高，权益结构稳定性较弱。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产（亿元）	83.20	99.36	117.26	139.57
资产总额（亿元）	669.10	835.72	964.11	1316.48
所有者权益（亿元）	154.54	168.02	202.50	278.91
短期债务（亿元）	47.68	62.10	58.33	59.32
长期债务（亿元）	125.96	199.89	231.88	318.30
全部债务（亿元）	173.64	261.99	290.21	377.63
营业收入（亿元）	187.25	205.56	239.04	132.57
利润总额（亿元）	28.85	22.78	19.64	9.47
EBITDA（亿元）	32.26	25.99	22.24	--
经营性净现金流（亿元）	-6.79	-67.23	51.19	-93.82
营业利润率（%）	20.92	14.22	10.27	6.48
净资产收益率（%）	13.41	9.67	5.58	--
资产负债率（%）	76.90	79.90	79.00	78.81
全部债务资本化比率（%）	52.91	60.93	58.90	57.52
流动比率（%）	155.75	163.19	164.67	169.42
经营现金流动负债比（%）	-1.75	-14.40	9.80	--
现金短期债务比（倍）	1.74	1.60	2.01	2.35
EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	2.11	1.42	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.38	10.08	13.05	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额（亿元）	314.90	382.44	374.21	479.48
所有者权益（亿元）	86.23	103.95	88.54	97.68
全部债务（亿元）	91.82	109.15	131.42	131.90
营业收入（亿元）	10.61	7.39	6.98	6.12
利润总额（亿元）	9.37	14.04	5.81	4.99
资产负债率（%）	72.62	72.82	76.34	79.63
全部债务资本化比率（%）	51.57	51.22	59.75	57.45
流动比率（%）	180.18	169.56	206.91	170.52
经营现金流动负债比（%）	7.08	-15.43	1.88	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 公司合并报表中其他流动负债中的债务已调整至短期债务；公司长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；3. 公司及公司本部 2021 年三季度财务报表未经审计，相关指标未予年化；4. 公司本部财务报表债务数据未经调整；5. “--”代表计算无意义的数

资料来源：公司提供，联合资信整理

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
AA ⁺	稳定	2021/9/16	曹梦茹、张文韬	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/6/29	李晶、刘薇	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受联发集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

联发集团有限公司

2022 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

联发集团有限公司(以下简称“公司”或“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。经增资和股权转让,截至 2021 年 9 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”)。

截至 2021 年 9 月底,公司内设产品开发中心、营销管理部、运营管理部、地产拓展部以及成本管理部等职能部门。截至 2021 年 9 月底,公司直接和间接控股子公司 194 家。

公司经营范围:房地产开发、供应链运营、物业及租赁管理。

截至 2020 年底,公司合并资产总额 964.11 亿元,所有者权益 202.50 亿元(含少数股东权益 90.28 亿元);2020 年,公司实现营业收入 239.04 亿元,利润总额 19.64 亿元。

截至 2021 年 9 月底,公司合并资产总额 1316.48 亿元,所有者权益 278.91 亿元(含少数股东权益 155.91 亿元);2021 年 1—9 月,公司实现营业收入 132.57 亿元,利润总额 9.47 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。

二、本期中期票据概况

公司拟发行联发集团有限公司 2022 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”),本次中期票据注册金额 22.20 亿元,本期发行金额 5.00 亿元,发行期限为 3+2+2 年(存续期第

3 年末及第 5 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权),偿还方式为按年付息,到期一次还本。本期中票票面利率为固定利率,由集中簿记建档结果确定。

公司本次注册 22.20 亿元中期票据,其中 18.70 亿元用于偿还本部及子公司债务融资工具,3.50 亿元用于项目建设。本期募集资金 5.00 亿元中 1.50 亿元用于归还公司本部债务融资工具,3.50 亿元用于项目建设。

本期中期票据由建发股份提供本息全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年,新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,推动经济逐季复苏,GDP 全年累计增长 2.30%,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP 首次突破百万亿大关,投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年,中国宏观政策保持连续性、稳定性,经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来,受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响,我国经济修复放缓,生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度,我国国内生产总值 82.31 万亿元,累计同比增长 9.80%,两年平均增长 5.15%,二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点,经济增长有所降速。

三大产业中,第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度,第一、

1 文中 GDP 增长均为实际增速,下同。

二产业增加值两年平均增速分别为 4.82% 和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为

4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2018 - 2020 年及 2021 年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，我国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑我国出口高增长。2021 年前三季度，我国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨

0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的

82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 万亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1—9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对我国经济产生影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度我国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金

到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

四、行业分析

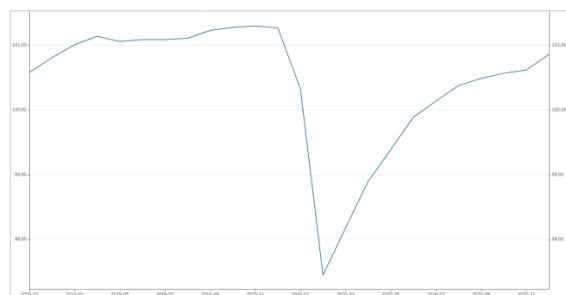
1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

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。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房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。同时，对在建项目开工产生一定影响，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影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负

转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1 2019 - 2020 年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，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较于 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比

增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 1768.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较于 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表2 2018—2020年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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24,004.52	14.46	25,228.77	14.13	26,675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55,830.65	33.64	58,157.84	32.56	63,376.65	32.82

其他资金	86,019.74	51.83	95,046.26	53.21	102,870.26	53.27
其中：定金及预收款	55,418.17	33.39	61,359.00	34.35	66,547.00	34.46
个人按揭	23,705.89	14.28	27,281.00	15.27	29,976.00	15.52
合 计	165,962.89	100.00	178,608.59	100.00	193,114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

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”，短期政策出现边际调整。2020年以来，“房住不炒”多次被强调，2020年2月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。

表3 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

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，房地产信托等非标融资渠道受限；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。

表4 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例

2020年10月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9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. 企业规模和竞争力

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，市场竞争实力强。

公司是一家以房地产开发与销售、物业租赁为主业的房地产运营商，经过30多年的发展，项目开发区域已覆盖厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、鄂州和漳州等二三线重要城市。

公司拥有房地产开发一级资质。截至2021年9月底，公司期末在建项目规划建筑面积达1007.28万平方米。2018—2020年，公司签约销售金额为349.27亿元、273.04亿元和340.48亿元。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：913502006120000284），截至2021年12月31日，公司未结清信贷信息和已结清信贷信息中，无关注类、不良/违约类贷款。整体看，公司过往信用记录良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年1月13日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构符合法律要求，运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

公司按照《公司法》和《中外合资经营企业法》等有关法律以及现代企业制度要求，不断完善公司法人治理结构，制订了《公司章程》并建立了由董事会、监事和经理层组成的法人治理结构体系，并确立了董事会、监事和经理层在决策、执行、监督等方面的职责权限、程序以及应履行的义务，形成了权力机构、决策机构、经营机构和监督机构科学分工、各司其责、有效制衡的治理结构。

根据公司章程，公司设立董事会，由7名董事组成，均由建发股份委派；设董事长1名，由董事会选举产生。董事任期四年，经委派方继续委派，可以连任。董事会是公司的最高权力机构，决定公司的一切重大事宜，行使决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的内部管理机构设置方案、制定公司的基本管理制度等职权。

公司设监事1人，由股东各方共同委派。监事依《公司法》规定行使职权，监事任期每届为三年，任期届满，经委派可以连任。公司董事、高级管理人员不得兼任公司监事。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理1名，由建发股份推荐，总经理和副总经理由董事会聘任，任期三年，经董事会同意可以连任；总经理行使主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

2. 管理水平

公司内部管理制度较为健全，整体管理运作情况良好。

在基本管理制度上，公司制定了《主要管理原则及各级组织职能纲要》，明确企业各层级企业经营管理的责权关系，主要管理类制度包括投资决策、财务和资金、子公司管理等。

土地获取方面，地产拓展部根据公司整体战略及可持续发展目标，编制新项目拓展工作的年度目标和计划。区域公司负责编制本区域

土地储备及拓展计划，定期提交市场分析报告，并配合地产拓展部开展新区域土地拓展工作。事业部配合区域公司开展前期土地信息收集，区域公司负责对意向项目原则上于公告后的 3 个工作日内提交《新项目信息通报表》，经地产拓展部、集团分管领导审核同意后，由地产拓展部提报集团领导及各职能部门。运作或收购项目，由区域公司负责撰写《项目简报》，经地产拓展部、集团分管领导审核后，由地产拓展部提报集团领导。运作或收购项目，由地产拓展部负责牵头组织开展相关工作，已有区域由区域公司负责组织项目的尽职调查工作，新区域由地产拓展部负责。

项目开发建设方面，公司采用集团公司、项目公司的两层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由项目公司完成，公司对项目公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。在销售模式方面，公司主要依靠自有的销售团队，同时辅以少量专业团队。

七、经营分析

1. 经营概况

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。受益于房地产板块结转收入及供应链运营业务的持续增长，公司营业收入快速增长；受结转项目毛利率下降影响，公司房地产开发业务毛利率大幅下降，且 2020 年处于较低水平。2021 年 1-9 月，公司收入同比增长，但受结转项目成本较高影响，综合毛利率持续下降并处于较低水平。

公司土地储备主要采用“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。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。公司开发的项目主要针对中端、高端消费者。

2018—2020 年，公司营业收入年均复合增长 12.99%，主要系近年公司房地产结转规模稳步增长以及供应链业务收入持续提升所致。

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，2018—2020 年，房地产开发业务收入占比均超过 80.00%。2018—2020 年，公司房地产开发业务收入复合增长 11.53%，主要系近年来销售规模持续增加、建设进度较为平稳所致；供应链运营业务规模逐年扩大，收入随之快速增长，年均复合增长 27.27%；公司物业及租赁管理业务收入波动增长，年均复合增长 9.84%。2019 年增幅较大主要系新增租赁面积所致。公司其他业务板块规模较小，对公司营业收入影响较小。

2018—2020 年，公司综合毛利率逐年下降，主要受房地产业务毛利率下降影响。2018—2020 年，公司房地产开发业务毛利率下滑较多主要系厦门区域毛利率较高的项目于 2018 年大规模结转拉高基期数据导致。2020 年，因结转西城首府、悦澜山等毛利率为负项目，公司毛利率大幅下降。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 132.57 亿元，同比增长 36.57%，其中，房地产开发业务实现销售收入占比 73.67%，收入大幅增长主要系房地产开发业务板块中结转的房产销售收入同比增加较多所致；综合毛利率为 7.63%，较 2020 年下降 4.02 个百分点，主要系结转项目成本增长所致，公司房地产开发业务毛利率处于较低水平。

表 5 2018—2020 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类别	2018 年			2019 年			2020 年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
房地产开发	157.01	83.85	30.62	166.26	80.88	20.52	195.31	81.71	12.17
供应链运营	21.36	11.41	1.60	29.62	14.41	1.01	34.60	14.47	0.64
物业及租赁管理	4.99	2.66	42.31	6.03	2.93	42.19	6.02	2.52	48.17

其他业务	3.90	2.08	75.38	3.65	1.77	29.67	3.11	1.30	31.51
合计	187.25	100.00	28.55	205.56	100.00	18.51	239.04	100.00	11.65

资料来源：公司审计报告

2. 开发业务

(1) 土地储备

2018-2020年，公司土地获取节奏有所放缓，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；2021年1-9月，公司加大获取土地规模，但现有土地储备中三线及以下城市占比较高，未开工土地储备规模较小，相对于开发节奏而言有所不足；公司部分城市拿地楼面均价较高，需关注后续公司盈利空间。

从近年公司土地获取情况来看，2018-2020年，在房地产调控的背景下，公司结合房地产市场变化和自身战略情况，投资节奏有所放缓，新增土地权益建筑面积逐年下降，年均复合下降28.99%。从新增土地平均楼面价来看，2018-2020年，受土地市场溢价率提升及拿地区域有所变动影响，公司获取项目楼面均价逐年增长，年均复合增长41.29%，2020年大幅增长，主要系获取厦门、深圳等区域项目楼面均价较高从而拉高整体均价所致，公司获取厦门、深圳等区域项目楼面均价较高，若未来上述区域限价政策不放松，公司盈利空间或进一步收窄。综上，2018-2020年，公司权益口径购地支出规模有所波动。

2021年1-9月，公司获取土地16块，权益建筑面积合计133.79万平方米，已超过2020年全年，楼面均价1.14万元/平方米，获取项目主要位于福建、重庆、厦门及合肥等区域。

表6 2018-2020年公司新增土地及项目情况
(单位：块、万平方米、亿元、元/平方米)

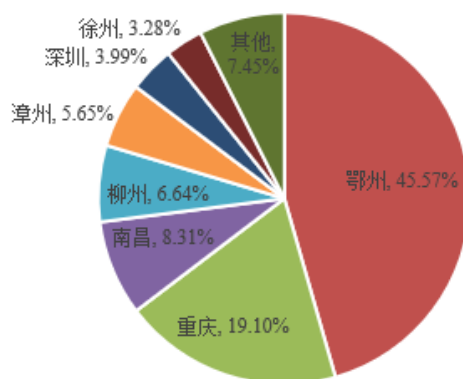
获取时间	土地获取数量	新增土地权益建筑面积	新增权益土地投资额	新增土地平均楼面价
2018年	20	213.61	111.62	5735.00
2019年	17	191.20	164.70	7572.00
2020年	17	107.70	123.31	11449.40

注：数据口径为权益口径

资料来源：公司提供

截至2021年9月底，公司未开工土地储备的权益计容建筑面积为240.07万平方米。从布局来看，主要位于鄂州、重庆等区域，公司土地储备中三线及以下城市(占58.97%)占比较高。相较近年来开发规模，公司未开工土地储备规模较小，且鄂州单个项目体量较大，当地市场容量有限，难以快速去化。

图2 截至2021年9月底公司未开工土地储备规划建筑面积区域占比情况



注：其他区域占比小于3%
资料来源：公司提供

(2) 项目开发建设

近年来，公司开工节奏波动较大，2019年受前期开工力度大及项目储备相对不足的影响，新开工同比大幅下滑，2020年有所恢复；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。

从项目开发数据来看，2019年受前期开工力度大及项目储备相对有限的影响，新开工面积规模较小，2020年有所恢复；房屋竣工面积同比增长66.95%。在上述因素共同影响下，2020年期末在建面积有所下降。

2021年1-9月，公司加大开工力度，新开工面积达2020年全年开工规模94.37%；竣工面积规模较小，主要系公司项目集中四季度竣工；期末在建面积较2020年底增长28.39%。

表 7 公司项目开发建设情况
(单位: 万平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-9 月
新开工面积	416.27	138.79	259.50	244.88
房屋竣工面积	176.69	177.51	296.36	83.81
期末在建面积	642.92	604.18	567.32	728.39

注: 统计口径为权益口径

资料来源: 公司提供

截至 2021 年 9 月底, 公司在建项目规划建筑面积合计 1007.28 万平方米(权益规划建筑面积为 728.39 万平方米)。从项目的开发资金情况来看, 公司在建项目计划总投资额 1247.22 亿元, 尚需投资 389.91 亿元, 权益尚需投资 281.97 亿元, 考虑到公司拟建项目支出及后续补充获取项目支出, 未来存在一定的资本支出压力。

(3) 销售情况

受推盘节奏以及市场因素影响, 公司 2019

年协议销售规模有所下滑, 2020 年公司推盘货值增加, 签约销售规模随之增加。公司剩余可售项目规模尚可, 但其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。

2018—2020 年, 公司协议销售面积逐年下降。其中, 2019 年, 公司协议销售金额大幅下降, 主要系供货有所减少, 同时, 天津、鄂州及重庆区域市场销售不及预期所致。2020 年, 随着公司厦门项目推盘销售, 协议销售均价同比增长 35.19%, 但协议销售面积小幅下降。受此影响, 公司协议销售金额同比增长 24.70%。2021 年 1—9 月, 公司协议销售面积同比增长 31.11%, 协议销售金额同比增长 43.82%; 协议销售均价为 1.58 万元/平方米。公司 2020 年获取土地楼面价相对于其近年来销售价格处于很高水平, 需关注其未来销售情况。

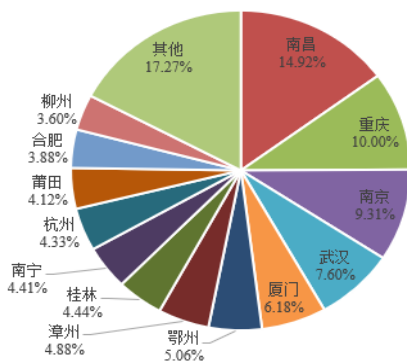
表 8 2018—2020 年及 2021 年 1—9 月公司销售情况 (单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-9 月
协议销售面积	317.29	252.97	233.59	200.30
协议销售金额	349.27	273.04	340.48	316.87
协议销售均价	1.10	1.08	1.46	1.58

注: 协议销售面积、协议销售金额及协议销售均价为全口径
资料来源: 公司提供

从公司在建在售项目和库存项目来看, 截至 2021 年 9 月底, 公司全口径总可售面积(在建总可售+完工总可售)为 1394.18 万平方米, 尚余可售面积²为 493.87 万平方米, 区域分布如下图所示。

图 3 截至 2021 年 9 月底公司尚余可售项目全口径规划建筑面积区域占比情况



注: 其他区域占比小于 3%
资料来源: 公司提供

从公司近两年销售情况看, 目前项目尚余可售规模可满足 2 年半左右的销售, 可售规模尚可。

截至 2021 年 9 月底, 公司在建在售项目去化率 45.63%, 主要系部分项目分期开发所致。公司剩余可售项目中三线及以下城市占比较高(占 31.35%), 未来其销售去化或将存在一定的不确定性。

3. 物业及租赁管理业务

公司持有物业主要分布在厦门市, 物业类型多样; 目前公司持有型物业盈利稳定, 物业地理位置较好, 可为公司提供稳定的现金流。

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。截至 2021 年 9 月底, 公司持有性物业面积约为 119.02

² 尚余可售口径=在建尚余可售+完工尚余可售

万平方米，主要位于厦门市，地理位置较好，除部分新开业物业外，平均出租率在90%以上，该部分业务收入比较稳定。

2018—2020年，公司物业租赁及管理业务收入分别为4.99亿元、6.03亿元和6.02亿元。2021年1—9月，公司物业租赁及管理业务收入6.03亿元。

4. 经营效率

公司整体经营效率指标处于较好水平。

2018—2020年，公司存货周转次数为0.36次、0.33次和0.36次；总资产周转次数分别为0.32次、0.27次和0.27次。与同行业公司比较，公司经营效率指标处于较好水平。

表9 房地产开发类上市公司2020年经营效率指标

公司名称	存货周转（次）	总资产周转（次）
北京天恒置业集团有限公司	0.13	0.09
南京高科股份有限公司	0.16	0.09
公司	0.36	0.27

注：公司数据由联合资信计算，其他公司数据引自 Wind。联合资信与 Wind 的计算口径存在少许差异
数据来源：Wind

5. 未来发展

公司未来发展规划较为清晰，符合其自身发展特点。

公司立足厦门，推进全国区域性布局。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，深耕已有城市房地产市场，并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。海外项目方面，目前在做好现有项目的基础上，公司考虑继续拓展其他好的项目；文化创意和产业用地的等业务规模争取年均增幅达到15%以上。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018年度财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所对2018年的财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供了2019—2020年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年三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。

截至2020年底，公司合并资产总额964.11亿元，所有者权益202.50亿元（含少数股东权益90.28亿元）；2020年，公司实现营业收入239.04亿元，利润总额19.64亿元。

截至2021年9月底，公司合并资产总额1316.48亿元，所有者权益278.91亿元（含少数股东权益155.91亿元）；2021年1—9月，公司实现营业收入132.57亿元，利润总额9.47亿元。

2. 资产质量

近年来，伴随着房地产业务规模扩张，公司存货规模逐年增长，带动资产总额增长。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去化及跌价风险；公司资产受限规模较大，资产流动性一般。

表10 2018—2020年及2021年9月末公司资产主要构成

科目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年9月末	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	603.45	90.19	761.75	91.15	860.11	89.21	1204.77	91.51
货币资金	82.03	13.59	98.10	12.88	115.59	13.44	135.45	11.24
预付款项	2.88	0.48	11.99	1.57	52.82	6.14	6.62	0.55
其他应收款	42.15	6.99	45.34	5.95	54.45	6.33	0.00	0.00
存货	451.45	74.81	572.54	75.16	605.05	70.35	898.21	74.55

非流动资产	65.65	9.81	73.97	8.85	104.00	10.79	111.71	8.49
债权投资	0.00	0.00	2.13	2.87	5.67	5.45	5.67	5.08
其他非流动金融资产	0.00	0.00	3.88	5.24	5.19	4.99	4.96	4.44
长期股权投资	13.50	20.56	19.43	26.27	22.29	21.43	27.17	24.33
投资性房地产	26.82	40.86	30.64	41.42	52.51	50.50	52.24	46.76
递延所得税资产	13.26	20.20	13.60	18.38	13.87	13.33	16.72	14.97
资产总额	669.10	100.00	835.72	100.00	964.11	100.00	1316.48	100.00

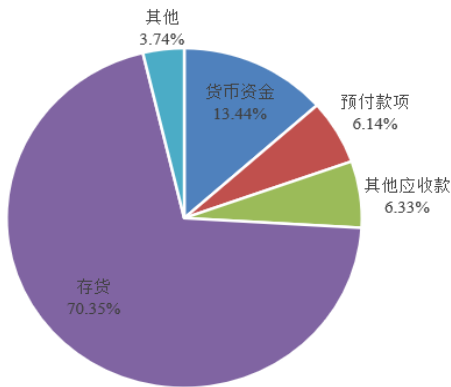
资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长20.04%。截至2020年底，公司合并资产总额964.11亿元，较上年底增长15.36%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占89.21%，非流动资产占10.79%。公司资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

2018—2020年末，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长19.39%。截至2020年底，公司流动资产860.11亿元，较上年底增长12.91%，主要系货币资金、预付款项和存货等增长所致。公司流动资产构成如下图所示。

图4 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长18.71%。截至2020年底，公司货币资金115.59亿元，较上年底增长17.83%，主要系销售规模扩大回款增加所致。货币资金中有4.98亿元受限资金，受限比例较小，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、按揭贷款保证金、经营性贷款保证金、项目施工保证金和预售保证金等。

2018—2020年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长13.65%。截至2020年底，公司其他应收款54.45亿元，较上年底增长20.09%，主要系建发股份合并范围外及合作方经营往来款项增加所致。从账龄分布看，一年以内的其他应收款占99.90%，公司其他应收款以一年以内为主；从构成来看，其他应收款以合并范围外及合作方经营往来款（占比为62.71%）和保证金及押金（占比为6.08%）为主，往来款为合作项目经营性往来，回收风险不大；期末余额前五大其他应收款合计为27.40亿元，占比为43.05%，集中度较高，为联营公司往来款及合作开发项目往来款。

2018—2020年末，公司预付款项持续增长，年均复合增长328.49%。截至2020年底，公司预付款项52.82亿元，较上年底增长340.50%，主要系房地产业务预付土地出让金增加所致。

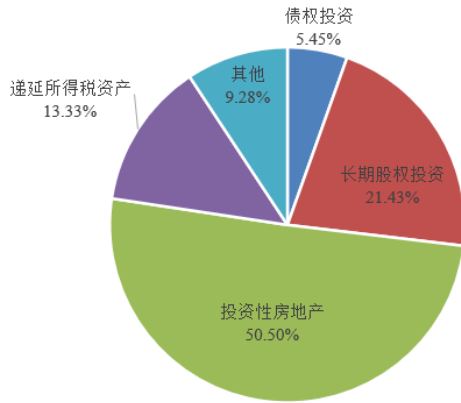
2018—2020年末，公司存货持续增长，年均复合增长15.77%。截至2020年底，公司存货605.05亿元，较上年底增长5.68%，主要系在建项目规模增加所致。从存货构成来看，主要由开发成本（占比为91.12%）和开发产品（占比为8.51%）构成。2020年，公司新增计提跌价准备6.53亿元，截至2020年底，公司累计计提存货跌价准备11.48亿元，主要为天津荣颂庭院、重庆西城首府和南京翡翠方山项目，系当地市场不及预期所致。考虑到公司存货位于三四线城市的占比仍较高，且一二线项目获取成本较高，若未来限价政策不放松，公司仍将面临一定的去化及减值风险。

(2) 非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长25.86%。截至2020年

底，公司非流动资产 104.00 亿元，较上年底增长 40.59%，主要系公司更改投资性房地产计量方式，投资性房地产大幅增长所致。公司非流动资产构成如下图所示。

图5 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018年公司无债权投资，2019—2020年末，公司债权投资为 2.13 亿元和 5.67 亿元。截至 2020 年底，公司债权投资较上年底增长 166.68%，主要系新增招商证券资产支持专项计划（优先级）所致。公司债权投资主要为招商证券资产支持专项计划（优先级）和长江证券-资产支持专项计划（优先级），占比分别为 76.49% 和 20.95%。

2018—2020 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 28.49%。截至 2020 年底，公司长期股权投资 22.29 亿元，较上年底增长 14.71%，主要系对外投资项目增加所致。2020 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益为 4.01 亿元。

公司投资性房地产采用公允价值模式计量。2018—2019 年末，公司投资性房地产采用成本模式计量。2020 年 10 月公司投资性房地产后续计量模式由成本模式变更为公允价值模式。截至 2020 年底，公司投资性房地产账面价值 52.51 亿元，公司投资性房地产主要位于厦门，区位优势较好，评估单价为 5606.99 元/平方米，评估单价较为合理。

2018—2020 年末，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长 2.26%。截至 2020 年底，

公司递延所得税资产 13.87 亿元，较上年底增长 1.98%，较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司所有权或使用权受限的资产见下表，资产受限比例较高，主要系存货的贷款抵押所致。

表 11 截至 2020 年底公司所有权或使用权受限的资产明细（单位：亿元、%）

项目	金额	占比
货币资金	4.98	0.52
存货	277.78	28.81
一年内到期的非流动资产	0.14	0.01
其他流动资产	0.20	0.02
投资性房地产	10.79	11.19
固定资产	0.12	0.01
长期股权投资	1.96	0.20
合计	295.98	30.70

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 1316.48 亿元，较上年底增长 36.55%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 91.51%，非流动资产占 8.49%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。截至 2021 年 9 月底，公司流动资产 1204.77 亿元，较上年底增长 40.07%，主要系公司加大获取土地力度，存货有所增加所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益规模持续增长；未分配利润和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 14.47%。截至 2020 年底，公司所有者权益 202.50 亿元，较上年底增长 20.52%，主要系少数股东权益及未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 55.41%，少数股东权益占比为 44.59%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积、未分配利润和一般风险准备分别占 10.37%、0.48%、1.66%、5.36%、37.47% 和 0.08%。

公司所有者权益中少数股东权益及未分配利润占比较高，所有者结构稳定性较弱。

截至2021年9月底，公司所有者权益278.91亿元，较上年底增长37.74%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为44.10%，少数股东权益占比为55.90%。权益结构较年初变化不大。

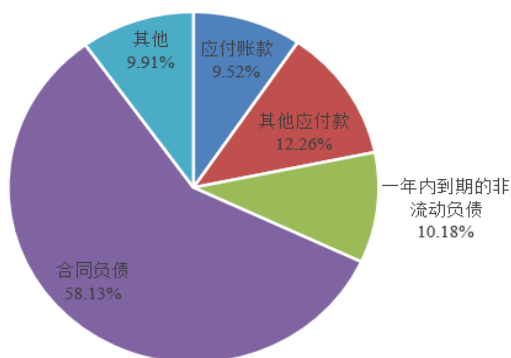
(2) 负债

2018—2020年末，公司负债规模持续扩大，负债结构以流动负债为主；公司债务规模逐年增加，债务结构及债务负担较为合理，但2023年债务到期规模较大，届时公司存在一定集中偿付压力。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长21.66%。截至2020年底，公司负债总额761.61亿元，较上年底增长14.06%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占68.58%，非流动负债占31.42%。公司负债以流动负债为主。

2018—2020年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长16.11%。截至2020年底，公司流动负债522.31亿元，较上年底增长11.90%，主要系销售规模扩大预售房款增加所致。公司流动负债构成如下图所示。

图6 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2018—2020年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长21.84%。截至2020年底，公司应付账款49.70亿元，较上年底增长16.18%，主要系应付开发成本款及应付货款增加所致。其中应付开发成本款及应付货款占比分别为

89.90%和8.89%。

2018—2020年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长3.12%。截至2020年底，公司其他应付款64.02亿元，较上年底下降22.23%，主要系资金往来款下降所致。公司其他应付款主要为合作项目往来款（占比为91.63%）。

2018—2020年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长28.30%。截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债53.17亿元，较上年底增长11.86%，主要系一年内到期的长期借款临近偿付期限转入所致，其中一年内到期的长期借款34.99亿元和一年内到期的应付债券17.18亿元。

公司预收款项及合同负债主要为预收售房款。2018—2019年末，公司预收款项为220.36亿元和257.09亿元，截至2019年底，公司预收款项较年初增长16.67%，主要系2019年结转项目较2018年规模下降所致。截至2020年底，公司合同负债为303.64亿元，其中预收房款为297.53亿元，随签约销售规模扩大而增加。

2018—2020年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长37.20%。截至2020年底，公司非流动负债239.30亿元，较上年底增长19.10%，主要系应付债券及长期应付款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占42.90%）和应付债券（占42.52%）构成。

2018—2020年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长45.86%。截至2020年底，公司长期借款102.67亿元，较上年底下降12.85%，主要系一年内到期的长期借款重分类所致，其中抵押借款占69.08%、质押借款占3.05%、保证借款占27.87%。

2018—2020年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长23.40%。截至2020年底，公司应付债券101.75亿元，较上年底增长49.88%，主要系公司新发行公司债券及中期票据所致。

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。债务方面，2018—2020年，公司全部债务持续增长，年均复合增长29.28%。

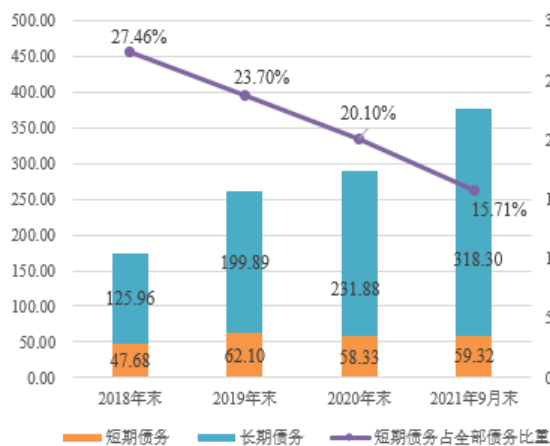
截至 2020 年底，公司全部债务较上年底增长 10.77%，主要系新增发行公司债及中期票据所致。债务结构方面，以长期债务为主。从债务指标看，2018—2020 年，公司资产负债率波动增长；全部债务资本化比率分别波动增长；长期债务资本化比率波动增长。整体看，公司债务规模持续增长，整体债务负担处于合理水平。2020 年，公司平均融资成本为 5.20%，融资成本较低。

如将永续债调入长期债务，2018—2020 年，公司全部债务分别为 188.64 亿元、276.99 亿元

和 290.21 亿元，年均复合增长 24.03%。从债务指标看，近三年，公司资产负债率分别为 79.14%、81.69%和 79.00%；全部债务资本化比率分别为 57.48%、64.41%和 58.90%；长期债务资本化比率分别为 50.25%、58.41%和 53.38%。

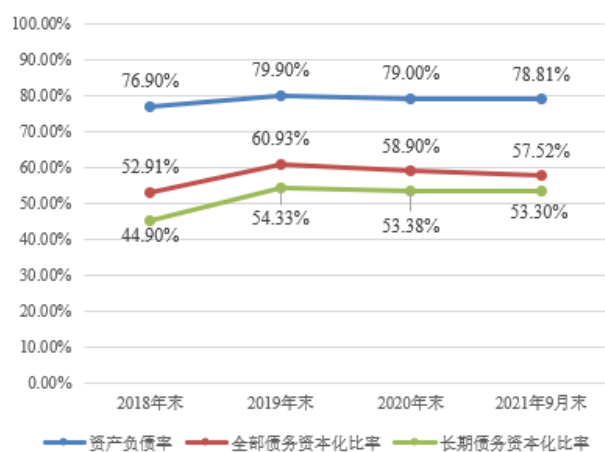
截至2021年9月底，公司负债总额1037.58亿元，较上年底增长36.23%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占68.54%，非流动负债占31.46%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

图 7 2018 - 2020 年末及 2021 年 9 月末公司债务结构
(单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 8 2018 - 2020 年末及 2021 年 9 月末公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至2021年9月底，公司全部债务377.63亿元，较上年底增长30.12%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占15.71%，长期债务占84.29%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2021年9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78.81%、57.52%和53.30%，较上年底分别下降0.18个百分点、下降1.38个百分点和下降0.08个百分点。从债务期限来看，公司2023年债务到期规模较大，届时公司存在一定集中偿付压力。

表 12 截至 2021 年 9 月底公司全部债务期限分布 (亿元)

项目	短期借款	其他流动负债	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	长期应付款	其他非流动负债	合计
2021 年 10—12 月	0.62	5.08	9.33	--	--	--	--	15.03
2022 年	7.12	--	37.02	5.22	12.75	8.48	1.00	71.59
2023 年	--	--	--	50.78	39.00	14.00	4.00	107.78
2024 年及以后	--	--	--	119.77	63.30	--	--	183.07
合计	7.74	5.08	46.36	175.77	115.05	22.48	5.00	377.47

注: 表中到期债务金额仅为有息债务金额, 与联合资信全部债务统计口径存在一定差异, 主要系联合资信统计的全部债务中包含应付票据所致; 一年内到期的非流动负债中包含一年内到期的租赁负债986万元未计入上表

资料来源: 公司提供

截至 2021 年 9 月底，公司重点财务指标情况如下所示。

表 13 截至 2021 年 9 月底公司重要财务杠杆指标情况

指标	剔除合同负债的资产负债率 (%)	净负债率 (%)	未受限现金短债比 (倍)
公司	69.34	86.23	2.01

注：剔除合同负债的资产负债率=（负债-合同负债）/（资产-合同负债）；净负债率=（全部债务-货币资金）/所有者权益；现金短债比=未受限货币资金/短期债务
资料来源：联合资信根据公司审计报告计算

4. 盈利能力

2018-2020 年，受益于结转面积增加及供应链业务规模扩大，公司营业收入持续增加；2021 年 1-9 月，营业收入同比增长；营业利润率因结转项目成本上升逐年下降，整体盈利能力下滑；公司投资收益及资产减值损失对公司利润影响较大。

营业收入分析见经营概况。

从期间费用看，2018-2020 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 5.30%。2020 年，公司费用总额为 9.04 亿元，同比增长 1.60%，同比变化不大。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 85.38%、6.70%、0.60%和 7.33%，以销售费用为主。2020 年公司销售费用为 7.72 亿元，同比增长 13.51%，主要系广告宣传费用增加所致。

非经常性损益方面，2018-2020 年，公司投资收益分别为 1.55 亿元、5.01 亿元、11.07 亿元，占营业利润比例分别为 5.35%、21.91%和 55.19%，2020 年公司投资收益大幅增长，主要系处置长期股权投资产生的收益增加所致，公

司 2020 年处置长期股权投资获得投资收益规模较大，该类投资收益不可持续，未来存在一定波动风险。2018-2020 年，公司资产减值损失波动增长，分别为 3.47 亿元、2.68 亿元和 6.65 亿元，主要为存货跌价损失。

盈利指标方面，2018-2020 年，公司总资产收益率分别为 7.04%、4.24%和 2.74%，持续下降；净资产收益率分别为 13.41%、9.67%和 5.58%，持续下降。从同行业对比来看，2020 年公司盈利指标在行业中处于中下等水平。

表 14 2020 年同行业公司盈利能力对比情况

(单位：%)

企业简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
北京天恒置业集团有限公司	25.77	1.07	0.26
南京高科股份有限公司	39.90	8.13	16.08
公司	11.65	5.58	2.43

注：对比企业数据引自 Wind，联合资信与 Wind 计算公式存在少许差异

资料来源：Wind

2021 年 1-9 月，公司实现营业收入 132.57 亿元，同比增长 36.57%，主要系结转项目增加所致；营业利润率为 6.48%，同比下降 3.03 个百分点，主要系结转项目成本增加所致。

5. 现金流

2018-2019 年，公司经营活动现金净流持续为负，2020 年由净流出转为净流入，且基本能覆盖投资活动需求。2021 年 1-9 月，公司加大获取项目力度，经营活动现金流净额由净流入转为净流出。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 15 公司现金流量情况 (单位：亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-9 月
经营活动现金流入小计	305.49	324.41	382.13	310.09
经营活动现金流出小计	312.28	391.64	330.94	403.91
经营现金流量净额	-6.79	-67.23	51.19	-93.82
投资活动现金流入小计	36.75	13.73	45.84	17.71
投资活动现金流出小计	34.98	19.58	62.48	72.35
投资活动现金流量净额	1.77	-5.85	-16.64	-54.65
筹资活动前现金流量净额	-5.02	-73.09	34.55	-148.47
筹资活动现金流入小计	143.49	253.35	295.37	305.74
筹资活动现金流出小计	138.06	164.60	289.64	153.98
筹资活动现金流量净额	5.43	88.75	5.73	151.76
现金收入比	142.56	126.31	140.79	230.86

资料来源：公司财务报表

从经营活动来看，2018—2020 年，公司经营现金流入持续增长，年均复合增长 11.84%。2019 年有所增长主要系往来款增加所致；2020 年，公司经营现金流入同比增长 17.79%，主要系销售规模扩大现金回流增加所致。2018—2020 年，公司经营现金流出波动增长，年均复合增长 2.94%。2020 年，经营现金流出同比下降 15.50%，主要系公司拿地支出减少所致。2020 年公司经营活动现金净额由负转正。

从投资活动来看，2018—2020 年，公司投资活动现金流入年均复合增长 11.69%。2020 年，公司投资活动现金流入同比大幅增长 233.81%，主要系收回投资收到的现金及收回非关联方占用资金本息增加所致。2018—2020 年，公司投资活动现金流出年均复合增长 33.66%。2020 年，公司投资活动现金流出同比大幅增长 219.04%，主要系支付非关联方占用资金增加所致。2018—2020 年，公司投资活动现金净额持续为负。

从筹资活动来看，2018—2020 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 43.47%。2020 年，公司筹资活动现金流入同比增长 16.59%，主要系循环购买基础资产收回资金所致。2018—2020 年，公司筹资活动现金流出年均复合增长 44.84%。2020 年，公司筹资活动现金净流出同比增长 75.97%，主要系偿还永续债及支付基础资产回收款（招商融创购房尾款资产支持专项计划）所致。2018—2020 年，公司筹资活动现金净额波动增长，年均复合增

长 2.81%。

从经营活动来看，2021 年 1—9 月，公司实现经营活动现金净流出 93.82 亿元，公司加大拿地力度，经营活动现金流净额由净流入转为净流出；投资活动现金净流出 54.65 亿元和筹资活动现金净流入 151.76 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现强，长期偿债指标较弱，但考虑到公司融资渠道较为畅通、销售情况良好等因素，公司整体偿债指标表现很强。

从短期偿债指标看，2018—2020 年，公司流动比率和速动比率均持续增长，经营现金流流动负债比率及现金短期债务比波动增长。截至 2021 年 9 月底，公司流动比率及现金短期债务比较上年底有所提高，速动比率则略有下降。公司流动资产对流动负债的保障程度较高，现金类资产对短期债务的保障程度强。整体看，公司短期偿债指标表现强。

从长期偿债指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 持续下降。2020 年，公司 EBITDA 同比出现下降，主要系利润总额下降所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 9.83%）、利润总额（占 88.30%）构成。2018—2020 年，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，EBITDA 对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA 持续增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债指标表现较弱。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
短期偿债指标	流动比率（%）	155.75	163.19	164.67	169.42
	速动比率（%）	39.23	40.53	48.83	43.11
	经营现金流流动负债比（%）	-1.75	-14.40	9.80	--
	现金短期债务比（倍）	1.74	1.60	2.01	2.35
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	32.26	25.99	22.24	--
	全部债务/EBITDA（倍）	5.38	10.08	13.05	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	2.11	1.42	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 9 月底，公司获得的银行综合授信额度合计 384.20 亿元，尚未使用的授信额度合计 143.24 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年 9 月底，公司对外实际担保金额为 2.04 亿元，主要系合作开发产生的对联营企业的担保，或有负债风险可控。

截至2021年9月底，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

2018—2020年，母公司资产主要由其他应收款和货币资金构成，利润主要来自投资收益；母公司层面债务负担尚可，权益稳定性较弱。

2018—2020年末，母公司资产总额波动增长，年均复合增长9.01%。截至2020年底，母公司资产总额374.21亿元，较上年底下降2.15%。其中，流动资产293.56亿元（占比78.45%），非流动资产80.65亿元（占比21.55%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占5.96%）、其他应收款（合计）（占93.90%）构成。非流动资产主要由债权投资（占7.03%）、其他非流动金融资产（占7.62%）、长期股权投资（占49.15%）、投资性房地产（占23.90%）和其他非流动资产（占11.62%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为17.51亿元。

2018—2020年末，母公司负债持续增长，年均复合增长11.77%。截至2020年底，母公司负债总额285.67亿元，较上年底增长2.58%。其中，流动负债141.88亿元（占比49.66%），非流动负债143.79亿元（占比50.34%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占80.95%）、一年内到期的非流动负债（占13.04%）构成，非流动负债主要由长期借款（占7.78%）、应付债券（占70.76%）、长期应付款（合计）（占15.63%）构成。母公司2020年资产负债率为76.34%，较2019年提高3.52个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务131.42亿元。其中，短期债务占14.07%、长期债务占85.93%。截至2020年底，母公司短期债务为18.50亿元。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率59.75%。

2018—2020年末，母公司所有者权益波动增长，年均复合增长1.33%。截至2020年底，母公司所有者权益为88.54亿元，较上年底下降14.82%，主要系偿还永续债所致。在所有者权益中，实收资本为21.00亿元（占23.72%）、资本公积合计0.42亿元（占0.47%）、未分配利润合计56.61亿元（占63.94%）、盈余公积合计10.50亿

元（占11.86%），所有者权益稳定性较弱。

2018—2020年末，母公司营业收入持续下降，年均复合下降18.89%；利润总额波动下降，年均复合下降21.24%；投资收益波动增长，年均复合增长33.39%。2020年，母公司营业收入为6.98亿元，利润总额为5.81亿元。同期，母公司投资收益为10.29亿元。

2018—2020年，母公司经营活动产生的现金流量净额分别为10.64亿元、-27.85亿元和2.67亿元；投资活动产生的现金流量净额分别为-0.66亿元、-3.15亿元和6.90亿元；筹资活动产生的现金流量净额分为2.70亿元、31.88亿元和-14.08亿元。

截至2021年9月底，母公司资产总额479.48亿元，所有者权益为97.68亿元，负债总额381.80亿元；母公司资产负债率79.63%；全部债务131.90亿元，全部债务资本化比率57.45%。2021年1—9月，母公司营业收入6.12亿元，利润总额4.99亿元，投资收益8.25亿元。2021年1—9月，公司母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为0.45亿元、-4.43亿元和4.19亿元。截至2021年9月底，母公司资产占合并口径的36.42%；母公司负债占合并口径的36.80%；母公司所有者权益占合并口径的35.02%；母公司营业收入占合并口径的4.61%；母公司利润总额占合并口径的52.70%；母公司全部债务占合并口径的34.93%。

九、外部支持

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，为公司业务开展提供了一定融资方面的支持。

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2021年9月底，厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）持股47.39%。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 200000.00 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及建发集团提供担保，截至 2020 年底，公司其他应付款中从建发股份的拆入款项为 18.75 亿元，资金成本由双方根据市场情况商定。股东对其融资方面具有一定支持。

十、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响不大，本期中期票据发行后，公司整体偿债能力很强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行金额为 5.00 亿元，本期中期票据发行金额分别占 2021 年 9 月底公司长期债务和全部债务的 1.57%和 1.32%，对公司现有债务结构影响不大。以 2021 年 9 月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 78.81%、57.52%和 53.30%上升至 78.89%、57.84%和 53.69%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金 5.00 亿元中 1.50 亿元用于归还公司本部债务融资工具，3.50 亿元用于项目建设，公司实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以 2020 年的财务数据为基础，考虑本期中期票据发行后，公司 2020 年末长期债务增至 236.88 亿元，2020 年经营活动现金流入量对发行后长期债务的保障能力尚可；2020 年经营活动现金净流量无法覆盖发行后的长期债务；2020 年 EBITDA 对发行后长期债务的保障能力一般。

表 17 本期中期票据保障能力测算

项目	2020 年	2021 年 9 月底
发行后长期债务*（亿元）	236.88	323.30
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.61	0.96

经营现金/发行后长期债务（倍）	0.22	-0.29
发行后长期债务/EBITDA（倍）	10.65	--

注：发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3. 增信措施分析

建发股份为本期中期票据提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提高了本期中期票据本息偿付的安全性。

建发股份作为以供应链运营业务与房地产业务为主业的上市公司，其供应链运营业务在业务规模、业务网络、运营价值链等方面具有较强竞争优势；其房地产板块品牌具备一定品牌知名度、综合开发实力较强。近年来，公司营业收入增长较快、供应链运营业务盈利能力稳定、房地产业务盈利能力较强。同时，联合资信也关注到房地产政策调整、公司有息债务规模增长较快、毛利率有所下滑。

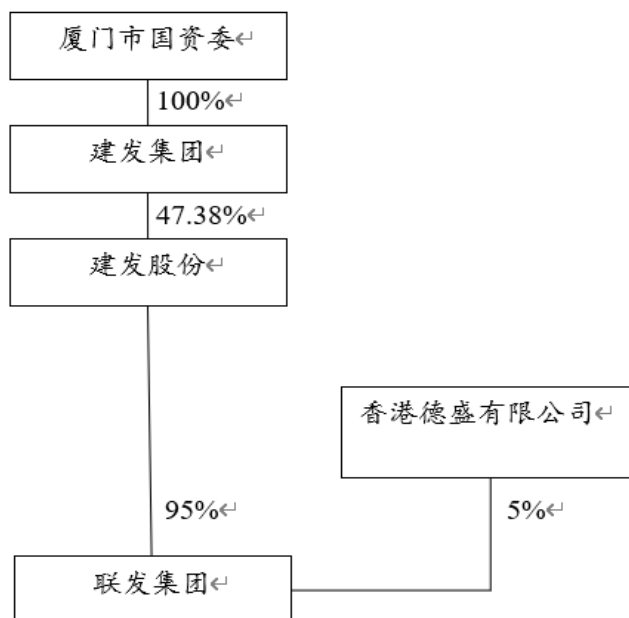
未来，随着供应链运营业务稳步发展、房地产在建项目持续销售，建发股份发展战略逐步落实，整体竞争力有望增强，经营状况有望保持良好。

经联合资信评定，建发股份主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定（详情请见附件担保方厦门建发股份有限公司 2021 年度第一期中期票据信用评级报告）。本期中期票据拟发行额度 5.00 亿元。2020 年，建发股份 EBITDA 为 143.89 亿元，为本期中期票据拟发行额度的 28.78 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 5424.30 亿元和 97.19 亿元，分别为本期中期票据拟发行额度的 1084.86 倍和 19.44 倍。

十一、结论

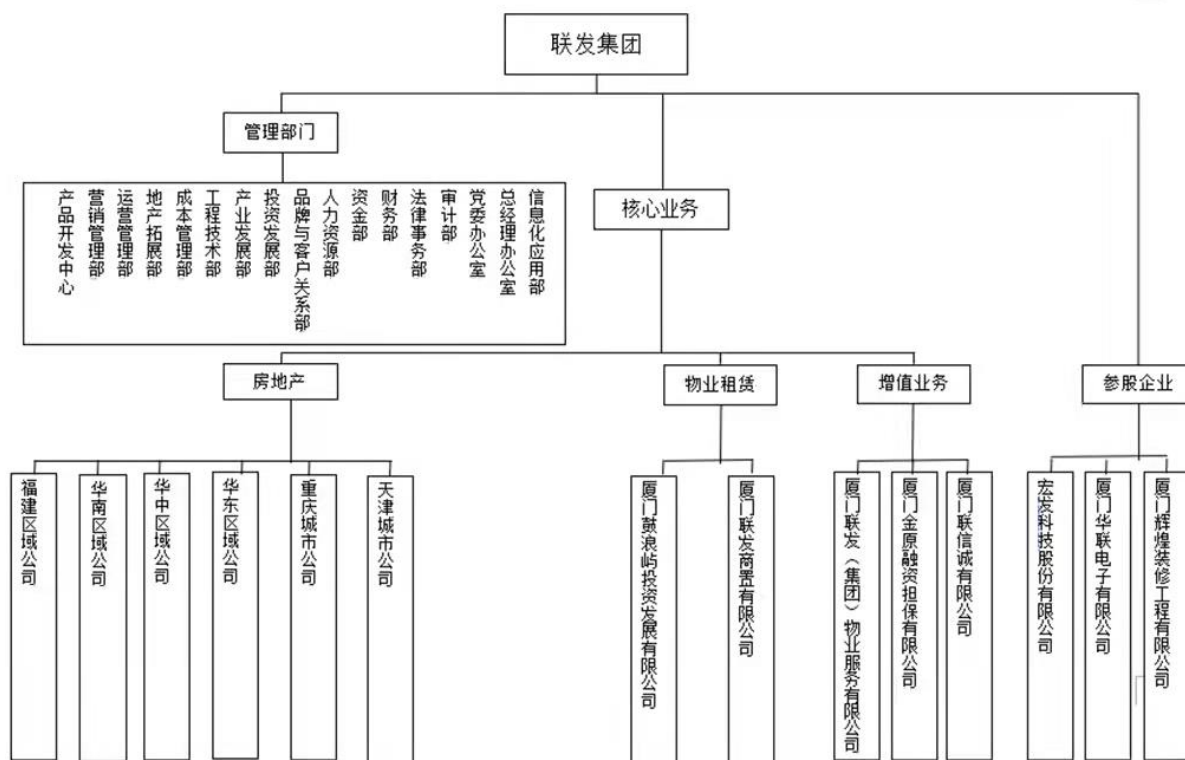
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及增信措施等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底联发集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底联发集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 9 月底联发集团有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
1	厦门联发工程管理有限公司	工程管理服务；企业管理咨询；电气设备批发	1000	100.00	投资设立
2	厦门联发欣悦里置业有限公司	物业租赁及管理	7000	70.00	投资设立
3	厦门丽轩酒店	酒店业	300	49.00	投资设立
4	厦门联信诚有限公司	贸易	6000	100.00	同一控制下企业合并
5	厦联发有限公司	贸易	17.04	100.00	投资设立
6	厦门联发智能科技股份有限公司	节能技术推广、合同能源管理	1500	52.22	非同一控制下企业合并
7	厦门汀溪小镇开发有限公司	房地产开发、物业管理、投资管理	2000	70.00	投资设立
8	厦门文都软件教育投资有限公司	软件教育产业投资、软件开发	1000	100.00	非同一控制下企业合并
9	厦门鼓浪屿投资发展有限公司	投资	10000	70.00	同一控制下企业合并
10	欣卓美（厦门）商业运营管理有限公司	物业租赁及管理	2000	100.00	投资设立
11	联发集团天津房地产开发有限公司	房地产开发	3000	100.00	投资设立
12	联发集团天津联和房地产开发有限公司	房地产开发	3000	100.00	投资设立
13	南昌联发置业有限公司	房地产开发	3000	100.00	投资设立
14	联发集团南昌联宏房地产开发有限公司	房地产开发	3000	100.00	投资设立
15	联发集团重庆房地产开发有限公司	房地产开发	5000	100.00	投资设立
16	重庆诚毅房地产开发有限公司	房地产开发	2000	80.00	非同一控制下企业合并
17	联发集团扬州房地产开发有限公司	房地产开发	40000	100.00	投资设立
18	联发集团武汉房地产开发有限公司	房地产开发	2000	100.00	投资设立
19	联发集团杭州房地产开发有限公司	房地产开发	10000	100.00	投资设立
20	联发集团杭州联嘉房地产开发有限公司	房地产开发	10000	100.00	投资设立
21	联发集团联翔（杭州）房地产开发有限公司	房地产开发	10000	100.00	投资设立
22	联发集团南京房地产开发有限公司	房地产开发	5000	70.00	投资设立
23	江门联粤房地产开发有限公司	房地产开发	2000	100.00	投资设立
24	南宁联发置业有限公司	房地产开发	10000	100.00	投资设立
25	南宁联泰房地产开发有限公司	房地产开发	10000	70.00	同一控制下企业合并
26	广西联发呈辉房地产开发有限公司	房地产开发	3000	100.00	投资设立

序号	企业名称	业务性质	注册资本（万元）	持股比例（%）	取得方式
27	柳州联发置业有限公司	房地产开发	5000	100.00	投资设立
28	联发集团桂林联盛置业有限公司	房地产开发	2000	100.00	投资设立
29	联发集团桂林益联盛置业有限公司	房地产开发	20000	100.00	投资设立
30	联发集团桂林联泰置业有限公司	房地产开发	2000	100.00	投资设立
31	联发-财通新三板资产管理计划	资产管理	5000	100.00	投资设立
32	江苏联辰置业有限公司	房地产开发	5000	100.00	投资设立
33	合肥联辉房地产开发有限公司	房地产开发	10000	100.00	投资设立
34	漳州联嘉置业有限公司	房地产开发	5000	100.00	投资设立
35	西安联宏泰房地产开发有限公司	房地产开发	2000	100.00	投资设立
36	厦门联发工程管理有限公司	工程管理服务；企业管理咨询；电气设备批发	1000	100.00	投资设立
37	厦门联发欣悦里置业有限公司	物业租赁及管理	7000	70.00	投资设立
38	厦门丽轩酒店	酒店业	300	49.00	投资设立
39	厦门联信诚有限公司	贸易	6000	100.00	同一控制下企业合并

注：上表为公司合并报表范围内一级子公司

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	83.20	99.36	117.26	139.57
资产总额（亿元）	669.10	835.72	964.11	1,316.48
所有者权益（亿元）	154.54	168.02	202.50	278.91
短期债务（亿元）	47.68	62.10	58.33	59.32
长期债务（亿元）	125.96	199.89	231.88	318.30
全部债务（亿元）	173.64	261.99	290.21	377.63
营业收入（亿元）	187.25	205.56	239.04	132.57
利润总额（亿元）	28.85	22.78	19.64	9.47
EBITDA（亿元）	32.26	25.99	22.24	--
经营性净现金流（亿元）	-6.79	-67.23	51.19	-93.82
财务指标				
销售债权周转次数（次）	22.70	31.67	40.68	--
存货周转次数（次）	0.36	0.33	0.36	--
总资产周转次数（次）	0.32	0.27	0.27	--
现金收入比（%）	142.56	126.31	140.79	230.86
营业利润率（%）	20.92	14.22	10.27	6.48
总资本收益率（%）	7.04	4.24	2.74	--
净资产收益率（%）	13.41	9.67	5.58	--
长期债务资本化比率（%）	44.90	54.33	53.38	53.30
全部债务资本化比率（%）	52.91	60.93	58.90	57.52
资产负债率（%）	76.90	79.90	79.00	78.81
流动比率（%）	155.75	163.19	164.67	169.42
速动比率（%）	39.23	40.53	48.83	43.11
经营现金流动负债比（%）	-1.75	-14.40	9.80	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.92	2.11	1.42	2.35
全部债务/EBITDA（倍）	5.38	10.08	13.05	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 公司其他流动负债中的债务已调整至短期债务；公司长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；3. 2021 年三季度财务报表未经审计，相关指标未予年化；4. “--”表示计算后无意义的数字

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	21.43	22.31	17.74	17.73
资产总额（亿元）	314.90	382.44	374.21	479.48
所有者权益（亿元）	86.23	103.95	88.54	97.68
短期债务（亿元）	18.55	28.75	18.50	5.67
长期债务（亿元）	73.27	80.39	112.93	126.23
全部债务（亿元）	91.82	109.15	131.42	131.90
营业收入（亿元）	10.61	7.39	6.98	6.12
利润总额（亿元）	9.37	14.04	5.81	4.99
EBITDA（亿元）	9.37	14.04	5.81	--
经营性净现金流（亿元）	10.64	-27.85	2.67	0.45
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	156.85	100.63	142.44	104.48
营业利润率（%）	48.14	14.40	15.84	16.09
总资本收益率（%）	4.60	6.38	2.06	--
净资产收益率（%）	9.50	13.08	5.12	--
长期债务资本化比率（%）	45.94	43.61	56.05	56.38
全部债务资本化比率（%）	51.57	51.22	59.75	57.45
资产负债率（%）	72.62	72.82	76.34	79.63
流动比率（%）	180.18	169.56	206.91	170.52
速动比率（%）	180.06	169.54	206.90	170.52
经营现金流动负债比（%）	7.08	-15.43	1.88	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部有息债务未经调整，2021 年三季度财务报表未经审计，相关指标未予年化；2. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据，相关指标未进行计算；3. 表格中“/”表示未能获取的数据，“--”表示计算后无意义的数字

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 联发集团有限公司 2022 年度第一期中期票据信用评级的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项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。

联发集团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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

联发集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对联发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，联发集团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联发集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现联发集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对联发集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如联发集团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联发集团有限公司或本期债项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联发集团有限公司联系，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。

信用评级公告

联合〔2021〕8466号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门建发股份有限公司及其拟发行的 2021 年度第一期中期票据的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，厦门建发股份有限公司 2021 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月一日

厦门建发股份有限公司

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行金额 5 亿元，上限发行金额 15 亿元

本期中期票据期限：3+N（3）年，于公司依照发行条款约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期

偿还方式：每年付息一次；如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息

偿付顺序：在破产清算时的清偿顺序等同于其他同类债务融资工具

募集资金用途：补充子公司营运资金和偿还本部有息债务

评级时间：2021 年 9 月 1 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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（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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（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以供应链运营业务与房地产业务为主业的上市公司，其供应链运营业务在业务规模、业务网络、运营价值链等方面具有较强竞争优势；其房地产板块品牌具备一定品牌知名度、综合开发实力较强。近年来，公司营业收入增长较快、供应链运营业务盈利能力稳定、房地产业务盈利能力较强。同时，联合资信也关注到房地产政策调整、公司有息债务规模增长较快、毛利率有所下滑等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

未来，随着供应链运营业务稳步发展、房地产在建项目持续销售，公司发展战略逐步落实，整体竞争力有望增强，经营状况有望保持良好。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以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 公司供应链运营业务规模较大，业务网络覆盖地域广泛，形成了较为完善的运营价值链。公司供应链运营业务上控资源、下布渠道，中间提供采购、仓储加工、物流配送等多方位服务，具备资源整合能力。公司供应链运营业务收入呈持续增长态势，盈利能力稳定。
2. 公司供应链运营业务涉及品种丰富。公司供应链运营业务涉及品种包括金属材料、浆纸产品、矿产品、农副产品、轻纺产品、能源化工产品、机电产品、汽车以及食品等，能够有效分散行业波动风险。

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	2		
			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

3. 公司房地产业务具备一定品牌知名度，综合开发实力较强，土地储备规模较大，为未来房地产开发和销售提供了良好基础。近年来，公司房地产业务区域品牌优势显著，项目储备充足。截至 2020 年底，建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”）和联发集团有限公司（以下简称“联发集团”）期末土地储备面积分别为 1199.45 万平方米和 639.23 万平方米。
4. 公司房地产业务稳定发展，盈利能力较强；销售规模迅速上升，预收售房款规模很大，为未来收入结转提供支撑。2018—2020 年，公司房地产业务收入分别为 439.99 亿元、497.90 亿元和 824.15 亿元，2020 年同比大幅增长 65.52%。2020 年，建发房地产和联发集团分别实现净利润 53.13 亿元和 11.30 亿元。截至 2020 年底，公司合同负债为 1096.94 亿元，其中预收售房款 981.45 亿元，同比增长 38.25%。
5. 公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。公司 2020 年 EBITDA 为 143.89 亿元，为本期中期票据发行额度上限（15.00 亿元）的 9.59 倍。

关注

1. 土地储备位于调控城市的比例较高，未来项目销售受政策影响较大。公司房地产部分开发项目位于调控城市，未来随着调控政策持续执行，公司部分项目可能面临一定去化压力，对销售回款产生不利影响。
2. 公司有息债务规模增长较快，整体债务负担持续加重。截至 2021 年 6 月底，公司全部债务为 1885.83 亿元，较 2020 年底大幅增长 61.08%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 81.65%和 63.89%，较 2020 年底分别增加 3.88 个百分点和 6.25 个百分点。
3. 权益稳定性较弱。截至 2020 年底，公司所有者权益中少数股东权益占 55.39%，归属于母公司所有者权益中未分配利润占 74.72%。
4. 毛利率下滑，经营活动产生的现金流量净额波动大。供应链业务商品采购价格的波动和房地产结转项目毛利率水平的差异导致公司毛利率持续下降；受供应链销售回款、房地产土地购置支出和预售款周期波动的影响，公司经营活动产生的现金流量净额波动大。

5. 本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，清偿顺序等同于其他同类债务融资工具。本期中期票据具备递延利息约束条款，但票面利率跃升空间有限，在破产清算时的清偿顺序等同于其他同类债务融资工具。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产(亿元)	243.96	360.66	544.57	706.16
资产总额(亿元)	2174.54	2953.99	3871.57	5810.22
所有者权益(亿元)	544.18	661.04	860.58	1065.99
短期债务(亿元)	206.42	348.20	310.29	896.41
长期债务(亿元)	513.87	619.09	860.44	989.42
全部债务(亿元)	720.29	967.29	1170.72	1885.83
营业总收入(亿元)	2803.82	3372.39	4329.49	2908.12
利润总额(亿元)	104.93	110.55	121.07	44.46
EBITDA(亿元)	129.39	128.64	143.89	--
经营性净现金流(亿元)	47.80	112.15	97.19	-516.98
营业利润率(%)	6.88	5.91	4.81	3.16
净资产收益率(%)	14.02	12.05	9.51	--
资产负债率(%)	74.98	77.62	77.77	81.65
全部债务资本化比率(%)	56.96	59.40	57.63	63.89
流动比率(%)	174.73	161.33	163.96	144.07
经营现金流流动负债比(%)	4.32	6.75	4.57	--
现金短期债务比(倍)	1.18	1.04	1.76	0.79
EBITDA 利息倍数(倍)	2.80	2.82	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.57	7.52	8.14	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额(亿元)	209.45	224.38	253.83	439.27
所有者权益(亿元)	96.15	93.72	112.39	126.93
全部债务(亿元)	22.01	23.88	31.59	134.13
营业收入(亿元)	19.32	13.61	11.50	11.58
利润总额(亿元)	8.10	12.18	13.17	1.78
资产负债率(%)	54.09	58.23	55.72	71.10
全部债务资本化比率(%)	18.63	20.30	21.94	51.38
流动比率(%)	119.02	114.37	124.92	96.10
经营现金流流动负债比(%)	23.64	5.32	6.11	--

注：1. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2021 年 1—6 月财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 合并口径其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算；4. 部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，差异系指标计算口径不同造成

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

主体评级历史：见附件

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，联合资信评估股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；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

2021 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”或“公司”）系经厦门市人民政府厦府（1998）综034号文批准，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）独家发起，于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司。建发集团将本部与供应链运营业务相关的进出口业务部门及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司、厦门建发包装有限公司、厦门建发保税品有限公司和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入（折为国有法人股13500万股）。经中国证券监督管理委员会证监发字（1998）123号文和证监发字（1998）124号文批准，公司于1998年5月25日公开发行了人民币普通股（A股）5000万股，并于同年6月16日在上海证券交易所上市交易，股票简称“建发股份”，股票代码“600153.SH”。至此，公司总股本为18500万股，其中建发集团持有13500万股，持股比例72.97%；社会公众持有5000万股，持股比例27.03%。

其中建发集团持股比例 47.38%，为公司第一大股东。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”）持有建发集团 100%股权，为公司实际控制人。

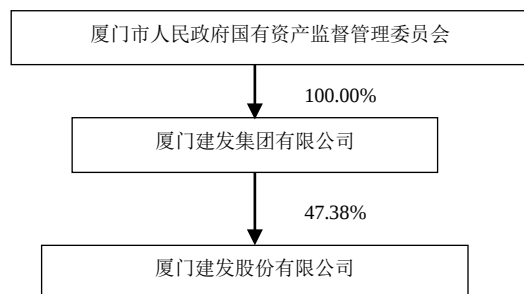
公司主营业务为供应链运营和房地产业务。截至 2020 年底，公司内设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部、信息化应用部等部门，拥有在职员工 20895 人。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 3871.57 亿元，所有者权益合计 860.58 亿元（含少数股东权益 476.71 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 4329.49 亿元，利润总额 121.07 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 5810.22 亿元，所有者权益合计 1065.99 亿元（含少数股东权益 643.72 亿元）。2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 2908.12 亿元，利润总额 44.46 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。

图 1 截至 2021 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

经过多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2021 年 6 月底，公司注册资本为 28.64 亿元，总股本为 28.64 亿股，

二、本期中期票据概况

公司于2021年8月注册DFI（中市协注（2021）DFI28号），本次计划发行2021年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行金额5.00亿元，发行金额上限15.00亿元，发行期限为3+N（3）年期，于公司依照发行条款约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司计划将募集资金用于补充子公司营运资金和偿还本部有息债务。本期中期票据无担保。本期中期

票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息）。

在赎回选择权方面，每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。如公司选择赎回，则于赎回日前20个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前20个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

在利率方面，本期中期票据前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档确定，在前3个计息年度内保持不变。前3个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差²。第3个计息年度末为首个票面利率重置日，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满3年的对应日（如遇法定节假日，则顺延至其后的1个工作日，顺延期间不另计息）。

如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始，每3年票面利率调整为当期基准利率³加上初始利差再加上300个基点，票面利率公式为：当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs，在之后的3个计息年度内保持不变。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准

利率加上初始利差再加上300个基点确定。加点后的票面利率以10%为限。

在偿付顺序方面，本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于其他同类债务融资工具。

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。

强制付息事件是指在本期中期票据付息日前12个月内，如果公司向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）或减少注册资本（股权激励导致的减资事项除外），公司不得递延支付当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。公司有利息递延支付的情形时，在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前，不得向普通股股东分红（国有独资企业上缴利润除外）或减少注册资本（股权激励导致的减资事项除外）。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于其他同类债务融资工具。

（2）本期中期票据如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点，在之后3个年度内保持不变。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据的利息递延支付方面，公司在不发生强制付息事件情况下，仍可自行选择在付息日递延支付利息，但每笔递延利息

¹初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为2年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

²初始利差为首个2年期票面利率与初始基准利率之间的差值。

³当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为2年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

在递延期间应按当期票面利率累计计息，利息递延支付的可能性较小。

(4) 强制付息事件方面，公司系上市公司，近三年连续向普通股股东分红，利息递延支付的可能性小。

综上分析，本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点，具备递延利息约束条款，但票面利率跃升空间有限，在破产清算时的清偿顺序等同于其他同类债务融资工具。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，推动经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，

GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29%和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10%和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表1 2018—2021年上半年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	38.60
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	36.00
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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；4. 城镇调查失业率指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上年低基数等因素影响，1—5 月 PPI 同比涨幅逐月走高至 9.00%；6 月涨幅小幅回落至 8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格 6 月小幅回落。PPI 同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2020 年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至 6 月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在 11.00%。上半年新增社融 17.74 万亿元，虽同比少增 3.09 万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先

降后升。二季度以来 M2-M1 剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得 M1 增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增 5015.00 亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了 M2 的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入 11.71 万亿元，同比增长 21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的 59.25%，上半年财政收入增速较快。从结构上看，全国税收收入 10.05 万亿元，同比增长 22.50%；非税收入 1.67 万亿元，同比增长 17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出 12.17 万亿元，同比增长 4.50%，支出进度仅为全年预算的 48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入 3.91 万亿元，同比增长 24.10%。其中国有土地使用权出让收入 3.44 万亿元，同比增长 22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 4.17 万亿元，同比下降 7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021 年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区的散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至 6 月的 5.00%，低于上年同期 0.70 个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为 5.20%，低于 5.50% 左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入 24125 元，同比名义增长 11.4%，扣除价格因素，实际增长 10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合

理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年底明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021 年上半年经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

(1) 国际贸易

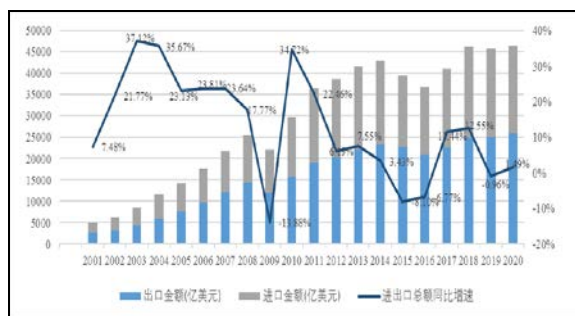
近年来，世界经济增速放缓，不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升。2020 年，面

对严峻复杂的国内外形势和新冠肺炎疫情冲击，中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，2020 年全年外贸出口明显好于预期，外贸规模再创历史新高。

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，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，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。2020 年以来，新冠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。海关数据显示，2020 年一、二季度，中国进出口增速分别为-6.5%和-0.2%，外贸发展面临较大困难。中国政府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。从三季度开始，中国外贸行业回暖。由于疫情影响，海外生产面临停滞，中国承担起了为全世界生产订单的重任。随着纺织市场的爆发，整个外贸行业形势高涨，数码电子产品、皮鞋、大型机械等订单也在持续增长。根据海关总署发布的数据，2020 年，中国货物贸易进出口总值 46462.57 亿美元，同比增长 1.49%。其中，出口 25906.46 亿美元，同比增长 3.65%，创造了中国出口规模的新高；进口 20556.12 亿美元，同比下降 1.10%；贸易顺差 5350.34 亿美元，同比增加 27.06%。

图2 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

从贸易产品结构看，2020年，在对外贸易产品构成中，工业制品的份额进一步扩大，全年工业制品出口规模达24751.46亿美元，同比增长4.6%。工业制品的出口份额越来越大，但中国的出口依然是以基础制造产品为主，结构失衡的情况还比较突出。

从区域分布上看，美国依然是中国最大的单一贸易伙伴国，日本与韩国是中国第二和第三大贸易伙伴国。虽然中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，但基于2019年末达成的贸易协议以及双方的经济结构，叠加疫情对美国的影响，2020年中美双边贸易保持较快增长；亚洲是中国对外贸易的最主要地区，全年贸易额达23865.6亿美元，同比增长0.8%，占中国对外贸易总额的51.4%；由于英国脱欧，中国与欧盟的贸易统计剔除了与英国的贸易数据，欧盟在中国的对外贸易中跌至第二位，中欧双边贸易总额（剔除英国数据）占中国对外贸易的13.9%；非洲和拉美地区的贸易依然没有明显增长。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口总额为9.37万亿元人民币，较2019年增长1%，同比增速较上年下降9.8%，略低于整体增速。

从外贸参与主体来看，2020年，私营企业继续展现出极强的贸易活力，而国有企业在对外贸易中的占比进一步缩小。2020年，中国进出口总额中，私营企业占45.2%，较2019年提升了4.1个百分点，国有企业占14.3%，份额较2019年下跌2.6个百分点，外商投资企业进出

口总额同比下降1.4%，占中国对外贸易份额的比重为38.7%。

（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，2019年社会消费品零售总额保持增长，但增速小幅下滑；受疫情影响，2020年社会消费品零售总额呈现负增长。

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。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%。2020年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额391981亿元，比上年名义下降3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

图3 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：Wind，联合资信整理

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

2020年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得物流行业运行环境受到前所未有的严峻挑战，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本

本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。随着复工复产的推进，二季度以来中国物流规模增长持续恢复，全年社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓。未来全球范围内物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。

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。近年来，中国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。2020年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得宏观经济经受到前所未有的严峻挑战，从规模总量看，2020年全国社会物流总额300.1万亿元，按可比价格计算，同比增长3.5%。分季度看，一季度、上半年和前三季度增速分别为-7.3%、-0.5%和2.0%，物流规模增长持续恢复，四季度增速回升进一步加快。

图4 近年来中国社会物流总额及增长情况
(单位: 万亿元)



注：右坐标轴为同比增长率

资料来源：Wind，联合资信整理。

2020年以来，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。物流企业持续发挥民生保障作用，随着复工复产的推进，物流行业供需两端逐步回升，并加强与汽车、家电、电子、医药等制造、商贸流通业的深度融合，服务能力进一步提高，具备专业能力与服务质量的物流龙头企业收入规模保持增长。2020年，中国物流与采购联合会和中国物流信息中心数据显

示，中国物流企业50强实现物流业务收入1.1万亿元，同比增长15%，第50名的企业物流营业收入超过37亿元，同比增长19%。

展望2021年，物流需求稳定持续回升仍存在不确定性。从全球发展来看，2021年疫情对经济的影响将逐步衰减，但国际政治力量分化、地缘政治影响和逆全球化趋势仍会长期存在，世界经济稳定复苏仍面临挑战。结合2020年四季度数据来看，出口带动的工业物流需求或将延续增长态势，消费相关需求增速保持平稳。部分传统制造领域、消费升级领域复苏动力较前期有所趋稳，物流需求分化、结构不均衡的趋势可能更明显。

(4) 大宗商品供应链管理服务行业

近年来，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，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。2020年以来，在疫情冲击下，中国大宗商品价格指数于4月降至全年低点，而后随着疫情得到有效控制以及全球范围内出台各类经济刺激计划，大宗商品价格指数快速上升，波动增长至历史高位。

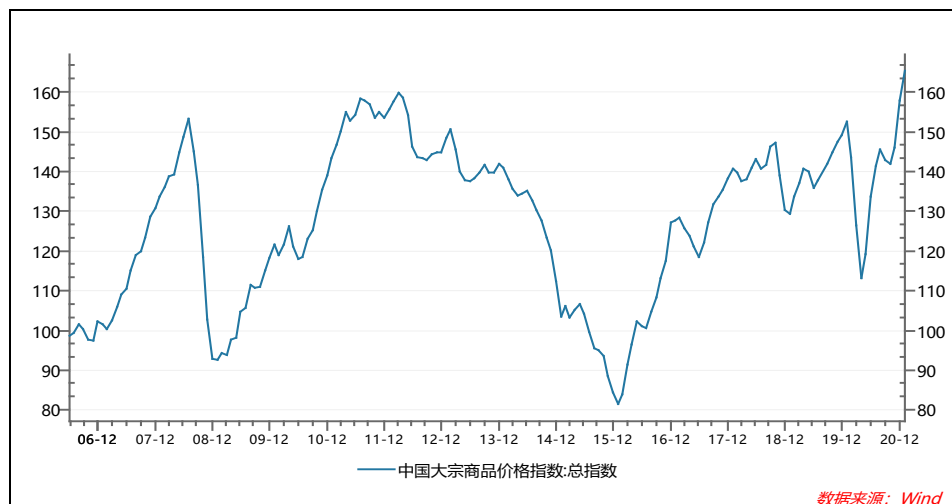
供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。

从中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，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗

商品市场的改革红利初显，截至 2019 年底，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国率先实现对疫情的有效控制，以及全

球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，结合疫情冲击下海外供给端尚未充分恢复，中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨、全年进口量创新高，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至近十年来的历史高位。

图 5 近年来中国大宗商品价格指数变动情况



资料来源：Wind，联合资信整理

中国大宗商品供应链行业市场容量大、产品差异小、市场参与者众多，行业集中度较低。随着中国经济的升级转型，对于大宗商品供应链企业来说，依附行业需求量的高速增长以及通过信息不对称赚取行情价差的贸易模式已经难以为继，现代供应链服务走向一体化、信息化和智能化的发展方向。大宗商品供应链企业将利用大宗采购和分销渠道，整合运输、仓储等物流和加工资源，并通过供应链金融等融资方式为客户提供全程服务的流通服务，通过对物流、信息流、商流、资金流的控制和运作，实现高效率、低成本运营。

2. 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，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，

全国房地产市场景气度逐步回升。

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。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房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。同时，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影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速

逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 6 2019—2020 年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，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较于 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

3. 区域经济概况

厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，2020 年经济运行保持平稳增长态势。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《2020 年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值（GDP）6384.02 亿元，按可比价格计算，比上年增长 5.7%。其中，第一产业增加值 28.89 亿元，增长 2.5%；第二产业增加值 2519.84 亿元，增长 6.1%；第三产

业增加值3835.29亿元，增长5.5%。三次产业结构为0.4：39.5：60.1。厦门市全市户籍人口273.18万人，户籍人口城镇化率86.99%。全体居民人均可支配收入58140元，比上年增长4.1%。

工业方面，2020年厦门市全年规模以上工业增加值增长6.0%。全市规模以上工业企业2343家，其中产值超亿元企业814家，合计产值占规模以上工业的91.1%。电子、机械两大支柱产业共有规模以上工业企业1204家，占规模以上工业企业数的51.4%，合计工业产值占规模以上工业的67.7%。

固定资产方面，2020年厦门市固定资产投资（不含农户）比上年增长8.8%。分产业看，第一产业投资增长207.0%，第二产业投资增长12.3%，第三产业投资增长8.1%。工业投资增长12.9%，其中制造业投资增长8.6%。房地产开发投资增长17.4%。其中，住宅投资687.85亿元，增长23.0%；办公楼投资64.61亿元，下降34.6%；商业营业用房投资90.60亿元，增长3.0%。全市房地产房屋施工面积3616.04万平方米，下降11.6%；房屋新开工面积405.68万平方米，下降19.7%。

内贸方面，2020年厦门市社会消费品零售总额2293.87亿元，比上年增长1.6%。按消费形态分，商品零售1964.46亿元，增长2.6%；餐饮收入329.41亿元，下降4.3%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值6915.77亿元，比上年增长7.8%，其中出口3572.92亿元，增长1.2%；进口3342.85亿元，增长16.0%。

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。2020年，自贸区厦门片区位列全国营商环境排名的第15位，较2014年挂牌前上升46位，厦门市成为国家发改委发布的《中国营商环境报告》列明的全国营商环境标杆城市，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年6月底，公司注册资本为28.64亿元，总股本为28.64亿股，其中建发集团持股比例为47.85%，为公司第一大股东。厦门市国资委持有建发集团100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是一家以供应链运营和房地产业务为主的现代服务型企业。公司供应链运营业务涉及品种类型较多，业务网络覆盖地域广，形成了完善的运营价值链，进出口贸易额规模位居全国前列；房地产业务具有一定品牌知名度，综合开发实力较强。

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、农副产品、轻纺产品、能源化工产品、机电产品以及汽车、食品等。

经过多年发展，公司已与170多个国家和地区建立了业务关系。除自有仓储资源外，公司在全国主要物流节点区域设有超过2000个合作仓库。公司拥有健全的业务网络和丰富的物流资源、雄厚的资金实力和高素质的专业人才队伍，能够有机整合商品、市场、物流、金融和信息资源，为客户定制个性化的供应链服务产品，挖掘供应链运营环节潜在的增值机会。同时，公司拥有完备的风控体系和健全的决策机制，能够保障公司供应链业务的安全性。

公司进出口贸易额连续多年位居国外贸易500强前列和福建省第三产业300大企业净出口业务类别首位。2020年，根据财富杂志“中国上市公司500强”排行榜，公司位列第31位。公司股票为“中证500指数”“上证公司治理指数样本股”等重要指数样本股。

公司房地产业务由其下属控股子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，注册资本 21.00 亿元，持股比率 95.00%）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 20.00 亿元，公司持股 54.65%）运营。联发集团位列“2021 中国房地产百强企业”第 43 位，并荣获“2020 中国房地产开发企业稳健经营 3 强”“2020 中国房地产百强企业运营效率 TOP10”等荣誉。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，连续多年荣登中国房地产开发企业综合发展 10 强，并位列“2021 中国房地产开发企业 50 强”第 36 位。

3. 人员素质

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

截至2021年6月底，公司共有董事9位（含3位独立董事），监事3位，高级管理人员6位。公司高管人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

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

公司总经理林茂先生，出生于 1968 年，大学本科学历，硕士学位，高级会计师；历任建发集团财务部副经理，公司证券部经理、董事会秘书、副总经理等职；现任公司党委委员、董事、总经理，厦门建发纸业有限公司董事长，厦门星原融资租赁有限公司董事长等职。

截至2020年底，公司共有在职员工20895人，按照教育程度划分，本科及以上学历占比52.01%，大专学历占比26.00%，高中及以下学历占比21.99%；按岗位职责划分，业务人员占70.12%，技术人员占17.12%，财务人员占3.42%，其他人员占9.34%。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（授信机构版，中征码：3502000001160230），截至 2021 年 7 月 1 日，公司本部无未结清的不良及关注类信贷信息记录，已结清信贷记录中有关关注类短期借款 16 笔、贴现 1 笔、银行承兑汇票 5 笔，主要系银行系统问题所致。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

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

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

公司设董事会，具有制定公司的经营计划和投资方案等职权，对股东大会负责。公司董事会由 9 名董事组成，设董事长和副董事长各 1 名，独立董事 3 名。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年，任期届满可以连选连任。公司董事长由董事会过半数选举产生。

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

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

2. 管理水平

公司内部管理制度较为健全，能够满足公司的日常经营管理需要。

公司设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部、信息化应用部等部门。公司结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。

公司建立了一整套包括《财务管理规定》《信用管理条例》《资金管理规定》《供应链业务流程管理条例》《供应链业务运作管理条例》《贸易业务财务管理条例》《物流管理条例》《异地公司供应链业务运作管理条例》《异地公司贸易业务财务管理条例》《异地公司物流管理条例》《异地公司信用管理条例》等在内的内部控制制度。公司设立了战略管理委员会、风险控制委员会、投资决策委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等五个委员会，并分别制定了工作细则，完善了公司的治理结构。公司通过上述各项管理制度的制订，提高了公司制度化管理程度。

在业务控制方面，公司管理层在执行业务控制过程中，分别针对采购、销售等不同的业务循环，采取了包括授权与审批、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施，将内部控制工作落实到决策、执行、监督、反馈等各个环节。

在财务管理方面，公司执行《企业会计准则》，建立了《财务管理规定》，财务人员具备相应的专业素质，会计岗位设置贯彻了“责任分离、相互制约”的原则，执行对重要会计业务和电算化操作授权管理的规定，公司的会计管理内控程序具有完整性、合理性及有效性。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2021年上半年，公司供应链业务和房地产业务收入均呈快速增长态势，但综合毛利率有所下滑。其中供应链业务可以为公司提供稳定的收入，房地产业务可以为公司贡献较高的利润。

2018—2020年，公司已经形成了“供应链运营+房地产”双主业格局，二者合计业务收入在主营业务收入中的占比均超过98%，公司主营业务突出。公司的供应链运营业务为客户和合作伙伴提供“LIFT”为品牌的供应链服务，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、农副产品、轻纺产品、能源化工产品、机电产品以及汽车、食品等供应链服务。公司房地产业务则主要依托联发集团和建发房地产进行运营。

2018—2020年，公司分别实现营业收入2803.82亿元、3372.39亿元和4329.49亿元，连续增长，主要来自供应链运营业务的收入增长。分板块来看，2018—2020年，供应链运营业务收入规模快速增长，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。2020年，供应链运营业务实现营业收入3505.34亿元，较上年增长21.95%，占营业收入的80.96%，占比较上年略有下降。2018—2020年，公司房地

产板块收入连续增长，主要系结转项目增加所致。2020年公司房地产板块实现收入824.15亿元，较上年增长65.52%，占营业收入的19.04%，2020年收入的大幅增长主要是由于住宅地产、商业地产和一级土地开发业务结算收入增加。

毛利率方面，2018—2020年，公司供应链业务毛利率处于较低水平，且持续下降，2020年，公司供应链业务毛利率为1.80%，较上年减少0.90个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2018—2020年，公司房地产业务毛利率持续下降，2020年，公司房地产业务毛利率为20.89%，较上年减少8.26个百分点，主要系当期结转项目毛利率较低所致。2018

—2020年，公司综合毛利率有所下降，2020年，公司综合毛利率为5.44%，较上年减少1.17个百分点。

2021年1—6月，公司实现营业收入2908.12亿元，较上年同期增长84.59%，其中供应链运营业务收入增幅较大，为87.55%，主要是当期公司大力开拓市场，冶金原材料和农林产品等主要经营品种经营规模大幅增加所致；房地产业务收入同比增长57.29%，主要是结转规模增加所致，房地产业务一般上半年结转比重低于下半年水平；公司综合毛利率下降至3.30%，同比减少1.23个百分点，主要系毛利率较低的供应链业务占比升至91.66%所致。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018年			2019年		
	金额	占比(%)	毛利率(%)	金额	占比(%)	毛利率(%)
供应链运营业务	2363.83	84.31	3.00	2874.48	66.39	2.70
房地产业务	439.99	15.69	35.55	497.90	11.50	29.15
合计	2803.82	100.00	8.11	3372.39	100.00	6.61
项目	2020年			2021年1—6月		
	金额	占比(%)	毛利率(%)	金额	占比(%)	毛利率(%)
供应链运营业务	3505.34	80.96	1.80	2665.65	91.66	2.12
房地产业务	824.15	19.04	20.89	242.47	8.34	16.21
合计	4329.49	100.00	5.44	2908.12	100.00	3.30

注：公司房地产业务包含自持物业租赁收入，自持物业租赁收入规模很小

资料来源：公司提供

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，2018—2020年，公司供应链业务收入逐年增长，但毛利率处于较低水平，主要品种为冶金原材料和农林产品。

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”四大要素为基础，为客户整合运营过程中所需的资源，规划供应链运营解决方案，并提供运营服务。“LIFT供应链服务”的三大核心工作是整合资源、规划方案、运营服务。基于“物流”“信息”“金融”“商务”服务要素，为客户整合物流、信息、金融、商品、市场五大资源，规划供应链解决方案，并提供运营服务。

图7 公司 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：公司提供

公司国际供应链业务主要包括进口业务及出口业务，公司进口产品主要包括农产品、矿产品、浆纸、机电、化工产品等，进口地区包括美洲、东欧和东南亚等，公司进口业务结算币种主要为美元，公司自营业以远期国际信用证、T/T结算和验货付款为主，少量采用带款提货和预付款。公司出口产品主要为钢材、轻纺产品和机电产品等，出口地区主要为欧美和东南亚。结算方面，货物出运后公司从运输公司处取得提单，根据签订出口合同时规定的付款条款向客户交单议付，公司规定出口贸易应优先使用信用证付款方式，可以根据客户资信及所在地区有选择的使用D/P交单议付支付方式，谨慎使用O/A（先放货后付款）的支付方式，降低收汇风险。公司按客户的资信状况确定各个客户的信用等级及允许的销售、赊销额度，对赊销业务一律投保出口信用险。公司对出口贸易的外汇收入进行汇率锁定，一定程度上降低了人民币汇率波动风险，2020年汇兑收益2.64亿元。

国内供应链业务方面，公司主要从事浆纸、钢材和汽车的采购及销售业务。公司国内供应

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

近年来，公司主要供应链业务陆续转移至相关子公司，目前公司供应链板块的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”）、建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”）及昌富利（厦门）有限公司（以下简称“昌富利（厦门）”）等，但出于营销的需要，建发股份本部也经营钢材、矿产品、化工等领域的供应链业务。

表 3 截至 2020 年底公司供应链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	主营经营业务
上海建发	100.00	3.00	208.05	38.48	1151.90	5.73	建发股份设立的异地平台公司之一，主要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	28.96	5.42	225.15	0.57	钢铁供应链运营业务
建发物资	100.00	3.00	18.26	3.62	91.07	0.13	钢材内贸和进出口业务，系公司钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	67.07	14.35	360.51	2.36	专业经营纸张，纸浆，板材，木片，废纸和纸制品供应链业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	26.33	12.37	107.03	2.16	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	53.14	10.94	248.41	1.31	进出口物流，包括国际进出口代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等
昌富利（厦门）	100.00	1.00	9.69	2.57	77.72	0.79	钢铁供应链运营业务

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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
冶金原材料	1349.01	57.07	1532.05	53.30	1978.57	56.44
农林产品	482.08	20.39	578.89	20.14	951.37	27.14
其他产品	532.74	22.54	763.54	26.56	575.40	16.41
合计	2363.83	100.00	2874.48	100.00	3505.34	100.00

注：冶金原材料主要包括钢材、矿产品等金属材料；林产品主要包括浆纸、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；尾差系四舍五入导致

资料来源：公司提供

2018—2020年，供应链运营业务收入持续增长，2020年收入较上年增长21.95%，主要系冶金原材料、农林产品等核心业务板块业务规模增长所致，毛利率为1.80%，较上年下降0.90个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2020年，公司供应链运营业务中占比最高的为冶金原材料和农林产品，收入分别较上年增长29.15%和64.34%，占供应链业务收入的比例分别为56.44%和27.14%，为供应链业务的主要品种。2021年上半年，公司经营黑色、有色金属及矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的经营货量超过7600万吨，同比增速超过45%；同时，公司大力发展消费品业务，2021年上半年在消费品行业的供应链业务实现营业收入超140亿元，同比增速近20%；同期，在新能源业务方面，公司已初步涉足锂电、光伏产业的供应链服务，在新能源行业的供应链业务实现营业收入约25亿元，同比增长约38%。

（1）钢材

钢材业务是供应链业务中对收入贡献最大的板块，经营主体主要包括建发金属、建发物资、上海建发和昌富利（厦门）等，经营品种包含钢坯，卷板（热轧、冷轧）、建材、板材、型钢等。

建发金属系首钢集团有限公司、河北津西钢铁集团股份有限公司最大战略合作伙伴，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战略合作伙伴。公司目前已形成了较为稳定的经营模式和供销链条：上游方面，公司主要与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，成为其战略伙伴，与钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量，公司借此加强对钢铁资源的控货能力并可在完成供应量后获取一定返利，同时提高对货物物流环节的运输效率；下游方面，公司主要与下游客户签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金，公司每个月根据下游客户需求收取 15%~20%保证金后向钢厂订货，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量，结算价格为

钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司付款提货。

为防范存货跌价风险，公司采用保证金追加措施，根据下游客户的履约能力及订货量，在钢材跌价之后追加保证金并保留货物处置权利。目前，公司 70% 货物存放在第三方物流，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，以保证货物安全及货权控制能力。

相比传统的贸易模式，由于公司订单稳定且规模较大，与上游议价能力较强，可获得较为优惠的采购价格，同时公司通过下游订单整合，可及时与钢厂生产调配进行衔接，进而提高钢厂生产效率，降低钢厂库存占用，整个供应链过程中的周转效率及资源调配得以提升，公司进而可赚取比传统贸易模式更多的利润。

（2）矿产品

矿产品业务主要由子公司厦门建发矿业有限公司经营。公司经营铁矿石业务多年，拥有丰富的市场经验和资源渠道，与巴西、澳洲等国知名矿山保持良好的长期合作关系。

一般来讲，由下游直接与矿山签订长期协议，公司与上游长期协议签订比例较小，主要根据下游客户需求进行补充采购，上游供应商包括力拓、淡水河谷、英美资源、俄罗斯 METALLOINVEST 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，公司与柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢、宁钢、中天钢铁等国内众多大中型钢铁厂均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。

（3）浆纸

公司浆纸业务主要经营实体为建发纸业。公司围绕林浆纸产业链，为客户提供原材料采购、仓储加工、物流配送、销售结算、风险管理、融资租赁转介等服务，提供制浆造纸、印刷包装整

体供应链服务。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就签订合同，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。

公司浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华北、华南、山东、江浙沪地区、东北三省、湖南、湖北、西北等地区。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，公司根据客户资信情况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。2020 年公司对永丰浆纸的关联采购金额为 6.98 亿元，同比下降 36.60%。

2018—2020 年，公司林产品销售量分别为 1370.72 万吨、1620.61 万吨和 2915.82 万吨，呈逐年增长趋势。

（4）农产品

农产品板块运营主体主要包括厦门建发物产有限公司和厦门建发原材料贸易有限公司（以下简称“建发原材料”），主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进出口及内贸业务，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。

(5) 汽车

汽车板块运营主体是建发汽车，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。汽车上游供应商主要为各品牌的中国国内供应商，公司主要采取签订品牌年度总授权，然后根据整体销售进度及下游客户的个别需求来确定采购量，分批审批下单；结算方面，公司与上游供应商主要采用电汇结算。在整车销售业务中，公司一律采用先收齐全款再开票发货的方式销售，同时通过与银行合作，为客户提供信用卡分期、抵押贷款等融资方式，及通过其他非银行金融机构，为客户增设多种购车融资渠道。

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、机电五矿、轻工纺织和物流服务业业务收入规模较小，对公司供应链运营业务影响不大。

3. 房地产业务

2018—2020 年，公司房地产业务销售金额和销售面积均快速增长，同时较多的土地储备保障了公司房地产业务的可持续发展。但公司投资规模快速增长，资金压力大幅上升。多个城市出台限购、限价等政策，给公司房地产业务带来一定不利影响，公司三四线城市项目存在一定库存去化压力。

公司的房地产业务主要由联发集团和建发房地产经营，其中建发房地产主要布局长三角（杭州、合肥、南京等）、珠三角（深圳、广州、佛山等）及福建省内（厦门、福州、龙岩、漳州等），项目涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产，以住宅为主，定位中高端改善性住房。联发集团主要项目布局定位在热门二三线城市区域，如厦门、南昌、南宁、桂林、重庆、天津等地。两家房地产子公司外埠市场区域不同，以规避竞争，对于福建省内尤其是厦门市周边地区的房地产市场，两家公司通过协商或联合开发的方式解决。

2020 年，建发房地产实现营业收入 619.79 亿元，同比增长 93.24%，实现净利润 53.13 亿元，同比增长 7.51%；联发集团实现营业收入 239.04 亿元，同比增长 16.29%，实现净利润 11.30 亿元，同比下降 30.46%。

表 5 2020 年公司房地产业务主要经营子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例（%）	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
建发房地产	54.65	2359.56	512.99	619.79	53.13
联发集团	95.00	964.11	202.50	239.04	11.30

资料来源：公司提供

(1) 建发房地产

随着房地产政策延续分类调控、因城施策的主基调，各地政府调控持续分化，一线和热

点二线城市政策不断收紧，由此导致的需求外溢使部分三四线城市整体成交量增幅明显。2018—2020 年，建发房地产合同销售金额和销

售面积快速增长，2020 年较上年分别增长 43.89%和 31.23%，主要集中在福州、漳州、厦门、龙岩、成都和泉州等区域。2018—2020 年，建发房地产权益口径新开工面积波动增长，

2020 年同比增长 49.04%。受二线城市销售占比增加影响，2018—2020 年建发房地产签约销售均价呈连续增长趋势。

表 6 2018—2020 年建发房地产经营情况

类别	2018 年	2019 年	2020 年
权益口径新开工面积（万平方米）	424.41	368.55	549.29
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	114.18	183.56	278.07
合同销售金额（亿元）	386.71	721.97	1038.82
合同销售面积（万平方米）	256.27	404.75	531.15
签约销售均价（万元/平方米）	1.51	1.78	1.96
账面销售金额（亿元）	167.40	239.71	531.72
账面销售面积（万平方米）	132.17	206.06	325.55
期末土地储备面积（万平方米）	758.98	805.12	1199.45
权益口径新增土地投资（亿元）	207.15	341.16	697.44

注：上表中“权益口径”项目的计算方式为：并表项目和非并表项目均乘以股权比例再计入
资料来源：公司审计报告

近年来，建发房地产深耕福建省内及其他已进入成熟区域，围绕长三角、珠三角及福建区域逐步布局广州、太仓、张家港、南平、南京等地。2018—2020 年，建发房地产土地储备面积和新增土地投资规模快速增长，2020 年同比分别增长 48.98%和 104.43%，土地储备充足，按 2020 年新开工面积计算，建发房地产土地储备能够满足未来 2~3 年的开发需求。截至 2021 年 6 月底，建发房地产在建项目主要集中于厦门、杭州、漳州等地，总投资规模为（并表项目按 100%列示，且含非并表项目）3166.24 亿

元，已投资规模为 2402.80 亿元，尚需投资规模较大。

（2）联发集团

2018—2020 年，联发集团新开工面积波动下降，2020 同比增长 86.97%，但仍低于 2018 年规模，主要系联发集团放缓开发节奏所致。2018—2020 年，联发集团合同销售金额有所波动，合同销售面积持续下降，主要系联发集团调整推盘节奏所致。2020 年签约项目主要集中在南昌和福建省内，签约销售均价有所回升。

表 7 2018—2020 年联发集团经营情况

类别	2018 年	2019 年	2020 年
权益口径新开工面积（万平方米）	416.27	138.79	259.50
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	176.69	177.51	296.36
合同销售金额（亿元）	349.27	273.04	340.48
合同销售面积（万平方米）	317.29	252.97	233.59
签约销售均价（万元/平方米）	1.10	1.08	1.46
账面销售金额（亿元）	157.10	166.26	188.94
账面销售面积（万平方米）	167.35	170.02	213.33
期末土地储备面积（万平方米）	796.00	710.16	639.23
权益口径新增土地投资（亿元）	117.83	144.93	123.31

注：上表中“权益口径”项目的计算方式为：并表项目和非并表项目均乘以股权比例再计入
资料来源：公司年报

土地储备方面，2018—2020 年，联发集团土地储备面积连续下降，新增土地投资规模有所波动，主要系联发集团着力去化存量项目，减缓拿地速度所致。截至 2020 年底，联发集团土地储备面积下降至 639.23 万平方米，新增土地投资规模降至 123.31 亿元，按 2020 年新开工面积计算，联发集团土地储备能够满足未来 2~3 年左右的开发需求。截至 2021 年 6 月底，联发集团在建项目主要集中于重庆、南昌等地，合并范围内总投资规模为 1107.83 亿元，已投资规模为 792.78 亿元，尚需投资规模较大。

4. 经营效率

2018—2020 年，公司经营效率连续下降，受房地产业务占比较大的影响，公司经营效率处于行业中下水平。

2018—2020 年，公司销售债权周转次数持续上升，存货周转次数波动下降，总资产周转次数持续下降，2020 年分别为 70.22 次、2.07 次和 1.27 次。行业同类企业同比方面，由于公司房地产业务占比较大的原因，公司经营效率处于较低水平。

表 8 2020 年同行业公司经营效率情况对比

股票简称	应收账款周转率(%)	存货周转率(%)	总资产周转率(%)	净营业周期(天)
厦门象屿	40.02	17.29	4.70	17.69
厦门国贸	99.26	7.68	3.45	45.83
建发股份	75.04	2.07	1.26	156.78

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司比较，本表统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind，联合资信整理

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政策波动风险的能力。

(1) 供应链运营

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

(2) 房地产板块

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度财务报表已经致同会

计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019—2020 年财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司 2021 年上半年财务数据未经审计。公司财务报表根据财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。

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，公司新纳入合并范围子公司 113 家，其中非同一控制下企业合并 8 家，新设立子公司 105 家；不再纳入合并范围子公司 22 家。2021 年 1—6 月，公司新纳入合并范围子公司 171 家，不再纳入合并范围子公司 10 家。公司合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 3871.57 亿元，所有者权益合计 860.58 亿元（含少数股东权益 476.71 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 4329.49 亿元，利润总额 121.07 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 5810.22 亿元，所有者权益合计 1065.99 亿元（含少数股东权益 643.72 亿元）。2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 2908.12 亿元，利润总额 44.46 亿元。

2. 资产质量

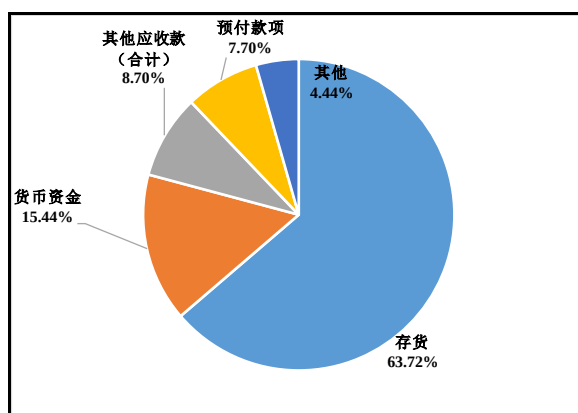
2018—2021 年 6 月底，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，货币资金规模较大，存货占比较高，资产受限比例较高，大额预付款项和其他应收款对资金形成一定占用，公司资产质量一般。

2018—2020 年末，公司资产总额快速增长，年均复合增长 33.43%，截至 2020 年底为 3871.57 亿元，其中流动资产占 90.02%，非流动资产占

9.98%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大，符合公司以供应链运营与房地产业务为主的行业特点。

2018—2020 年末，公司流动资产快速增长，年均复合增长 34.19%，截至 2020 年底为 3485.21 亿元，主要系货币资金、预付款项和存货大幅增加所致。截至 2020 年底，公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款（合计）和存货构成。

图 8 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司货币资金快速增长，年均复合增长 50.68%，截至 2020 年底为 538.06 亿元，较上年底增长 52.22%，主要是房地产业务销售回款增加以及融资规模增加所致；货币资金中，银行存款占 93.55%、其他货币资金占 6.45%，其他货币资金主要系银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、项目施工保证金等，上述其他货币资金中不能随时用于支付的存款 33.42 亿元，占货币资金总额的 6.21%，货币资金受限规模尚可。

2018—2020 年末，公司交易性金融资产波动增长，年均复合增长 102.30%，截至 2020 年底为 3.67 亿元，较上年底下降 45.26%，主要是持有股票和理财产品数量下降所致。

2018—2020 年末，公司应收票据波动下降，年均复合下降 31.63%，截至 2020 年底为 2.84 亿元，较上年底增长 516.17%，主要是期末已贴

现未到期的商业承兑汇票余额增加所致。

2018—2020 年末，公司应收账款波动下降，年均复合下降 17.69%，截至 2020 年底为 45.59 亿元，较上年底下降 34.67%，主要是一级土地开发项目出让应收款减少所致。

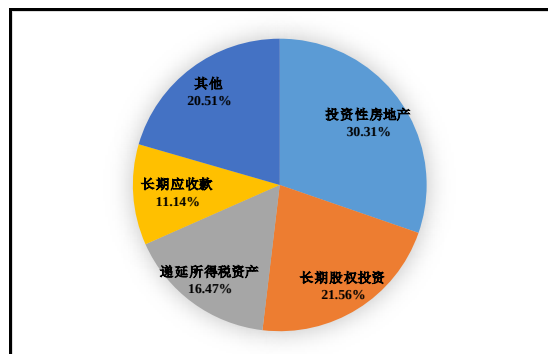
2018—2020 年末，公司预付款项快速增长，年均复合增长 66.47%，截至 2020 年底为 268.51 亿元，较上年底增长 62.72%，主要是供应链业务预付采购货款以及房地产业务预付土地出让金增加所致；从账龄角度来看，预付款项账龄在一年以内的占 99.50%，账龄较短；从集中度看，预付款项余额前五名占 22.64%，集中度一般。

2018—2020 年末，公司其他应收款以往来款为主，快速增长，年均复合增长 54.83%，截至 2020 年底为 303.29 亿元，较上年底增长 9.16%，累计已计提坏账准备 7.45 亿元，计提比例为 2.46%；其他应收款期末余额前五名均为房地产业务合作方往来款，占比 23.52%，集中度一般；从账龄结构来看，1 年以内的占 65.16%，1~2 年的占 22.91%，2~3 年的占 5.29%，其余为 3 年以上，账龄较长，有一定回收风险。

2018—2020 年末，公司存货快速增长，年均复合增长 28.00%，截至 2020 年底为 2220.72 亿元，较上年底增长 28.17%，主要是系房地产新增项目较多，开发成本增加所致。其中，开发成本占 84.06%，开发产品占 9.14%，库存商品占 6.69%；存货累计计提跌价准备 30.14 亿元，计提比例为 1.34%。公司库存大宗商品价格波动较大，存在一定的跌价风险，位于三四线城市的房地产开发成本和开发产品存在一定跌价风险。

2018—2020 年末，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 27.14%，截至 2020 年底为 386.36 亿元，较上年底增长 42.04%，主要源自长期股权投资和投资性房地产的增长。截至 2020 年底，公司非流动资产主要由债权投资、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和递延所得税资产构成。

图 9 截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司长期应收款波动中有所增长，年均复合增长 11.69%，截至 2020 年底为 43.03 亿元，较上年底增长 46.47%，主要是房地产业务分期收款提供劳务余额增加所致。

2018—2020 年末，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 62.80%，截至 2020 年底为 83.31 亿元，较上年底增长 51.28%，主要是建发房地产和联发集团对联营企业投资增加所致。2020 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益 3.99 亿元。

2018—2020 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 20.75%。2020 年 10 月 1 日起，公司对投资性房地产的后续计量模式进行变更，即由成本计量模式变更为公允价值计量模式。截至 2020 年底，公司投资性房地产为 117.12 亿元。

2018—2020 年末，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长率为 14.15%。截至 2020 年底，公司固定资产为 24.40 亿元，较上年底增长 34.50%，主要是自营酒店资产增加所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 67.58%）、交通工具（占 12.25%）、电子及办公设备（占 11.83%）等构成；公司固定资产累计计提折旧 11.73 亿元，固定资产成新率 68.06%，成新率一般。

2018—2020 年末，公司递延所得税资产连续增长，年均复合增长 24.38%。截至 2020 年底，公司递延所得税资产为 63.65 亿元，较上年底增长 29.05%，主要为预收售房款及存货计税差异的可抵扣暂时性差异。

截至 2020 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 682.32 亿元，受限资产占总资产比重为 17.62%，受限比例较高；公司受限资产详情如下。

表 9 截至 2020 年底公司受限资产情况
(单位：亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	33.62	不能随时用于支付的银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金及项目施工保证金等
应收票据	1.95	已背书或贴现但尚未到期未终止确认的应收票据
存货	601.54	银行借款抵押
存货	1.74	期货交易质押
一年内到期的非流动资产	0.14	存出担保保证金
其他流动资产	0.20	存出担保保证金
长期股权投资	1.96	银行借款质押
投资性房地产	30.73	银行借款抵押
固定资产	10.44	银行借款抵押
合计	682.32	--

资料来源：公司年报

截至 2021 年 6 月底，公司资产总额为 5810.22 亿元，较 2020 年底增长 50.07%，主要系预付款项和存货增长所致。截至 2021 年 6 月底，公司资产总额中流动资产占 92.81%，公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大；预付款项及存货分别较上年底增长 119.60%和 52.63%，增长原因分别是供应链业务预付货款增加和房地产业务预付土地出让金增加，以及房地产业务新建项目增加和供应链业务商品采购规模增加。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

2018—2020 年，由于利润积累，公司的所有者权益规模逐年增长，但未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。2021 年上半年，永续债的发行推升公司权益规模。

2018—2020 年末，公司所有者权益年均复合增长率为 25.76%，2020 年底为 860.58 亿元，主要系未分配利润增长所致。截至 2020 年底，所有者权益中归属于母公司所有者权益占 44.61%，少数股东权益占 55.39%；公司归属于母公司权益合计中实收资本占 7.46%、资本公积占 7.58%、盈余公积占 3.72%、未分配利润占 74.72%；归属于母公司所有者权益中未分配利润占比高，权益结构稳定性较弱。

截至 2021 年 6 月底，公司所有者权益为 1065.99 亿元，较 2020 年底增长 23.87%，主要系发行永续债导致其他权益工具增加至 45.61 亿元所致。截至 2021 年 6 月底，公司归属于母公司权益合计中未分配利润占 70.58%，权益结构较上年底变动不大。

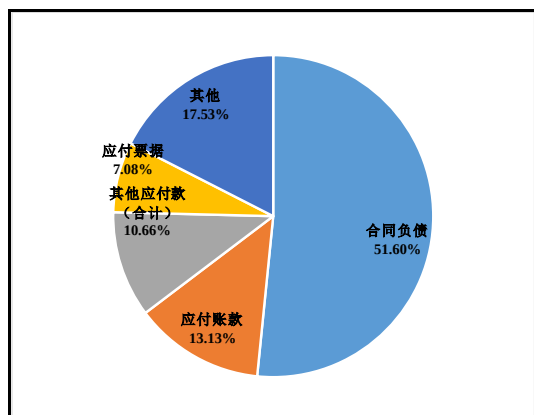
(2) 负债

2018—2020 年，随着供应链及房地产业务规模扩大，公司负债规模大幅增长，以流动负债为主，整体债务负担较重。截至 2021 年 6 月底，公司债务负担进一步加重，但仍属可控。

2018—2020 年末，公司负债总额快速增长，年均复合增长 35.90%，截至 2020 年底为 3010.99 亿元，主要系流动负债增长所致。截至 2020 年底，公司负债总额中流动负债占 70.60%，非流动负债占 29.40%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2018—2020 年末，公司流动负债快速增长，年均复合增长 38.53%，截至 2020 年底为 2125.67 亿元，主要系预收售房款增加所致。截至 2020 年底，公司流动负债主要由短期借款应付票据、应付账款、合同负债、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

图 10 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司应付票据快速增长，年均复合增长 37.56%，截至 2020 年底为 150.50 亿元，较上年底增长 15.26%，主要是供应链业务采购中以银行承兑汇票结算的业务增加所致。

2018—2020 年末，公司应付账款快速增长，年均复合增长 37.54%，截至 2020 年底为 279.03 亿元，较上年底增长 28.28%，主要是业务规模扩大，供应链应付货款及房地产应付工程款增加所致。

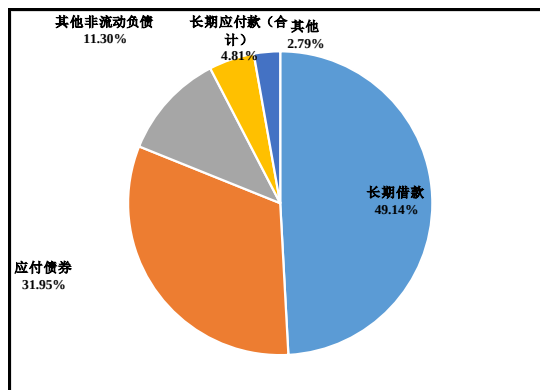
截至 2020 年底，公司合同负债为 1096.94 亿元，系原计入预收款项和递延收益的部分项目调整而来，其增长主要源自预收售房款，为 981.45 亿元。

2018—2020 年末，公司其他应付款连续增长，年均复合增长 7.89%。截至 2020 年底，公司其他应付款 226.59 亿元，较上年底增长 9.48%，主要系房地产业务与合作方资金往来款增加所致。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 142.72 亿元，较上年底下降 4.74%，主要是一年内到期的长期应付款减少所致。

截至 2020 年底，公司其他流动负债为 112.16 亿元，较上年底增长 251.36%，主要是待转销项税额和被套期项目增加所致。

图 11 截至 2020 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 30.15%，截至 2020 年底为 885.31 亿元，主要系债务融资增加所致。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。

2018—2020 年末，公司长期借款快速增长，年均复合增长 36.03%。截至 2020 年底，公司长期借款为 435.08 亿元，较上年底增长 21.66%，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 54.01%）和保证借款（占 43.18%）构成。

2018—2020 年末，公司应付债券快速增长，年均复合增长 16.78%。截至 2020 年底，公司应付债券为 282.88 亿元，较上年底增长 32.82%。

2018—2020 年末，公司长期应付款波动中有所增长，年均复合增长 9.47%。截至 2020 年底，公司长期应付款为 42.62 亿元，较上年底增长 128.70%，主要系房地产业务资产支持证券发行规模增加所致。

2018—2020 年末，公司其他非流动负债波动增长，截至 2020 年底为 100.00 亿元，较上年底增长系建发房地产发行 70 亿元基础设施债权投资计划所致。

2018—2020 年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 27.49%。截至 2020 年底，公司全部债务为 1170.72 亿元，较上年底增长 21.03%，主要是随着业务扩大资金需求增加所致。截至 2020 年底，公司全部债务中短期债务占 26.50%，

长期债务占 73.50%，以长期债务为主。2018—2020 年末，公司资产负债率波动不大，2020 年底为 77.77%；全部债务资本化比率略有波动，2020 年底为 57.63%；长期债务资本化比率波动上升，2020 年底为 50.00%。整体看，公司债务负担较重。

截至 2021 年 6 月底，公司负债总额为 4744.23 亿元，较 2020 年底增长 57.56%，主要系各类债务融资及预收售房款增加所致；其中，流动负债占 78.89%，较上年底增加 8.30 个百分点。截至 2021 年 6 月底，公司全部债务为 1885.83 亿元，较 2020 年底增长 61.08%，主业扩张带来融资需求增加；构成上，短期债务占 47.53%，短期债务占比快速上升，主要与业务扩张、融资成本及公司对债务结构的季节性规划有关；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 81.65%、63.89%和 48.14%，较上年底分别增加 3.88 个百分点、增加 6.25 个百分点和减少 1.86 个百分点。

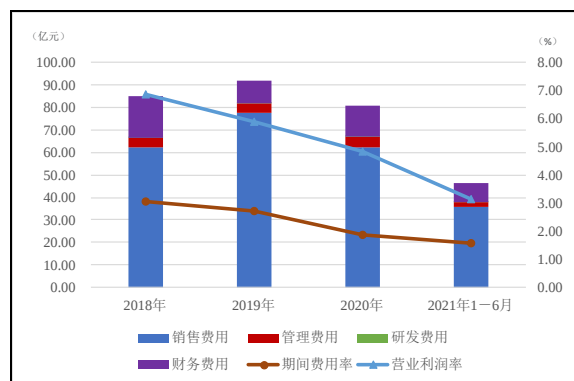
4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入连续增长，费用控制能力较强，公司净利润规模逐年增长，整体盈利能力较强。2021 年上半年，公司使用期货等衍生工具对冲大宗商品价格波动风险，利润同比降幅较大。

2018—2020 年，公司营业总收入快速增长，年均复合增长 24.26%，2020 年为 4329.49 亿元，同比增长 28.38%，主要来自供应链板块的收入增长。2018—2020 年，公司营业成本快速增长，年均复合增长 26.06%，略高于收入增幅。

2018—2020 年，公司期间费用波动下降，年均复合下降 2.73%。2020 年，公司期间费用为 80.62 亿元，同比下降 12.13%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 77.24%、5.83%和 16.81%。

图 12 近年来公司期间费用指标



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年，公司销售费用波动下降，2020 年为 62.27 亿元，同比下降 19.76%，主要系港杂运杂费下降所致；管理费用逐年增长，年均复合增长率为 11.25%，2020 年为 4.70 亿元，同比增长 14.55%，主要系中介服务费增长所致；财务费用波动下降，年均复合下降 15.22%，2020 年为 13.55 亿元，同比增长 36.81%，主要系当期融资规模增加，利息费用相应增加。

2018—2020 年，公司其他收益逐年增长，年均复合增长率为 87.54%。2020 年，公司其他收益为 2.75 亿元，同比增长 65.27%，主要系政府补助增加所致。

2018—2020 年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长率为 45.87%，占利润总额比重分别为 5.23%、6.40%和 9.65%，对利润有一定影响。2020 年，公司投资收益为 11.68 亿元，同比增长 65.01%，主要系联发集团出售股票收益增加，以及权益法核算的长期股权投资收益增加所致。

2018—2020 年，公司资产减值损失和信用减值损失合计分别为 9.24 亿元、7.29 亿元和 22.37 亿元，2020 年同比增长 207.59%，主要系其他应收款坏账准备和存货跌价准备增加所致。

2018—2020 年，公司利润总额逐年增长，2020 年为 121.07 亿元，同比增长 9.51%。

从盈利指标看，2018—2020 年，公司营业利润率逐年下降，分别为 6.88%、5.91%和 4.81%；公司总资本收益率逐年下降，分别为 7.56%、5.65%和 4.98%；公司净资产收益率逐年下降，分别为 14.02%、12.05%和 9.51%。因公司权益规模增幅较大，2020 年公司各盈利指标进一步下降。与国内同行业其他上市公司比较，2020 年公司销售毛利率和净资产收益率处于行业领先水平，总资产报酬率略低于同行业其他公司。

表 10 截至 2020 年底同类供应链运营企业盈利能力指标情况

股票简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
厦门国贸	1.72	4.54	10.25
厦门象屿	1.95	4.57	9.10
建发股份	4.84	3.94	13.00

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind，联合资信整理

2021 年 1—6 月，公司实现营业总收入 2908.12 亿元，同比增长 84.59%，主要源自供应链业务的增长；期间费用占收入的 1.59%；利润总额为 44.46 亿元，同比增长 2.35%；投资收益同比下降 50.13%主要是由于当期商品期货套保投资收益较上年同期减少所致。

5. 现金流

2018—2020 年，受供应链运营业务规模扩大以及房地产业务预收售房款增加的影响，公司经营活动现金净流入规模有所增长，收入实现质量高；投资活动现金净流量有所波动，筹资活动现金净流量持续增长；考虑到公司房地产项目尚需投资规模大，公司仍有较大的外部筹资需求，同时，公司经营活动产生的现金流能够覆盖投资需求，公司筹资压力不大。

经营活动方面，2018—2020 年，受供应链运营业务规模扩大以及房地产业务预收售房款增加的影响，公司经营活动现金流入快速增长。2020 年，公司经营活动现金流入为 5424.30 亿

元，同比增长 22.75%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 4969.34 亿元，同比增长 25.59%。2018—2020 年，公司经营活动现金流出快速增长。2020 年，公司经营活动现金流出为 5327.12 亿元，同比增长 23.69%；其中购买商品、接受劳务收到的现金为 4818.91 亿元，同比增长 32.63%。2018—2020 年，公司经营活动现金净流量分别为 47.80 亿元、112.15 亿元和 97.19 亿元。从收入实现质量看，2018—2020 年，公司现金收入比分别为 110.22%、117.33%和 114.78%，现金收入的实现质量高。

投资活动方面，2018—2020 年，公司投资活动现金流入波动中有所下降，年均复合下降 11.07%；投资活动现金流出波动幅度较大，年均复合下降 2.56%。2020 年，公司投资活动现金流入及流出同比均呈现增长，分别为 322.05 亿元和 346.16 亿元，主要系理财产品投资和收回以及合作单位往来款增加所致。2018—2020 年，公司投资活动现金净流量分别为 42.60 亿元、-106.97 亿元和 -24.11 亿元。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金净流量分别为 90.40 亿元、5.18 亿元和 73.08 亿元，经营活动产生的净现金流能够覆盖投资需求，公司筹资压力不大。

2018—2020 年，公司筹资活动现金流入及流出均快速增长，年均复合增长率分别为 40.34%和 31.05%，2020 年分别为 1607.61 亿元和 1469.49 亿元，主要债务借偿增加所致。2018—2020 年，公司筹资活动现金净流量分别为 -39.46 亿元、95.68 亿元和 138.12 亿元，公司近年借债规模不断上升。

2021 年 1—6 月，公司经营活动现金流入为 4414.84 亿元，经营活动现金净流量为 -516.98 亿元，为净流出状态，主要是由于供应链业务营业规模扩大，预付款项和存货期末占用增加，以及房地产业务支付地价款增加；投资活动现金净流量为 -133.57 亿元，为净流出状态，主要是由于房地产业务支付合作项目往来款；筹资

活动现金净流量为717.21亿元，主要系业务规模大幅增长推动融资规模。

6.偿债能力

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

从短期偿债指标看，2018—2020 年末，公司流动比率分别为 174.73%、161.33% 和 163.96%，流动比率波动下降。2018—2020 年末，公司速动比率分别为 52.37%、57.11% 和 59.49%，速动比率逐年增长。2018—2020 年末，公司经营性现金流动负债比率分别为 4.32%、6.75% 和 4.57%，经营性现金流动负债比率波动增长。2018—2020 年末，公司现金类资产分别为短期债务的 1.18 倍、1.04 倍和 1.76 倍，波动上升，现金类资产对短期债务的保障程度高。截至 2021 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 144.07% 和 53.51%，公司现金类资产为短期债务的 0.79 倍。

从长期偿债指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 129.39 亿元、128.64 亿元和 143.89 亿元；2018—2020 年末，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.80 倍、2.82 倍和 2.57 倍；2018—2020 年末，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 5.57 倍、7.52 倍和 8.14 倍。公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高，对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2021 年 6 月底，公司（合并）对外提供担保 36.41 亿元，其中公司本部对参股公司厦门同顺供应链管理有限公司提供担保 9.00 亿元，子公司联发集团和建发房地产对合作房地产项目公司提供担保 27.41 亿元，单笔最高金额为 3.84 亿元，存在一定或有负债风险。

截至 2021 年 6 月底，联发集团下属子公司厦门金原融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为 14.06 亿元。此外，公司为商品房承购人向银行提供阶段性抵押贷款担保

916.61 亿元，其中联发集团为 283.07 亿元，建发房地产为 633.54 亿元。

截至 2021 年 6 月底，公司及子公司作为原告的未决诉讼涉案金额为 2.98 亿元。公司涉诉事项均为供应链业务合同纠纷，已有部分收到法院执行款，尚有部分一审判决驳回，子公司上诉后待二审正式开庭审理。

截至 2021 年 6 月底，公司（合并）授信额度 2459.10 亿元，其中已使用授信额度 1621.64 亿元，尚未使用的授信额度 837.46 亿元。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

截至 2020 年底，公司本部资产以其他应收款和长期股权投资为主，货币资金较为充足，负债水平较高，债务负担较重，权益结构稳定性较强。2020 年，公司本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益，经营活动现金流为净流入状态。

截至 2020 年底，公司本部资产总额为 253.83 亿元，其中流动资产为 151.53 亿元，非流动资产为 102.30 亿元，主要构成为现金类资产 39.05 亿元、其他应收款 110.44 亿元和长期股权投资 94.62 亿元。截至 2020 年底，公司本部负债合计为 141.44 亿元，其中全部债务为 31.59 亿元，经营负债为 109.85 亿元；全部债务包括长期债务 19.98 亿元，短期债务 11.61 亿元。截至 2020 年底，公司本部资产负债率为 55.72%，全部债务资本化比率为 21.94%，长期债务资本化比率为 15.09%。2020 年，公司本部营业收入为 11.50 亿元，期间费用为 4.25 亿元，投资收益为 12.69 亿元，利润总额为 13.17 亿元。2020 年，公司本部经营活动现金流入为 1666.73 亿元，经营活动现金流出为 1659.32 亿元，经营活动现金流净额为 7.42 亿元。投资活动现金流入为 13.63 亿元，投资活动现金流出为 16.84 亿元，投资活动现金流净额为 -3.21 亿元。筹资活动现金流入为 188.39 亿元，筹资活动现金流出

为 185.18 亿元，筹资活动现金流净额为 3.21 亿元。

截至 2021 年 7 月底，公司本部一年内到期债券共计 120 亿元，集中兑付压力尚可。

表 11 截至 2021 年 7 月底公司本部一年内到期债券情况

证券名称	起息日	到期日期	当前余额(亿元)
21 建发 SCP012	2021-07-12	2021-11-05	10.00
21 建发 SCP011	2021-06-16	2021-10-20	10.00
20 建发 01	2020-01-09	2022-01-09	20.00
21 建发 SCP010	2021-05-25	2021-12-24	9.00
21 建发 SCP009	2021-03-23	2021-12-17	10.00
21 建发 SCP008	2021-03-18	2021-12-10	10.00
21 建发 SCP007	2021-03-12	2021-11-27	10.00
21 建发 SCP006	2021-03-12	2021-11-19	10.00
19 建发 01	2019-10-15	2021-10-15	10.00
21 建发 SCP004	2021-03-08	2021-09-04	6.00
21 建发 SCP003	2021-02-25	2021-08-24	10.00
21 建发 SCP002	2021-02-08	2021-08-07	5.00

资料来源：联合资信整理

九、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据发债额度小，对公司债务水平影响小。公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，具备递延利息约束条款，但票面利率跃升空间有限，联合资信通过对相关条款的分析，认为赎回和利率重置条款设置使本期中期票据不赎回的可能性较小，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。

截至 2021 年 6 月底，公司全部债务合计 1885.83 亿元，本期中期票据发行金额上限为

15.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期中期票据发债额度小，对公司债务水平影响小。

以 2021 年 6 月底财务数据为基础，基于“21 建发 Y2”（10.00 亿元）已发行的情况，假设本期中期票据（以发行金额上限 15.00 亿元计算）发行后，在其它因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别由 81.65%、63.89%和 48.14%上升至 81.73%、64.19%和 48.76%，债务负担有所加重。由于本期中期票据募集资金中部分用于偿还本部有息债务，发行后公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以 2020 年的相关财务数据为基础，公司 2020 年 EBITDA 为 143.89 亿元，为本期中期票据发行额度上限（15.00 亿元）的 9.59 倍，EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高；2020 年经营活动产生的现金流入 5424.30 亿元，为本期中期票据发行额度上限的 361.62 倍，公司经营活动现金流入对本期中期票据覆盖程度很高。

十、结论

公司作为以供应链运营业务与房地产业务为主业的上市公司，其供应链运营业务在业务规模、业务网络、运营价值链、信用与价格风险管控体系等方面具有较强竞争优势；其房地产板块品牌信誉度较好、综合开发实力较强。近年来，公司营业收入增长较快、供应链运营业务盈利能力稳定、房地产业务盈利能力较强。同时，房地产政策调整、公司有息债务规模增长较快、毛利率有所下滑等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

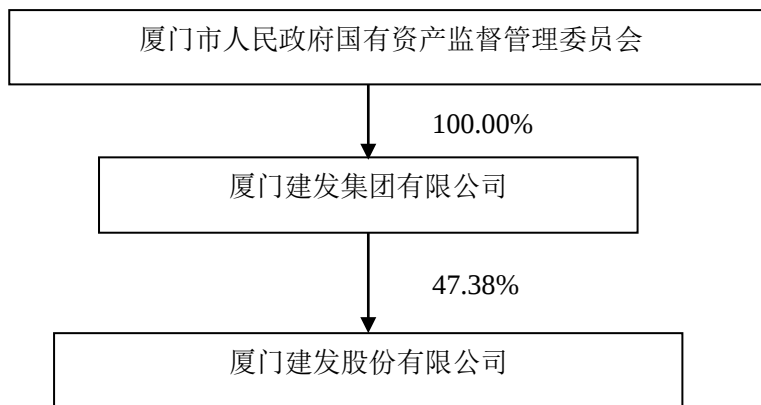
公司 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。本期中期票据具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，具备递延利息约束条款，但票面利率跃升空间有限，在破产清算

时的清偿顺序等同于其他同类债务融资工具。

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

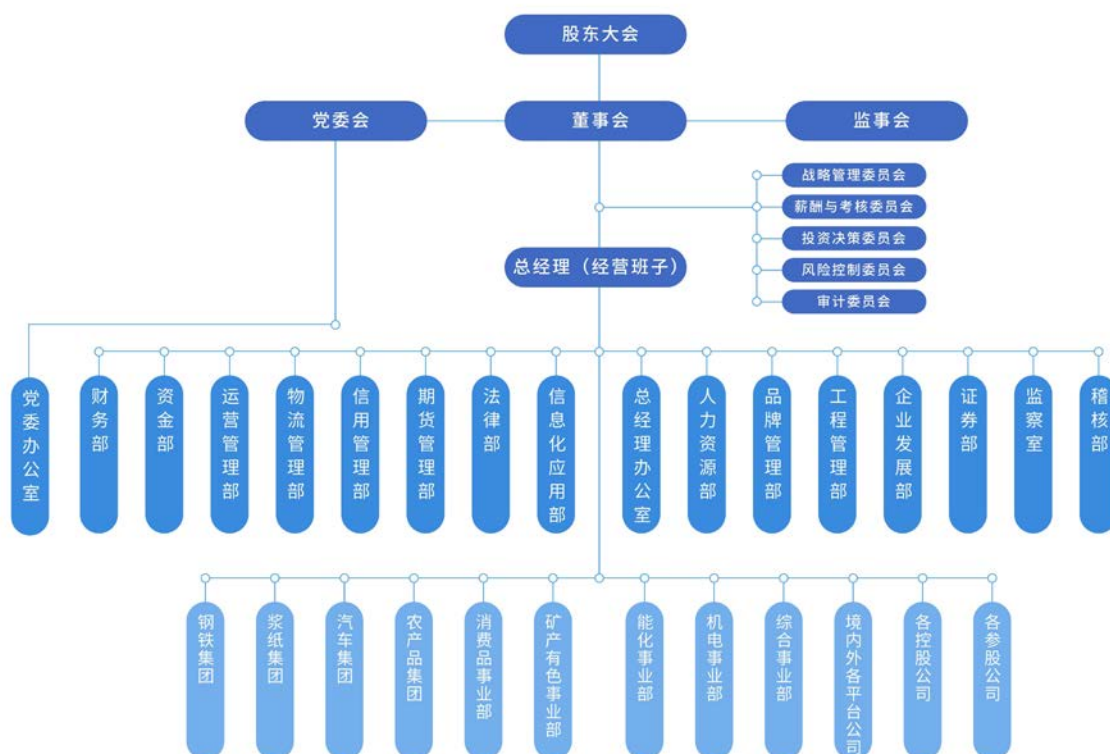
基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2021 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 6 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	243.96	360.66	544.57	706.16
资产总额(亿元)	2174.54	2953.99	3871.57	5810.22
所有者权益(亿元)	544.18	661.04	860.58	1065.99
短期债务(亿元)	206.42	348.20	310.29	896.41
长期债务(亿元)	513.87	619.09	860.44	989.42
全部债务(亿元)	720.29	967.29	1170.72	1885.83
营业总收入(亿元)	2803.82	3372.39	4329.49	2908.12
利润总额(亿元)	104.93	110.55	121.07	44.46
EBITDA(亿元)	129.39	128.64	143.89	--
经营性净现金流(亿元)	47.80	112.15	97.19	-516.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	42.14	45.94	70.22	--
存货周转次数(次)	2.32	2.04	2.07	--
总资产周转次数(次)	1.43	1.32	1.27	--
现金收入比(%)	110.22	117.33	114.78	138.01
营业利润率(%)	6.88	5.91	4.81	3.16
总资本收益率(%)	7.56	5.65	4.98	--
净资产收益率(%)	14.02	12.05	9.51	--
长期债务资本化比率(%)	48.57	48.36	50.00	48.14
全部债务资本化比率(%)	56.96	59.40	57.63	63.89
资产负债率(%)	74.98	77.62	77.77	81.65
流动比率(%)	174.73	161.33	163.96	144.07
速动比率(%)	52.37	57.11	59.49	53.51
经营现金流动负债比(%)	4.32	6.75	4.57	--
现金短期债务比(倍)	1.18	1.04	1.76	0.79
EBITDA 利息倍数(倍)	2.80	2.82	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.57	7.52	8.14	--

注：1. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2021 年上半年财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算；4. 部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，差异系指标计算口径不同造成

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.30	32.02	39.05	36.32
资产总额(亿元)	209.45	224.38	253.83	439.27
所有者权益(亿元)	96.15	93.72	112.39	126.93
短期债务(亿元)	12.03	13.89	11.61	134.13
长期债务(亿元)	9.98	9.98	19.98	0.00
全部债务(亿元)	22.01	23.88	31.59	134.13
营业收入(亿元)	19.32	13.61	11.50	11.58
利润总额(亿元)	8.10	12.18	13.17	1.78
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	24.42	6.42	7.42	-186.78
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.51	8.98	23.55	--
存货周转次数(次)	9.31	18.14	7.46	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	82.37	96.82	101.66	81.13
营业利润率(%)	23.66	28.09	37.94	16.11
净资产收益率(%)	8.31	12.55	11.46	--
长期债务资本化比率(%)	9.41	9.63	15.09	0.00
全部债务资本化比率(%)	18.63	20.30	21.94	51.38
资产负债率(%)	54.09	58.23	55.72	71.10
流动比率(%)	119.02	114.37	124.92	96.10
速动比率(%)	118.43	113.98	123.77	96.10
经营现金流动负债比(%)	23.64	5.32	6.11	--
现金短期债务比(倍)	3.85	2.30	3.36	0.27
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/

注：2021 年上半年财务数据未经审计；部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，差异系指标计算口径不同造成

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 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	2021/06/18	郭察理 黄冠嘉	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（打分表）（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
AA ⁻	稳定	2008/6/24	谢凌艳 张 成	债券资信评级方法（2003 年）	阅读全文
A ⁺	正面	2007/10/31	石雨欣 张志军	债券资信评级方法（2003 年）	阅读全文
A ⁺	稳定	2007/4/23	石雨欣 张志军	债券资信评级方法（2003 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

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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 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 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

联合资信评估股份有限公司关于 厦门建发股份有限公司 2021 年度第一期中期票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范,联合资信将在本期债项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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级,在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

厦门建发股份有限公司或本期债项如发生重大变化,或发生可能对厦门建发股份有限公司或本期债项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、外部经营环境及本期债项相关信息,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厦门建发股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时,联合资信将就该项进行必要调查,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厦门建发股份有限公司或本期债项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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。