

信用评级公告

联合〔2022〕1712号

联合资信评估股份有限公司通过对联发集团有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的2022年公司债券（第一期）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年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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

评级总监：

二〇二二年八月二日

联发集团有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）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

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：分为两个品种，两个品种合计发行规模不超过 25.00 亿元（含）

本期债券期限：品种一为 6 年期固定利率债券，附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 8 年期固定利率债券，附第 5 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

担保方式：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：拟用于偿还公司有息债务

评级时间：2022 年 8 月 2 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	V3.1.202205
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.1.202205

注：上述评级方法和评级模型均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存在一定的资金支出压力；房地产业务毛利率下降明显；部分项目存在去化及跌价压力；公司合作开发比例逐年增加，项目运营、资源管控难度有所增加以及若合作方流动性紧张或对合作项目产生影响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。

本期债券由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供连带责任保证担保，建发股份的担保实力极强，其担保对本期债券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债券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⁺，本期债券信用等级为 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。此外，截至 2022 年 3 月底，公司其他应付款中从建发股份拆入款项为 18.75 亿元。
- 公司债务结构以长期债务为主，债务指标处于合理水平且融资成本较低。**截至 2022 年 3 月底，公司长期债务占全部债务的比例为 83.14%，债务结构以长期债务为主；公司全部债务资本化比率为 53.58%，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，2021 年整体运营状况良好，其担保对本期债券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	3	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F1	现金流	资产质量	2	
			盈利能力	3	
			现金流量	3	
		资本结构		1	
		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

关注

1. 未来房地产市场运行存在一定不确定性。2021 年下半年以来房地产市场大幅降温，长期看房地产行业高速增长阶段已经结束，伴随行业调控政策趋于长期化，未来房地产市场运行存在一定不确定性。
2. 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，未来面临一定的资本支出压力。
3. 地产业务毛利率下滑明显，盈利能力有所下降。2019—2021 年，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；随着公司拿地均价上升，未来公司毛利率存在继续收窄的风险。
4. 需关注三线及以下城市项目去化风险及部分项目跌价风险。截至 2022 年 3 月底，公司剩余可售面积中三线及以下城市占 32.29%，存在一定去化压力；公司部分区域项目因获取成本较高计提跌价准备，需持续关注该部分项目跌价风险。
5. 合作开发规模大，项目运营及资源管控难度有所增加，少数股东权益占比高。2019—2021 年，随着公司合作开发项目增长，资源管控的难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求，同时，若合作方资金紧张或对项目开发将产生不利影响。2019—2021 年末，公司少数股东权益持续增长，截至 2022 年 3 月底，公司少数股东权益占 60.89%，权益稳定性弱。

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

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	99.36	117.26	180.55	170.75
资产总额（亿元）	835.72	964.11	1296.49	1313.02
所有者权益（亿元）	168.02	202.50	318.15	321.23
短期债务（亿元）	62.10	58.33	62.65	62.51
长期债务（亿元）	199.89	231.88	315.38	308.28
全部债务（亿元）	261.99	290.21	378.03	370.79
营业总收入（亿元）	205.56	239.04	273.00	27.52
利润总额（亿元）	22.78	19.64	19.05	1.08
EBITDA（亿元）	25.99	22.24	24.03	--
经营性净现金流（亿元）	-67.23	51.19	-45.18	5.52
营业利润率（%）	14.22	10.27	8.79	8.75
净资产收益率（%）	9.67	5.58	3.31	--
资产负债率（%）	79.90	79.00	75.46	75.53
全部债务资本化比率（%）	60.93	58.90	54.30	53.58
流动比率（%）	163.19	164.67	180.30	177.27
经营现金流动负债比（%）	-14.40	9.80	-6.90	--
现金短期债务比（倍）	1.60	2.01	2.88	2.73
EBITDA 利息倍数（倍）	2.11	1.42	1.27	--
全部债务/EBITDA（倍）	10.08	13.05	15.73	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	369.21	374.21	442.56	445.46
所有者权益（亿元）	94.02	88.54	103.48	102.46
全部债务（亿元）	109.15	131.42	132.00	137.25
营业收入（亿元）	7.39	6.98	8.73	0.42
利润总额（亿元）	14.04	5.81	13.36	-0.89
资产负债率（%）	74.53	76.34	76.62	77.00
全部债务资本化比率（%）	53.72	59.75	56.06	57.26
流动比率（%）	169.56	206.91	167.93	156.84
经营现金流动负债比（%）	-15.43	1.88	14.04	--

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 2022 年一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	2022/6/27	曹梦茹、张文韬	房地产企业信用评级方法 V3.1.202205 房地产企业主体信用评级模型 V3.1.202205	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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

联发集团有限公司 2022 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）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 2022 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”）。

截至 2022 年 3 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 2022 年 3 月底，公司拥有直接或间接控股子公司 198 家。

公司主营业务为房地产开发、供应链运营、物业及租赁管理。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1296.49 亿元，所有者权益 318.15 亿元（含少数股东权益 193.11 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 273.00 亿元，利润总额 19.05 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 1313.02 亿元，所有者权益 321.23 亿元（含少数股东权益 195.60 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 27.52 亿元，利润总额 1.08 亿元。

公司注册地址：厦门市湖里区湖里大道 31 号；法定代表人：赵胜华。

二、本期债券概况

公司拟发行联发集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），本期债券分为两个品

种，两个品种合计发行规模不超过 25.00 亿元（含），设品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权。其中品种一为 6 年期固定利率债券，附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 8 年期固定利率债券，附第 5 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司有息债务。

本期债券设定保证担保，由厦门建发股份有限公司提供连带责任保证担保。

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

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前

2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

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、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，

各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税

政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口

对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

2021年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但2021年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021年上半年，全国房地产开投资同比增长14.97%，但下半年以来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021年全年，全国房地产开发投资14.76万亿元，同比仅增长4.4%，增速较2020年下降2.6个百分点，下滑明显。其中住宅投资11.12万亿元，同比增长6.4%，增速较2020年下降1.2个百分点；办公楼投资0.60万亿元，同比下降8.0%，出现负增长；商业营业用房投资1.24万亿元，同比下降4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021年上半年新开工面积同比增长3.8%，进入7月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021年全年新开工面积19.89亿平方米，同比下降11.4%。从施工面积看，2021年全国房屋施工面积达97.54亿平方米，同比增长5.2%，增速较2020年有所回升。由于2017—2018年新开工房屋逐步进入竣工期，2021年全国房屋竣工面积10.14亿平方米，同比增长11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021 年上半年商品房销售面积同比增长 27.70%，较 2019 年上半年增长 16.70%。但 2021 年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021 年 7—12 月，全国商品房单月销售面积同比增速连续 6 个月为负；但得益于上半年销售增长，2021 年全年全国商品房销售面积 17.94 亿平方米，同比增长 1.90%，增速较 2020 年下降 0.7 个百分点；住宅销售面积 15.65 亿平方米，同比增长 1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021 年上半年第一轮集中供地热度较高，下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象：2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放

周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 2 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	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13%	26675.94	13.81%	23296.00	11.58 %
利用外资	175.72	0.10%	192.00	0.10%	107.00	0.05%
自筹资金	58157.84	32.56%	63376.65	32.82%	65428.00	32.53%
其他资金	95046.26	53.21%	102870.31	53.27%	112301.00	55.83%
其中：定金及预收款	61358.88	34.35%	66546.83	34.46%	73946.00	36.76%
个人按揭	27281.03	15.27%	29975.81	15.52%	32388.00	16.10%
合计	178608.59	100.00%	193114.90	100.00%	201132.00	100.00%

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021年初严查经营贷，2021年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但2022年3月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021年初，房地产市场延续年初热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策坚

定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。2021年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2021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
2021年2月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且2021年发布住宅用地公告不能超过3次；二是集中组织出让活动
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
2021年7月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021年9月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021年12月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年2-3月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022年3月郑州发布房地产新政19条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保

证交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表4 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021年3月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021年6月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展

2021年7月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021年9月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021年10月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021年12月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022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2022年3月底，公司期末在建项目建筑面积1025.54万平方米。2021年，公司签约销售金额为421.80亿元，2021年克而瑞操盘金额排名64位。

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2022年5月19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7月底，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，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》，明确公司各层级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持续增长，公司营业收入逐年增长；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。

2019—2021 年，公司营业总收入年均复合增长 15.24%，主要系房地产结转规模稳步增长所致。

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—2021 年，房地产开发业务收入占比均超过 80.00%。2019—2021 年，公司房地产开发业务收入逐年增长，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波动增长；公司物业及租赁管理业务收入波动增长，2021 年增幅较大主要系物业管理面积增加所致。公司其他业务板块规模较小，对公司营业收入影响较小。

2019—2021 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。2019—2021 年，因结转成本较高且受限价影响，毛利率较低的项目比例增加，公司房地产开发业务毛利率逐年下降。2020 年以来，受结转西城首府、悦澜山等毛利率为负项目影响，公司房地产开发毛利率大幅下降并处于较低水平。

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 27.52 亿元，同比增长 12.90%，主要系交付项目增加所致；综合毛利率进一步下降至 9.07%。

表 5 2019—2021 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务类别	2019 年			2020 年			2021 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	166.26	80.88%	20.52%	195.31	81.71%	12.17%	227.09	83.18%	9.13%
供应链运营	29.62	14.41%	1.01%	34.60	14.47%	0.64%	33.03	12.10%	0.66%
物业及租赁管理	6.03	2.93%	42.19%	6.02	2.52%	48.17%	8.21	3.01%	37.55%

其他业务	3.65	1.77%	29.67%	3.11	1.30%	31.51%	4.67	1.71%	26.09%
合计	205.56	100.00%	18.51%	239.04	100.00%	11.65%	273.00	100.00%	9.25%

资料来源：公司审计报告

2. 开发业务

(1) 土地储备

2019-2021年，公司全口径土地投资额逐年增长，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；截至2022年3月底，公司土地储备中三线及以下城市占比较高；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，2019-2021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，逐年加大合作力度，全口径土地投资额逐年增加，权益比例则逐年下降。随着公司合作开发规模加大，资源管控的难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求，同时，若合作方资金紧张或对项目开发将产生不利影响。

2019-2021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，2020年以来，拿地均价快速增长，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，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。

2022年1-3月，公司获取项目较少，位于莆田和厦门，获取项目楼面价受项目区域影响有所上升，新增土地储备金额权益比例进一步下降。

表6 公司新增土地及项目情况
(单位：块、万平方米、亿元、万元/平方米)

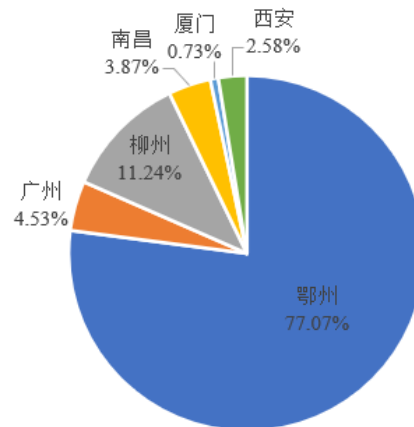
获取时间	2019年	2020年	2021年	2022年1-3月
新增项目数量	17	17	25	2
新增土地储备建筑面积全口径	229.32	179.36	214.08	11.71
新增土地储备建筑面积权益口径	193.38	107.70	137.32	3.95
新增土地储备金额全口径	169.06	190.78	275.85	22.35

新增土地储备金额权益口径	144.93	123.31	152.17	7.45
新增土地储备金额权益比例	85.73%	64.63%	55.17%	33.35%
新增土地储备楼面地价全口径	0.74	1.06	1.29	1.91

资料来源：公司提供

截至2022年3月底，公司未开工土地储备的权益计容建筑面积为141.96万平方米。从布局来看，主要位于鄂州、柳州等区域，公司土地储备中三线及以下城市（占88.31%）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1 截至2022年3月底公司未开工土地储备权益规划建筑面积区域占比情况



资料来源：公司提供

(2) 项目开发建设

近年来，公司开工力度逐年增加，2019年受前期开工力度大及项目储备相对不足的影响，新开工规模较小，2020年以来显著提升；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年以来显著提升；房屋竣工面积复合增长14.78%，期末在建面积逐年增长。

表 7 公司项目开发建设情况
(单位: 万平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
新开工面积	167.60	364.84	488.09	48.87
房屋竣工面积	246.17	299.90	324.34	10.70
期末在建面积	758.67	823.61	987.37	1025.54

注: 统计口径为全口径

资料来源: 公开提供

截至 2022 年 3 月底, 公司在建项目计划总投资额 1162.32 亿元, 尚需投资 309.74 亿元, 权益尚需投资 229.29 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。

表 8 2019—2021 年及 2022 年 1—3 月公司销售情况 (单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

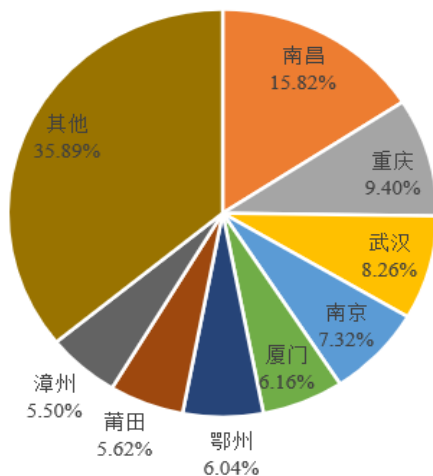
项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
协议销售面积	252.97	233.59	266.36	33.89
协议销售金额	273.04	340.48	421.80	56.51
协议销售均价	1.08	1.46	1.58	1.67

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

截至 2022 年 3 月底, 公司全口径总可售面积 (在建总可售+完工总可售) 为 1427.68 万平方米, 尚余可售面积为 464.83 万平方米, 区域分布如下图所示。

图 2 截至 2022 年 3 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 5%

资料来源: 公司提供

(3) 销售情况

受推盘节奏影响, 2019—2021 年公司协议销售规模逐年增长。公司剩余可售项目规模一般, 且有一定规模的三线及以下城市项目, 未来其销售去化或将存在一定的不确定性。

2020 年以来, 随着公司厦门项目推盘销售, 公司协议销售均价逐年增长。受此影响, 2019—2021 年, 公司协议销售金额逐年增长。2022 年 1—3 月, 受房地产市场下行影响, 公司协议销售面积同比下降 45.91%, 协议销售金额同比下降 33.75%; 协议销售均价为 1.67 万元/平方米。公司 2019—2021 年获取土地楼面价相对于其销售价格处于很高水平, 需关注其未来销售及利润情况。

从公司近两年销售情况看, 截至 2022 年 3 月底, 公司项目尚余可售规模可满足公司 2 年左右的销售需要, 可售规模一般。

截至 2022 年 3 月底, 公司剩余可售项目中有一定规模的三线及以下城市项目 (尚余可售面积占 32.29%), 未来其销售去化或将存在一定的不确定性。

3. 经营效率

公司整体经营效率指标处于较好水平。

2019—2021 年, 公司存货周转次数分别为 0.33 次、0.36 次和 0.34 次; 总资产周转次数分别为 0.27 次、0.27 次和 0.24 次。与同行业公司比较, 公司经营效率指标处于较好水平。

1 尚余可售口径=在建尚余可售+完工尚余可售

表 9 房地产开发类上市公司 2021 年经营效率指标

公司名称	存货周转次数 (次)	总资产周转次数 (次)
北京天恒置业集团有限公司	0.25	0.16
南京高科股份有限公司	0.33	0.15
厦门住宅建设集团有限公司	0.18	0.19
深圳市新南山控股(集团)股份有限公司	0.41	0.18
公司	0.34	0.24

数据来源: Wind

4. 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。

未来,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,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2019—2021年度财务报告,容诚会计师事务所(特殊普通合伙)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2022年一季度财务报表未经审计。

截至2021年底,公司合并资产总额1296.49亿元,所有者权益318.15亿元(含少数股东权益193.11亿元);2021年,公司实现营业总收入273.00亿元,利润总额19.05亿元。

截至2022年3月底,公司合并资产总额1313.02亿元,所有者权益321.23亿元(含少数股东权益195.60亿元);2022年1—3月,公司实现营业总收入27.52亿元,利润总额1.08亿元。

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。

表 10 2019—2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 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	761.75	91.15	860.11	89.21	1180.19	91.03	1196.50	91.13
货币资金	98.10	11.74	115.59	11.99	180.21	13.90	170.43	12.98
其他应收款(合计)	45.34	5.43	54.45	5.65	112.85	8.70	118.90	9.06
存货	572.54	68.51	605.05	62.76	833.96	64.32	850.38	64.77
非流动资产	73.97	8.85	104.00	10.79	116.30	8.97	116.51	8.87
长期股权投资	19.43	2.32	22.29	2.31	31.74	2.45	31.78	2.42
投资性房地产	30.64	3.67	52.51	5.45	49.86	3.85	50.08	3.81
递延所得税资产	13.60	1.63	13.87	1.44	14.72	1.14	14.72	1.12
资产总额	835.72	100.00	964.11	100.00	1296.49	100.00	1313.02	100.00

注:占比为占总资产比例

资料来源:公司财务报告、联合资信整理

2019—2021年末,公司资产规模持续增长,年均复合增长24.55%。截至2021年底,公司合并资产总额较上年底增长34.48%,主要系流动

资产增长所致。其中,流动资产占91.03%,非流动资产占8.97%。公司资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长24.47%。截至2021年底，流动资产较上年底增长37.21%，主要系存货增加所致。

2019—2021年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 35.54%。截至 2021 年底，公司货币资金较上年底增长 55.90%，主要系销售规模扩大回款增加所致。货币资金中有 4.46 亿元受限资金，受限比例较小，主要为项目监管资金（占 88.43%）、司法冻结、按揭贷款保证金、保函保证金、票据保证金和其他保证金。

2019—2021 年末，公司其他应收款（合计）持续增长，年均复合增长 57.76%。截至 2021 年底，公司其他应收款（合计）较上年底增长 107.24%，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 72.05%，公司其他应收款以一年以内为主；从构成来看，其他应收款以建发股份合并范围外及合作方经营往来款项（占比为 93.37%）和保证金及押金（占比为 3.45%）为主，往来款为合作项目经营性往来，回收风险不大。

2019—2021年末，公司存货持续增长，年均复合增长20.69%。截至2021年底，公司存货较上年底增长37.83%，主要系获取土储增加以及在在建项目投入增加所致。从存货构成来看，主要由开发成本（占比为92.59%）和开发产品（占比为7.17%）构成。2021年，公司新增计提跌价准备7.37亿元，截至2021年底，公司累计计提存货跌价准备16.37亿元，主要针对天津荣颂庭院、重庆西城首府和南京翡翠方山项目计提，系当地市场不及预期所致。考虑到公司存货中仍有一定规模的三四线城市项目，且一二线城市项目获取成本较高，在房地产行业下行的背景下，公司仍将面临一定的存货去化压力及减值风险。

(2) 非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 25.39%。截至 2021 年

底，公司非流动资产较上年底增长 11.83%，主要系对外投资增加所致。

2019—2021 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 27.80%。截至 2021 年底，公司长期股权投资较上年底增长 42.38%，主要系对外投资项目增加所致。2021 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益为 0.42 亿元。

公司投资性房地产采用公允价值模式计量。2019—2021 年末，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长 27.56%。截至 2021 年底，公司投资性房地产较上年底下降 5.06%，主要系当期公司转出部分投资性房地产用于注资厦门软件职业技术学院所致。公司投资性房地产主要位于厦门、重庆等区域，评估单价为 5750 元/平方米，评估单价较合理。

截至2021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 27.70%，主要系存货的贷款抵押所致。

表 11 截至 2021 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	4.46	0.34%
存货	341.37	26.33%
投资性房地产	10.25	0.79%
固定资产	0.12	0.01%
长期股权投资	2.94	0.23%
合计	359.13	27.70%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 1.27%，公司资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021 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高，所有者权益稳定性弱。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 37.61%。截至 2021 年底，公司所有者权益 318.15 亿元，较上年底增长

57.12%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 39.30%，少数股东权益占比为 60.70%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 6.60%、2.45%、0.08%、1.13%、3.41%和 25.62%。公司所有者权益结构稳定性弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 321.23 亿元，较上年底增长 0.97%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 39.11%，少数股东权益占比为 60.89%。所有者权益结构较上年底变化不大。

（2）负债

2019—2021 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，债务负担较为合理且以长期债务为主，但 2023 年和 2024 年债务到期规模较大，届时公司存在一定集中偿付压力。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 21.05%。截至 2021 年底，公司负债总额 978.33 亿元，较上年底增长 28.46%，流动负债和非流动负债均有增加。其中，流动负债占 66.91%，非流动负债占 33.09%。公司负债以流动负债为主。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 18.42%。截至 2021 年底，公司流动负债 654.56 亿元，较上年底增长 25.32%，主要系销售规模扩大预售房款增加所致。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 24.87%。截至 2021 年底，公司应付账款 66.71 亿元，较上年底增长 34.22%，主要系应付开发成本款增加所致。其中应付开发成本款及应付货款占比分别为 91.88%和 6.80%。

2019—2021 年末，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长 0.96%。截至 2021 年

底，公司其他应付款（合计）83.92 亿元，较上年底增长 30.95%，主要系往来款增加所致。公司其他应付款主要为合作项目往来款（占比为 94.33%）。

2019—2021 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 6.88%。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 54.29 亿元，较上年底增长 2.12%。

公司合同负债主要为预收售房款。截至 2021 年底，公司合同负债 388.80 亿元，较上年底增长 28.04%，随签约销售规模扩大而增加。

2019—2021 年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 76.67%。截至 2021 年底，公司其他流动负债 33.64 亿元，较上年底增长 29.72%，主要系待转销项税额增加所致。

2019—2021 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 26.94%。截至 2021 年底，公司非流动负债 323.78 亿元，较上年底增长 35.30%，主要系随开发规模扩大，借款规模增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 57.19%）、应付债券（占 31.53%）和长期应付款（合计）（占 6.75%）构成。

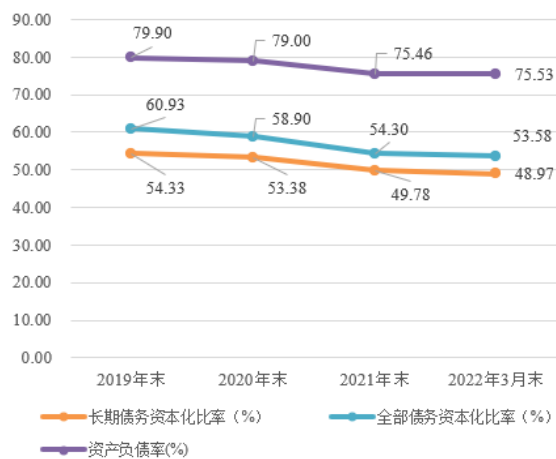
2019—2021 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 25.38%。截至 2021 年底，公司长期借款 185.17 亿元，较上年底增长 80.36%，主要系融资增加所致。

2019—2021 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 22.63%。截至 2021 年底，公司应付债券 102.08 亿元，较上年底增长 0.33%。

2019—2021 年末，公司长期应付款（合计）波动增长，年均复合增长 52.98%。截至 2021 年底，公司长期应付款（合计）21.87 亿元，较上年底下降 3.33%，主要为招商创融-联发集团购房尾款资产支持专项计划和联发物业费资产支持专项计划。

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，2019—2021年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长20.12%。截至2021年底，公司全部债务378.03亿元，较上年底增长30.26%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占16.57%，长期债务占83.43%，以长期债务为主。从债务指标来看，2019—2021年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降。截至2021年底，公司债务中银行借款占61.61%，债券融资占31.01%，非标融资占7.37%。2021年，公司平均融资成本为4%~5.5%，公司融资成本较低。

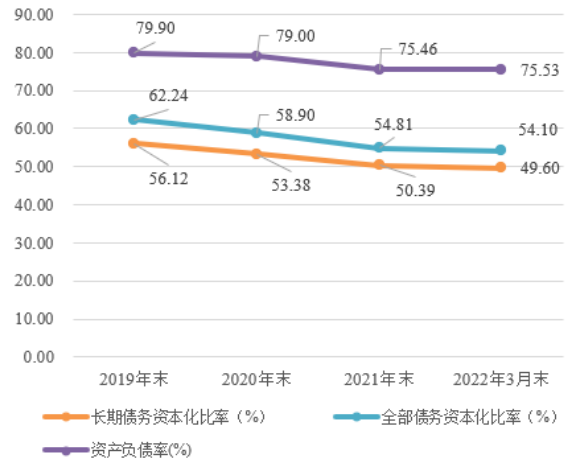
图3 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

如将永续债调入长期债务，2019—2021年末，公司全部债务分别为276.99亿元、290.21亿元和385.84亿元，年均复合增长18.03%。

图4 公司债务指标情况（包含永续债）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2022年3月底，公司负债总额991.79亿元，较上年底增长1.38%。其中，流动负债占68.06%，非流动负债占31.94%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2022年3月底，公司全部债务370.79亿元，较上年底下降1.91%。债务结构方面，短期债务占16.86%，长期债务占83.14%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2022年3月底，公司资产负债率小幅上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降。

如将永续债调入长期债务，截至2022年3月底，公司调整后全部债务增至378.60亿元。截至2022年3月底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年底变化不大。

从债务期限来看，公司2023年和2024年到期债务规模较大，届时公司存在一定集中偿付压力。

表12 截至2021年底公司债务期限分布（亿元）

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	租赁负债	长期应付款	其他非流动负债	合计
2022年	8.32	54.29	--	--	--	--	--	62.61
2023年	--	--	69.91	38.78	0.16	21.72	5.00	135.57
2024年	--	--	106.39	30.00	0.10	--	--	136.48
2025年及以后	--	--	8.88	33.30	1.15	--	--	43.32
合计	8.32	54.29	185.17	102.08	1.41	21.72	5.00	377.99

注：表中债务金额与联合资信全部债务统计口径存在一定差异，上表不包括应付票据
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019—2021年，受益于结转面积增加，公司营业收入持续增加；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。2022年1—3月，营业收入同比增长。

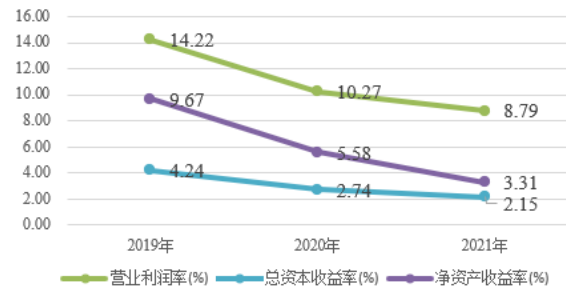
营业总收入分析见经营概况。

从期间费用看，2019—2021年，公司费用总额持续增长，年均复合增长23.71%。2021年，公司费用总额为13.62亿元，同比增长50.63%，主要系销售费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为66.72%、5.04%和27.59%，以销售费用为主。其中，销售费用为9.09亿元，同比增长17.71%，主要系广告宣传费和职工薪酬增加所致；管理费用为0.69亿元，同比增长13.43%，主要系办公费增加所致；财务费用为3.76亿元，同比增长467.28%，主要系债务规模增加利息支出随之增加所致。

非经常性损益方面，2019—2021年，公司投资收益分别为5.01亿元、11.07亿元和16.52亿元，占营业利润比例分别为21.91%、55.19%和86.83%，2021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。2019—2021年，公司资产减值损失逐年增长，分别为2.68亿元、6.65亿元和7.51亿元，主要为存货跌价损失。

盈利指标方面，2019—2021年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均持续下降。

图5 公司盈利指标情况



从同行业对比来看，2021年公司盈利指标在行业中处于中下等水平。

表13 2021年同行业公司盈利能力对比情况

(单位：%)

企业名称	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	11.67	1.08	0.23
南京高科股份有限公司	22.78	8.78	16.61
厦门住宅建设集团有限公司	45.15	4.30	8.74
深圳市新南山控股(集团)股份有限公司	20.95	2.76	10.25
公司	9.25	1.92	7.18

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

2022年1—3月，公司实现营业总收入27.52亿元，同比增长12.90%，主要系竣工项目增加所致；营业利润率为8.75%，同比下降1.01个百分点，同比变化不大。

5. 现金流

2019—2021年，公司经营活动现金流净额有所波动，对融资较为依赖。2022年1—3月，公司项目获取规模下降，经营活动现金流净额由净流出转为净流入。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14 公司现金流量情况(单位：亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
经营活动现金流入小计	324.41	382.13	445.68	94.63
经营活动现金流出小计	391.64	330.94	490.86	89.11
经营现金流量净额	-67.23	51.19	-45.18	5.52
投资活动现金流入小计	13.73	45.84	36.04	1.98
投资活动现金流出小计	19.58	62.48	37.31	2.37
投资活动现金流量净额	-5.85	-16.64	-1.27	-0.39
筹资活动前现金流量净额	-73.09	34.55	-46.45	5.13
筹资活动现金流入小计	253.35	295.37	490.63	29.79

筹资活动现金流出小计	164.60	289.64	379.06	46.71
筹资活动现金流量净额	88.75	5.73	111.58	-16.92

资料来源：公司财务报表

从经营活动来看，2019—2021 年，公司经营现金流入持续增长，年均复合增长 17.21%。2021 年公司经营活动现金流入同比增长 16.63%，主要系销售规模扩大现金回流增加所致。2019—2021 年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长 11.95%。2021 年，经营活动现金流出同比增长 48.32%，主要系公司购地及建设支出增加所致。2019—2021 年，公司经营活动现金净额有所波动。

从投资活动来看，2019—2021 年，公司投资活动现金流入年均复合增长 62.00%。2021 年，公司投资活动现金流入同比下降 21.38%，主要系处置长期股权投资收回资金减少所致。2019—2021 年，公司投资活动现金流出年均复合增长 38.02%。2021 年，公司投资活动现金流出同比下降 40.29%，主要系支付非关联方占用资金减少所致。2019—2021 年，公司投资活动现金净额持续为负。

从筹资活动来看，2019—2021 年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 39.16%。2021 年，公司筹资活动现金流入同比增长 66.11%，主要系收回非关联方占用资金的本息以及循环购买基础资产（招商创融购房尾款资产支持专项计划）增加所致。2019—2021 年，公司筹资活动现金流出年均复合增长 51.75%。2021 年，公司筹资活动现金净流出同比增长 1845.84%，主要系支付非关联方占用资金的本息大幅增长所致。2019—2021 年，公司

筹资活动现金净额持续净流入。

2022 年 1—3 月，从经营活动来看，受拿地规模较小影响，公司经营活动现金净额为净流入；投资活动现金净流持续净流出；受偿还债务规模较大影响，公司筹资活动现金流量净额为净流出。

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，2019—2021 年末，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有所波动，现金短期债务比逐年上升。截至 2022 年 3 月底，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均较上年底小幅下降。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，2019—2021 年，公司 EBITDA 波动下降。2021 年，公司 EBITDA 同比增长 8.05%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 18.42%）和利润总额（占 79.27%）构成。2019—2021 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 15 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	163.19	164.67	180.30	177.27
	速动比率（%）	40.53	48.83	52.89	51.28
	经营现金流流动负债比（%）	-14.40	9.80	-6.90	0.82
	现金短期债务比（倍）	1.60	2.01	2.88	2.73
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	25.99	22.24	24.03	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.08	13.05	15.73	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	2.11	1.42	1.27	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年3月底，公司共获得各银行授信额度401.99亿元，其中已使用额度241.37亿元，未使用额度160.62亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2022年3月底，除为商品房承购人提供抵押贷款担保外，公司对外实际担保金额为5.83亿元，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2022年3月底，公司无重大未决诉讼。

7. 母公司财务分析

2019—2021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。

2019—2021年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长9.48%。截至2021年底，母公司资产总额442.56亿元，较上年底增长18.27%。其中，流动资产329.94亿元(占比74.55%)，非流动资产112.62亿元(占比25.45%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占13.04%)和其他应收款(合计)(占86.00%)构成；非流动资产主要由债权投资(占5.03%)、长期股权投资(占67.38%)、投资性房地产(占14.91%)、其他非流动资产(占7.71%)和其他非流动资产(占7.71%)构成。截至2021年底，母公司货币资金为43.02亿元。

2019—2021年末，母公司负债持续增长，年均复合增长11.01%。截至2021年底，母公司负债总额339.09亿元，较上年底增长18.70%。其中，流动负债196.48亿元(占比57.94%)，非流动负债142.61亿元(占比42.06%)。从构成看，流动负债主要由其他应付款(合计)

(占85.62%)和一年内到期的非流动负债(占8.48%)构成；非流动负债主要由长期借款(占7.17%)、应付债券(占71.58%)和长期应付款(合计)(占15.23%)构成。母公司2021年资产负债率为76.62%，较2020年提高0.28个百分点。截至2021年底，母公司全部债务132.00亿元，长期债务占85.09%。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率56.06%，母公司债务负担尚可。

2019—2021年末，母公司所有者权益波动增长，年均复合增长4.91%。截至2021年底，母公司所有者权益为103.48亿元，较上年底增长16.87%，主要系未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本为21.00亿元(占20.29%)、资本公积合计0.42亿元(占0.40%)、未分配利润合计63.75亿元(占61.61%)、盈余公积合计10.50亿元(占10.15%)，所有者权益稳定性较弱。

2019—2021年，母公司营业总收入波动增长，年均复合增长8.70%；利润总额波动下降，年均复合下降2.43%；投资收益波动增长，年均复合增长10.61%。2021年，母公司营业总收入为8.73亿元，营业收入为8.73亿元，利润总额为13.36亿元。同期，母公司投资收益为17.99亿元。

2019—2021年，母公司经营活动产生的现金流量净额逐年增加；投资活动产生的现金流量净额波动增长；筹资活动产生的现金流量净额逐年增加。

截至2022年3月底，母公司资产总额445.46亿元，所有者权益为102.46亿元，负债总额343.00亿元；母公司资产负债率77.00%；全部债务137.25亿元，全部债务资本化比率57.26%。2022年1—3月，母公司营业收入0.42亿元，利润总额-0.89亿元，投资收益1.10亿元。2022年1—3月，公司母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为4.93亿元、1.23亿元、2.89亿元。

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2022年3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，分别为公司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 2022 年 3 月底，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、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，本期债券发行后，公司整体偿债能力很强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行金额为不超过 25.00 亿元，本期债券发行金额分别占 2022 年 3 月底公司长期债务和全部债务的 8.11%和 6.74%，对公司现有债务结构影响不大。以 2022 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，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上升至 75.99%、55.20%和 50.92%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金拟用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担或将低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2021 年的财务数据为基础，考虑本期债券发行后，公司 2021 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；2021 年经营活动现金净流量无法覆盖发行后的长期债务；2021 年 EBITDA 对发行后长期债务的保障能力一般。

表 16 本期债券保障能力测算

项目	2021 年
发行后长期债务*（亿元）	340.38
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.31
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.13
发行后长期债务/EBITDA（倍）	0.07

注：发行后长期债务为将本期债券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

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

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，建发股份营业收入增长较快、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、建发股份有息债务规模增长较快、毛利率有所下滑。

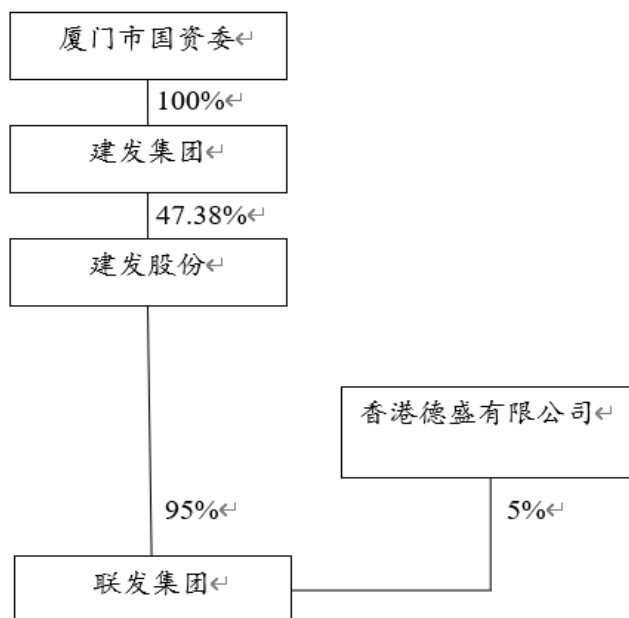
未来，随着供应链运营业务稳步发展、房地产在建项目持续销售，建发股份发展战略逐步落实，整体竞争力有望增强，经营状况有望保持良好。

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主体长期信用评级报告）。

十一、 结论

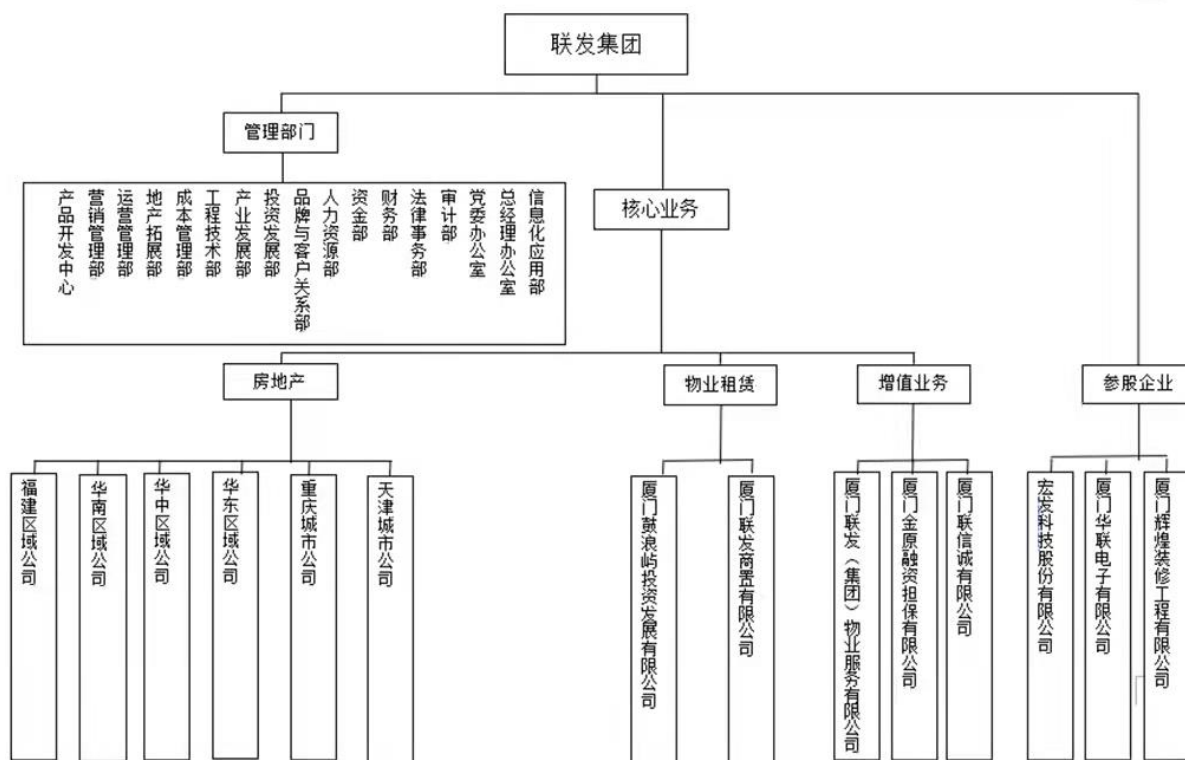
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及增信措施等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 3 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 2022 年 3 月底联发集团有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 3 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	持股比例 (%)	取得方式
1	厦门联发（集团）房地产有限公司	房地产开发	100	投资设立
2	厦门联发商置有限公司	物业租赁及管理	100	投资设立
3	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	100	投资设立
4	厦门联信诚有限公司	贸易	100	同一控制下企业合并
5	厦联发有限公司	贸易	100	投资设立
6	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	100	非同一控制下企业合并
7	欣卓美（厦门）商业运营管理有限公司	物业租赁及管理	100	投资设立
8	联发集团天津房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
9	联发集团天津联和房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
10	南昌联发置业有限公司	房地产开发	100	投资设立
11	联发集团南昌联宏房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
12	联发集团重庆房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
13	联发集团扬州房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
14	扬州联成置业有限公司	房地产开发	100	投资设立
15	联发集团武汉房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
16	联发集团武汉投资建设有限公司	房地产开发	100	投资设立
17	联发集团杭州房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
18	联发集团杭州联嘉房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
19	联发集团联翔（杭州）房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
20	联发集团南京房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
21	江门联粤房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
22	南宁联发置业有限公司	房地产开发	100	投资设立
23	广西联发呈辉房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
24	柳州联发置业有限公司	房地产开发	100	投资设立
25	联发集团桂林联盛置业有限公司	房地产开发	100	投资设立
26	联发集团桂林益联盛置业有限公司	房地产开发	100	投资设立
27	联发集团桂林联泰置业有限公司	房地产开发	100	投资设立
28	联发-财通新三板资产管理计划	资产管理	100	投资设立
29	江苏联辰置业有限公司	房地产开发	100	投资设立
30	深圳联粤房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立
31	漳州联嘉置业有限公司	房地产开发	100	投资设立

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
32	西安联宏泰房地产开发有限公司	房地产开发	100	投资设立

注：上表为公司直接持股比例 100%的子公司

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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	99.36	117.26	180.55	170.75
资产总额 (亿元)	835.72	964.11	1,296.49	1,313.02
所有者权益 (亿元)	168.02	202.50	318.15	321.23
短期债务 (亿元)	62.10	58.33	62.65	62.51
长期债务 (亿元)	199.89	231.88	315.38	308.28
全部债务 (亿元)	261.99	290.21	378.03	370.79
营业收入 (亿元)	205.56	239.04	273.00	27.52
利润总额 (亿元)	22.78	19.64	19.05	1.08
EBITDA (亿元)	25.99	22.24	24.03	--
经营性净现金流 (亿元)	-67.23	51.19	-45.18	5.52
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	31.67	40.68	50.30	--
存货周转次数 (次)	0.33	0.36	0.34	--
总资产周转次数 (次)	0.27	0.27	0.24	--
现金收入比 (%)	126.31	140.79	148.32	301.15
营业利润率 (%)	14.22	10.27	8.79	8.75
总资本收益率 (%)	4.24	2.74	2.15	--
净资产收益率 (%)	9.67	5.58	3.31	--
长期债务资本化比率 (%)	54.33	53.38	49.78	48.97
全部债务资本化比率 (%)	60.93	58.90	54.30	53.58
资产负债率 (%)	79.90	79.00	75.46	75.53
流动比率 (%)	163.19	164.67	180.30	177.27
速动比率 (%)	40.53	48.83	52.89	51.28
经营现金流动负债比 (%)	-14.40	9.80	-6.90	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.11	1.42	1.27	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.08	13.05	15.73	--

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. 2022 年一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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.31	17.74	43.34	52.34
资产总额（亿元）	369.21	374.21	442.56	445.46
所有者权益（亿元）	94.02	88.54	103.48	102.46
短期债务（亿元）	28.75	18.50	19.69	36.91
长期债务（亿元）	80.39	112.93	112.31	100.34
全部债务（亿元）	109.15	131.42	132.00	137.25
营业收入（亿元）	7.39	6.98	8.73	0.42
利润总额（亿元）	14.04	5.81	13.36	-0.89
EBITDA（亿元）	14.04	5.81	13.36	--
经营性净现金流（亿元）	-27.85	2.67	27.59	4.93
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	60.52	221.66	599.38	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	100.63	142.44	37.77	649.00
营业利润率（%）	14.40	15.84	17.63	65.20
总资本收益率（%）	6.69	2.06	4.25	--
净资产收益率（%）	14.46	5.12	9.67	--
长期债务资本化比率（%）	46.09	56.05	52.05	49.48
全部债务资本化比率（%）	53.72	59.75	56.06	57.26
资产负债率（%）	74.53	76.34	76.62	77.00
流动比率（%）	169.56	206.91	167.93	156.84
速动比率（%）	169.54	206.90	167.93	156.84
经营现金流动负债比（%）	-15.43	1.88	14.04	--
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，2022 年一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	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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 年面向专业投资者公开 发行公司债券（第一期）信用评级报告的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评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（以下简称“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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。

信用评级公告

联合〔2022〕6428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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十日

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：2022 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

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

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极强的竞争优势；其房地产板块具备显著的区域品牌优势，综合开发实力较强。同时，联合资信也关注到公司房地产业务开工及土地投资规模快速增长，资金压力大幅上升、公司有息债务规模增长较快、经营活动现金净额持续下降等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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，发展战略逐步落实，公司整体竞争力及经营状况有望得以巩固。

基于对公司主体长期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 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 厦门市经济实力持续增强，公司外部发展环境良好。厦门市作为五大计划单列市之一，经济实力持续增强，财政实力稳步提升。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。
2. 公司供应链运营业务网络覆盖地域广泛，经营品种丰富，形成了完善的运营价值链。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，具备极强的资源整合能力；公司经营品种包括金属材料、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，能够有效分散风险。
3. 公司房地产业务具备显著的区域品牌优势，综合开发实力较强，土地储备充足。公司房地产业务区域品牌优势显著，项目储备充足。截至 2021 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”）土地储备面积分别为 2087.61 万平方米和 586.25 万平方米，为房地产业务持续发展奠定基础。

分析师：邢霖雪 刘丙江

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. 公司房地产业务未来去化情况有待关注。2019—2021年，为拓展市场份额，公司地产业务开工及土地投资规模快速增长，资金压力大幅上升，且经济下行压力加大以及疫情多点频发，均对市场需求产生抑制。
2. 公司有息债务规模增长较快，整体债务负担较重。2019—2021年，公司全部债务持续增长，年均复合增长25.55%。截至2022年3月底，公司全部债务2000.44亿元，较2021年底增长31.20%，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79.64%、58.80%和44.80%。
3. 公司所有者权益稳定性较弱。截至2021年底，公司所有者权益1369.18亿元，其中少数股东权益占比为62.87%，其他权益工具占比为7.04%。
4. 公司经营活动产生的现金流量净额持续下降。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持续下降。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	360.66	544.57	910.44	906.05
资产总额(亿元)	2953.99	3871.57	6024.59	6885.20
所有者权益(亿元)	661.04	860.58	1369.18	1401.87
短期债务(亿元)	348.20	310.29	465.08	862.91
长期债务(亿元)	619.09	860.44	1059.67	1137.53
全部债务(亿元)	967.29	1170.72	1524.74	2000.44
营业收入(亿元)	3372.39	4329.49	7078.44	1505.99
利润总额(亿元)	110.55	121.07	158.02	17.32
EBITDA(亿元)	128.64	143.89	186.83	--
经营性净现金流(亿元)	112.15	97.19	4.09	-332.85
营业利润率(%)	5.91	4.81	3.44	2.80
净资产收益率(%)	12.05	9.51	8.01	--
资产负债率(%)	77.62	77.77	77.27	79.64
全部债务资本化比率(%)	59.40	57.63	52.69	58.80
流动比率(%)	161.33	163.96	154.58	147.32
经营现金流动负债比(%)	6.75	4.57	0.11	--
现金短期债务比(倍)	1.04	1.76	1.96	1.05
EBITDA利息倍数(倍)	2.82	2.57	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.52	8.14	8.16	--
公司本部（母公司）				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	224.38	253.83	380.20	517.66
所有者权益(亿元)	93.72	112.39	185.78	185.45
全部债务(亿元)	23.88	31.59	40.62	203.50

营业收入(亿元)	13.61	11.50	39.17	12.07
利润总额(亿元)	12.18	13.17	12.77	-0.03
资产负债率(%)	58.23	55.72	51.14	64.18
全部债务资本化比率(%)	20.30	21.94	17.94	52.32
流动比率(%)	114.37	124.92	116.62	114.88
经营现金流负债比(%)	5.32	6.11	31.80	--

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. 2022 年 1-3 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；5. 2020-2021 年末及 2022 年 3 月末，所有者权益中分别包含权债券 19.96 亿元、96.42 亿元和 96.42 亿元

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：

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	2022/06/06	邢霖雪 刘丙江	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	2008/06/24	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	2007/04/23	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

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厦门建发股份有限公司（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、该公司信用等级自 2022 年 7 月 20 日至 2023 年 7 月 19 日有效；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。

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“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%。

经过多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至2022年6月底，公司注册资本为30.06亿元，总股本为30.06亿股，其中建发集团持股比例45.13%，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2021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26761人。

截至2021年底，公司合并资产总额6024.59亿元，所有者权益为1369.18亿元（含少数股东权益860.74亿元）；2021年，公司实现营业总收入7078.44亿元，利润总额158.02亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额6885.20亿元，所有者权益1401.87亿元（含少数股东权益883.82亿元）；2022年1-3月，公司实现营业总收入1505.99亿元，利润总额17.32亿元。

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. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022年一季度，中国国内生产总值27.02万亿元，按不变价计算，同比增长4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前2019年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为6.00%和5.80%，工农业生产总体稳定，

¹为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的2021年两年平均增速为以2019年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不

及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 1 2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同

期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

三、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

(1) 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。

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。2021 年，国际大宗商品价格呈先涨后跌走势，前 10 个月持续上涨，个别产品价格创出历史新高，

10 月底开始震荡回落，总体水平比上年明显上涨。2022 年一季度，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动。中国政府重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，稳定大宗商品价格的政策接连发布，保供稳价效果已经显现。

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) 国际贸易

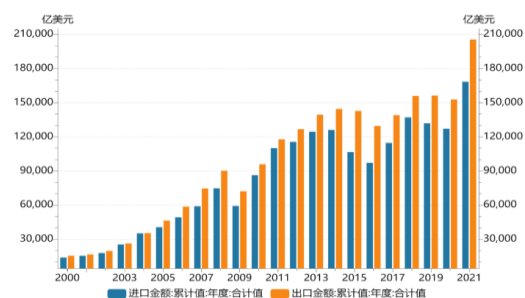
2021 年，随着疫情缓和与经济复苏，国际市场需求增加利好中国外贸行业发展。中国经济恢复发展，良好的疫情防控、一系列多边贸易协定的签署为外贸进出口保持较快增长奠定基础。2021 年，中国出口业绩创历史新高，进出口贸易经营企业数量同比增长。

2020 年，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。但同时，2020 年中国外贸进出口实现快速回稳、持续向好。根据海关总署发布的数据，2020 年，中国货物贸易进出口总值 32.16 万亿元，同比增长 1.9%，外贸规模创历史新高。其中，出口 17.93 万亿元，同比增长 4%，创造了中国出口规模的历史新高；进口 14.22 万亿元，同比下降 0.7%；贸易顺差 3.7 万亿元，同比增长 27.4%。

随着疫情缓和与经济复苏，全球贸易正持续恢复并超过疫情前水平，中国外贸实现较快增长。根据海关总署发布的数据，2021

年，中国货物贸易进出口总值 39.1 万亿元，同比增长 21.4%，外贸规模创历史新高。其中，出口 21.73 万亿元，增长 21.2%；进口 17.37 万亿元，增长 21.5%。与 2019 年相比，中国货物贸易进出口、出口、进口分别增长 23.9%、26.1%、21.2%。三大因素支撑了中国 2021 年外贸的较快增长，一是中国经济发展和疫情防控保持全球领先地位。2021 年，中国经济继续保持恢复态势，主要经济指标保持了较快增长，特别是国内生产和消费需求为外贸稳增长提供了强有力支撑。据海关统计，2021 年中国中间产品进口和出口分别增长 24.9% 和 28.6%，消费品进口增长 9.9%。二是全球经济保持复苏态势，2021 年，全球经济整体呈现复苏态势。世界银行、国际货币基金组织均预测世界经济增长 5% 以上，世界贸易组织预测全球货物贸易量增长 10.8%。2021 年，中国对欧盟、非洲出口增速均超过 20%，对拉丁美洲出口增速超过 40%。其中，笔记本电脑、平板电脑、家用电器等宅经济相关产品和医药材及药品等出口继续保持较大增幅，有力支持了全球抗疫。三是稳增长政策措施效果持续显现。2021 年以来，中国出台了一系列稳主体、稳市场和保障外贸产业链供应链稳定畅通的政策措施，如保持流动性合理充裕，延续并完善部分减税降费政策，实施新的结构性减税，加大对中小微企业、制造业企业的融资支持，加快发展外贸新业态新模式，进一步深化跨境贸易便利化改革，推进自由贸易试验区贸易投资便利化改革创新等。上述政策效果持续释放，助力外贸企业纾困解难，成为外贸稳增长的重要支撑。

图 1 中国进出口贸易总值



资料来源：Wind，联合资信整理

2021 年，中国全年有进出口实绩的企业继续增加，达到了 56.7 万家，增加了 3.6 万家。其中，民营企业继续保持中国第一大外贸经营主体地位，实现进出口 19 万亿元，增长 26.7%，占中国外贸总值的 48.6%；外商投资企业进出口继续保持稳定，进出口 14.03 万亿元，增长 12.7%；国有企业进出口提速，进出口 5.94 万亿元，增长 27.7%。

从外贸结构来看，机电和高新技术产品出口继续大幅增长，高新技术产品总体增长强劲，劳动密集型产品（例如箱包、服装、鞋靴、家具、玩具等）出口量和出口额增速也较高。

从进出口地区来看，2021 年，中国前五大贸易伙伴依次为东盟、欧盟、美国、日本和韩国，对上述贸易伙伴进出口额分别为 56743.1 亿元、53511.8 亿元、48827.2 亿元、24019.7 亿元和 23407.5 亿元，分别增长 19.7%、19.1%、20.2%、9.4%和 18.4%。

2. 房地产行业

（1）房地产行业概况

从开发投资端来看，商业营业用房景气度在疫情发生后出现显著下滑，2021 年进一步小幅下探，其降温主要来自疫情对经济和消费的影响；办公楼景气度在疫情发生后受到小幅冲击，但自 2021 年 7 月以来快速下降，其降温主要来自房地产融资环境变化。

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。

房地产投资开发方面，2021 年，全国房地产开发投资完成额 14.76 万亿元，累计同比增长 4.4%，增速较 2020 年减少 2.6 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 11.12 万亿元，累计同比增长 6.4%；办公楼完成投资额 0.60 万亿元，累计同比下降 8.0%；商业营业用房完成投资额 1.24 万亿元，累计同比下降 4.8%。

施工方面，2021 年，房地产开发企业房屋施工面积 975387 万平方米，比上年增长 5.2%。其中，住宅施工面积 690319 万平方米，增长 5.3%。房屋新开工面积 198895 万平方米，下降 11.4%。其中，住宅新开工面积 146379 万平方米，下降 10.9%。房屋竣工面积 101412 万平方米，增长 11.2%。其中，住宅竣工面积 73016 万平方米，增长 10.8%。

从销售情况来看，2021 年，商品房销售面积 179433 万平方米，比上年增长 1.9%；比 2019 年增长 4.6%，两年平均增长 2.3%。其中，住宅销售面积比上年增长 1.1%，办公楼销售面积增长 1.2%，商业营业用房销售面积下降 2.6%。商品房销售额 181930 亿元，增长 4.8%；比 2019 年增长 13.9%，两年平均增长 6.7%。其中，住宅销售额比上年增长 5.3%，办公楼销售额下降 6.9%，商业营业用房销售额下降 2.0%。

（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。2021 年，房企拿地规模有所下滑，到位资金在销售回款驱动下保持增长，随着融资渠道收紧，房企对销售回款的依赖加强。

土地市场方面，2021 年，房地产开发企业土地购置面积 21590 万平方米，比上年下降 15.5%；土地成交价款 17756 亿元，增长 2.8%。

从资金来源上看, 2021 年, 房地产开发企业到位资金 201132 亿元, 比上年增长 4.2%; 比 2019 年增长 12.6%, 两年平均增长 6.1%。其中, 国内贷款 23296 亿元, 比上年下降 12.7%; 利用外资 107 亿元, 下降 44.1%; 自筹资金 65428 亿元, 增长 3.2%; 定金及预收款 73946 亿元, 增长 11.1%; 个人按揭贷款 32388 亿元,

增长 8.0%。

从资金来源占比来看, 仍以定金及预收款 (占 36.76%)、自筹资金 (32.53%)、个人按揭 (占 16.10%) 和国内贷款 (11.58%) 为主, 融资渠道收紧下, 房地产开发企业资金对销售回款依赖继续加强。

表 2 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	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中: 定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源: Wind, 联合资信整理

(3) 政策环境

2021 年作为“十四五”规划的开局之年, 房地产行业依旧延续“房住不炒、因城施策”的政策主基调, 政策持续高压; 9 月底以来中央连续释放楼市维稳信号, 结构性宽信用信号有所释放。

2021 年以来, 房地产市场延续去年底热度, 针对个别城市出现余热不降的现象, 政策坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位, 采取“因城施策、综合施治”的策略, 调控不断升级。资金调控方面, 上半年政策以严打经营贷为主、调升房贷利率为辅, 信贷资金管控全面趋紧; 监管覆盖范围不断扩大, 监管对象扩展到非银行类金融机构。房地产贷款对我国金融体系的影响不可小觑, 为减弱对房地产贷款的依赖度和集中度, 各地均对贷款比例进行了限制, 热点城市房贷利率频繁调整。

下半年开始, 政府加大了对按揭贷款发放的管控力度, 银行按揭发放周期延长, 此外政府也加大了对预售资金的监管力度, 房企可动

用资金承压。地产行业整体销售降幅明显, 可动用资金的减少加快了行业信用风险事件的发生。9 月以来, 中央连续释放楼市维稳信号, 这主要同部分地区楼市出现非理性断崖式下滑、部分房企生存压力加剧等有关, 房企资金压力有所缓解。9 月, 房地产金融工作座谈会上强调, 金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标, 准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度。11 月, 国务院副总理刘鹤提出要因城施策、分类指导, 顺应居民高品质住房需求, 更好解决居民住房问题, 促进房地产行业平稳健康发展和良性循环。

3. 区域经济概况

厦门市作为五大计划单列市之一, 经济实力持续增强, 财政实力稳步提升, 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。

厦门市是中国最早成立的经济特区, 是以外向型经济为主导的经贸港口城市、五大计划

单列市之一。2015年4月21日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积43.78平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。

根据《2021年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2019—2021年，厦门市分别实现地区生产总值6015.04亿元、6384.02亿元和7033.89亿元，按可比价格计算，2021年地区生产总值较2020年增长8.1%。

财政实力方面，2019—2021年，厦门市分别实现公共财政预算总收入1328.52亿元、1351.29亿元和1530.21亿元，分别同比增长1.7%、1.7%和13.2%。2021年，地方级财政收入880.96亿元，增长12.4%。在地方级财政收入中，税收收入676.27亿元，增长14.1%，其中，增值税221.10亿元，增长13.6%；企业所得税122.67亿元，增长25.2%；个人所得税93.08亿元，增长8.5%；土地增值税81.00亿元，增长4.0%。

固定资产投资方面，2019—2021年，厦门市固定资产投资（不含农户）分别同比增长9.0%、8.8%和11.3%。分产业看，2021年，第一产业投资增长22.2%，第二产业投资增长22.5%，第三产业投资增长9.0%。房地产开发投资增长1.3%。其中，住宅投资709.89亿元，增长3.2%；办公楼投资43.57亿元，下降32.6%；商业营业用房投资79.86亿元，下降11.9%。全市房地产房屋施工面积3661.02万平方米，增长1.2%；房屋新开工面积566.33万平方米，增长39.6%。

对外贸易方面，2019—2021年，厦门市分别实现外贸进出口总值6412.89亿元、6915.77亿元和8876.52亿元，分别同比增长6.9%、7.8%和27.7%，其中，出口4307.30亿元，增长20.6%；

进口4569.22亿元，增长35.3%。民营企业进出口总值3248.74亿元，比上年增长37.7%，其中，出口2135.47亿元，增长29.1%，进口1113.27亿元，增长57.8%；外资企业进出口总值2610.96亿元，增长15.0%，其中，出口1532.52亿元，增长19.1%，进口1078.44亿元，增长9.7%。一般贸易进出口总值6462.19亿元，比上年增长33.7%，其中，出口2728.25亿元，增长30.5%；进口3733.94亿元，增长36.2%。对台进出口贸易总值502.88亿元，比上年增长25.0%，其中，对台出口147.02亿元，增长17.5%；进口355.86亿元，增长28.3%。

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。

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年6月底，公司注册资本为30.06亿元，总股本为30.06亿股，其中建发集团持股比例为45.13%，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丰富，业务网络覆盖地域广，形成了完善的运营价值链，进出口贸易规模位居全国前列；房地产业务具备显著的区域品牌优势，综合开发实力较强。

公司作为实力雄厚的供应链运营商，能够为制造业企业提供稳定可靠的、因“需”制宜的供应链综合服务，供应链运营业务涉及的产

品丰富，主要涵盖金属材料、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 大企业中净出口业务类别首位。2021 年，根据财富杂志“中国上市公司 500 强”排行榜，公司位列第 24 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”，截至 2022 年 3 月底注册资本 21.00 亿元，公司持股 95.00%）和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”，截至 2022 年 3 月底注册资本 20.00 亿元，公司持股 54.65%）运营。建发房地产连续 11 年获得“中国房地产开发企业 50 强”荣誉，2021 年位列第 16 位；联发集团位列“2021 中国房地产百强企业”第 33 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，能够满足经营需要。

截至 2021 年底，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 2021 年底，公司共有在职员工 26761 人，按照教育程度划分，本科及以上学历占比 52.00%，大专学历占比 26.00%，高中及以下学历占比 22.00%；按岗位职责划分，业务人员占 69.68%，技术人员占 18.60%，财务人员占 3.33%，其他人员占 8.39%。

4. 企业信用记录

公司历史债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91350200260130346B），截至 2022 年 7 月 6 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。

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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 7 月 7 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

五、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，提高了公司制度化程度。

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。

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。

风险管控方面，公司基于数十年的行业经验，针对价格风险、货权风险、信用风险等，已形成“专业化、分级化、流程化”的风险管控体系。对于大宗商品的价格风险，公司可以通过多种方式进行转嫁。公司的货物主要存放于自管仓或大型国有仓库，货权风险较小；同时公司在行业内深耕多年，有严格的客户信用资质审查机制，应收款风险较小。公司持续优化风控体系，根据公司业务发展实际以及管理模式的变化，相应调整职责、授权和风险控制指标，将业务数据、管理数据和风险控制相连接，加强内部大数据分析系统预警功能以及管理部门之间的信息互通和联动，强化对重大风

险的日常监控。

六、经营分析

1. 经营概况

公司已形成“供应链运营+房地产”双主业格局，其中供应链业务为收入核心来源，房地产业务为利润核心来源。2019—2021年，公司供应链业务和房地产业务收入均呈持续增长态势，综合毛利率有所下滑。

公司已经形成了“供应链运营+房地产”双主业格局，2019—2021年，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。

2019—2021年，公司分别实现营业收入3372.39亿元、4329.49亿元和7078.44亿元，各板块收入均呈增长趋势。分板块来看，2019—2021年，供应链运营业务收入规模快速增长，主要系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。2021年，供应链运营业务实现营业收入6115.39亿元，较上年增长74.46%，占营业收入的86.39%，占比较上年有所上升。2019—2021年，公司房地产板

块收入连续增长，主要系销售结算规模增加所致。2021年公司房地产板块实现收入963.05亿元，较上年增长16.85%，占营业收入的13.61%。目前房地产行业处于调控周期，公司房地产业的发展面临一定的政策调控压力，需关注2022年公司房地产项目去化情况。

毛利率方面，2019—2021年，公司供应链业务毛利率持续处于低水平，2021年为1.49%，较上年减少0.31个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2019—2021年，公司房地产业务毛利率持续下降，2021年为16.76%，较上年减少4.13个百分点，主要系当期结转项目毛利率较低所致。受上述因素影响，2019—2021年，公司综合毛利率有所下降，2021年为3.57%。

2022年1—3月，公司实现营业收入1505.99亿元，较上年同期增长40.63%，主要是由于供应链运营业务积极开拓市场，冶金原材料和农林产品等主要品种经营数量和规模增加，以及房地产业务销售结算规模增加所致。公司综合毛利率为2.99%，较上年同期减少0.07个百分点，同比变化不大。

表3 2019—2021年及2022年1—3月公司营业收入构成及毛利率情况

项目	2019年			2020年		
	金额(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	金额(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
供应链运营业务	2874.48	66.39	2.70	3505.34	80.96	1.80
房地产业务	497.90	11.50	29.15	824.15	19.04	20.89
合计	3372.39	100.00	6.61	4329.49	100.00	5.44
项目	2021年			2022年1—3月		
	金额(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	金额(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
供应链运营业务	6115.39	86.39	1.49	1429.37	94.91	2.39
房地产业务	963.05	13.61	16.76	16.62	5.09	14.20
合计	7078.44	100.00	3.57	1505.99	100.00	2.99

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

公司供应链运营业务具备极强的上下游资源整合能力，2019—2021年，公司供应链业务收入逐年增长，但毛利率处于低水平，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，具备极强的资源整合能力，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，公司基于“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四大要素，围绕“LIFT供应链服务”的三大核心工作——“整合”、“规划”、“运营”，

为客户提供“4→n”的个性化定制服务，挖掘供应链运营链条上潜在的增值机会，为客户降低运营风险，提升运营效率。

图2 公司 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：公司提供

通过合作优质龙头企业，公司不断加快全球的扩张步伐，已与超过170个国家和地区建立了业务关系，产品品类深入到国民经济发展的各个细分领域，涉及金属材料、浆纸产品、矿产品、农副产品、能源化工产品、机电产品、汽车、家电、轻纺产品、食品、美妆个护等多个品类，初步实现大宗商品至消费品的多品类的全球化布局。

通过实施全球化、多品类的发展战略，公司不断提升业务规模，并通过规模效应助力客户降本增效、分享增值收益，从而实现规模和效益的良性循环。另一方面，全球化、多品类的业务布局，能够提升业务发展的抗风险能力和增长速度，有利于避免单一市场、单一产业链、单一品种占比过高带来的系统性风险。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。

近年来，公司主要供应链业务陆续转移至相关子公司，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。

表4 截至2021年底公司供应链业务主要经营子公司情况

公司名称	持股比例（%）	注册资本（亿元）	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	主要经营业务
上海建发	100.00	3.00	333.04	51.66	2202.37	12.57	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	7.00	57.55	10.35	379.35	0.90	钢铁供应链运营业务
建发物资	100.00	5.00	22.74	5.90	124.17	0.28	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	113.94	20.78	570.10	5.20	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	41.30	15.26	119.54	2.86	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	50.86	12.97	328.03	2.03	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	15.22	2.57	125.50	1.56	钢铁供应链运营业务
合计	--	29.00	634.65	119.49	3849.06	25.40	--

资料来源：公司提供

表 5 公司供应链运营主要子板块收入及占比情况

产品	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
冶金原材料	1532.05	53.30	1978.57	56.44	3655.25	59.77
农林产品	578.89	20.14	951.37	27.14	1574.93	25.75
其他产品	763.54	26.56	575.40	16.41	885.21	14.48
合计	2874.48	100.00	3505.34	100.00	6115.39	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；其他产品包括住宅地产、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

2019—2021年，公司供应链运营业务收入持续增长，2021年收入较上年增长74.46%，主要系大宗商品价格大幅上升的同时，黑色、有色金属、矿产品、农产品和浆纸等主要经营品种经营货量大幅增加所致，毛利率为1.49%，较上年减少0.31个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2021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84.74%和65.54%，占供应链业务收入的比例分别为59.77%和25.75%。

（1）钢材

钢材销售收入对公司供应链业务收入贡献最大，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的战略合作伙伴。公司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、澳洲等国际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、必和必拓等。

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、沙钢等国内众多大中型钢铁厂均有着稳定密切的合作。

（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。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，已拥有 12 万吨/年竹浆纸的产能。2021 年，公司对永丰浆纸的关联采购金额为 9.94 亿元，同比增长 42.37%。

2022 年 1 月，建发纸业参与森信纸业集团有限公司（以下简称“森信纸业”，股票代码：00731.HK）重组完成，公司通过控股森信纸业集团介入浆纸产业链的生产制造环节，取得森信纸业旗下远通纸业超 40 万吨/年的涂布白板纸和箱板纸产能。

2019—2021 年，公司林产品销售量分别为 1620.61 万吨、2915.82 万吨和 3960.93 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。

公司农产品业务供应商主要有 Cargill、Louis Dreyfus、BUNGE、中粮、ADM、嘉能可等。在拓宽新品种的同时，公司亦进一步拓宽购销渠道，与温氏、海大、新希望、漓源、双胞胎等国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系。

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，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；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

2019—2021 年，公司房地产业务销售金额和销售面积均快速增长，同时充足的土地储备保障了公司房地产业务的可持续发展。但联合资信关注到，2019—2021 年，为拓展市场份额，公司地产业务开工及土地投资规模快速增长，资金压力大幅上升，且经济下行压力加大以及疫情多点频发，均对市场需求产生抑制，公司房

地产业务未来去化情况有待关注。

公司房地产业务主要由建发房地产和联发集团产经营，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，并承担了部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作。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。

2019—2021 年，建发房地产营业收入分别为 320.73 亿元、619.79 亿元和 723.78 亿元，持续增长；净利润分别为 49.42 亿元、53.13 亿元和 67.37 亿元，持续增长。2019—2021 年，联发集团营业收入分别为 205.56 亿元、239.04 亿元和 273.00 亿元，持续增长；净利润分别为 16.58 亿元、11.30 亿元和 10.54 亿元，持续下降，主要系结转项目成本增加所致。

表 6 2021 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	3797.39	829.50	723.78	67.37
联发集团	95.00	1296.49	318.15	273.00	10.54

资料来源：公司提供

（1）建发房地产

2019—2021 年，建发房地产合同销售金额和销售面积快速增长，2021 年同比分别增长 68.83%和 72.16%，主要集中在福州、漳州、厦门、龙岩、成都和泉州等区域。2019—2021 年，建发房地产权益口径新开工面积快速增长，

2021 年同比增长 147.02%，主要系建发房地产着力扩展市场份额以及根据销售情况加大开工力度所致。受二线城市销售占比增加影响，2019—2021 年建发房地产签约销售均价呈波动增长趋势。

表 7 2019—2021 年建发房地产经营情况

类别	2019 年	2020 年	2021 年
权益口径新开工面积（万平方米）	368.55	549.29	1356.86
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	183.56	278.07	519.19
合同销售金额（亿元）	721.97	1038.82	1753.85

合同销售面积（万平方米）	404.75	531.15	914.41
签约销售均价（万元/平方米）	1.78	1.96	1.92
账面销售金额（亿元）	239.71	531.72	572.58
账面销售面积（万平方米）	206.06	325.55	373.22
期末土地储备面积（万平方米）	805.12	1199.45	2087.61
权益口径新增土地投资（亿元）	341.16	697.44	932.20

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

土地储备拓展方面，建发房地产深耕福建省内及其他已进入成熟区域，围绕长三角、珠三角及福建区域逐步布局广州、太仓、张家港、南平、南京等地。2019—2021 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，2021 年同比分别增长 36.48%和 33.66%。按 2021 年权益口径新开工面积计算，建发房地产土地储备能够满足未来 2~3 年的开发需求，土地储备充足。截至 2022 年 3 月底，建发房地产在建项目主要集中于厦门、无锡、上海等地，总投资

规模为 3734.64 亿元（并表项目按 100%列示，且含非并表项目），已投资规模为 2770.00 亿元，尚需投资规模较大。

（2）联发集团

2019—2021 年，联发集团权益口径新开工面积持续增长，2021 年同比增长 24.53%。2019—2021 年，联发集团合同销售金额持续增长，合同销售面积波动增长。2021 年签约销售项目主要集中在南昌和福建省内，签约销售均价持续提升。

表 8 2019—2021 年联发集团经营情况

类别	2019 年	2020 年	2021 年
权益口径新开工面积（万平方米）	138.79	259.50	323.16
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	177.51	296.36	214.43
合同销售金额（亿元）	273.04	340.48	421.80
合同销售面积（万平方米）	252.97	233.59	266.36
签约销售均价（万元/平方米）	1.08	1.46	1.58
账面销售金额（亿元）	166.26	188.94	219.13
账面销售面积（万平方米）	170.02	213.33	199.92
期末土地储备面积（万平方米）	710.16	639.23	586.25
权益口径新增土地投资（亿元）	144.93	123.31	152.17

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，2019—2021 年末，联发集团土地储备面积连续下降，主要系联发集团着力去化存量项目所致；新增土地投资规模波动上升。截至 2021 年底，联发集团土地储备面积下降至 586.25 万平方米，新增土地投资规模升至 152.17 亿元，按 2021 年权益口径新开工面积计算，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 2022 年 3 月底，联发集团在建项目主要集中于厦门、南昌等地，合并范围内总投资规模为 1162.32 亿元，已投资规模为

852.57 元，尚需投资规模较大。

4.经营效率

2019—2021 年，公司经营效率有所提高，受房地产业务占比较大影响，公司经营效率指标表现一般。

2019—2021 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数持续上升，总资产周转次数波动上升。2021 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 103.54 次、2.40 次

和1.43次。

5. 未来发展

公司供应链运营经营方针有助于扩大供应链运营业务规模，提升管理水平；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。公司除房地产外无其他重大在建项目。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2019—2021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。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

合并范围方面，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。

截至2021年底，公司合并范围子公司987家，较2020年底新增317家，其中，建发房地产通过其下属子公司厦门益悦置业有限公司收购合诚工程咨询集团股份有限公司（股票代码：603909.SH，以下简称“合诚股份”）29.01%的股权，成为合诚股份单一拥有表决权股数占总股本比例最大的股东，实现对合诚股份的控股，形成商誉6.18亿元；不再纳入合并范围子公司和孙公司139家，主要是建发房地产合并范围内子公司的减少。

2022年1—3月，公司新设立子公司38家，注销和转让子公司3家，公司合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

截至2021年底，公司合并资产总额为6024.59亿元，所有者权益为1369.18亿元（含少数股东权益860.74亿元）；2021年，公司实现营业总收入7078.44亿元，利润总额158.02亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额6885.20亿元，所有者权益1401.87亿元（含少数股东权益883.82亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入1505.99亿元，利润总额17.32亿元。

2. 资产质量

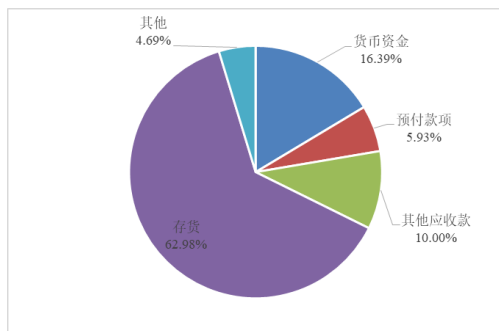
2019—2022 年 3 月末，随着地产板块投入持续加大，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，流动资产中货币资金及存货（地产类存货为主）占比高，预付款项和其他应收款对资金形成一定占用，资产受限比例较高。总体看，公司资产质量及流动性良好。

2019—2021 年末，公司资产规模快速增长，年均复合增长 42.81%，截至 2021 年底，公司合并资产总额为 6024.59 亿元，较上年底增长 55.61%，其中，流动资产占 91.41%，非流动资产占 8.59%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

2019—2021 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 43.29%，截至 2021 年底为 5506.83 亿元，较上年底增长 58.01%，主要系货币资金、存货和其他应收款大幅增加所致。截至 2021 年底，公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。

图 3 截至 2021 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2019—2021 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 59.80%，截至 2021 年底为 902.68 亿元，较上年底增长 67.76%，主要系公司经营规模大幅增长，相应增加资金储备所致。货币资金中，银行存款占 93.83%、其他货币资金占 6.17%，其他货币资金主要系银行承兑汇票保证金、信用证保证金、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 53.54 亿元，占货币资金总额的 5.93%，货币资金受限规模尚可。

2019—2021 年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长 8.57%，截至 2021 年底为 82.26 亿元，较上年底增长 80.43%，主要系供应链业务规模扩大，赊销业务增加，以及子公司建发房地产收购合诚股份所致。应收账款账龄以一年以内为主，累计计提坏账准备 7.79 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 10.31 亿元，占比为 11.45%，集中度不高。

2019—2021 年末，公司预付款项持续增长，年均复合增长 40.73%，截至 2021 年底为 326.78 亿元，较上年底增长 21.70%，主要系供应链业务预付货款增加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 99.61%，账龄较短；从集中度看，预付款项余额前五名占 14.97%，集中度较低。

2019—2021 年末，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 40.79%，以往来款为主。截至 2021 年底，公司其他应收款 550.73 亿元，较上年底增长 81.59%，主要系房地产业务支付合作项目往来款增加所致。截至 2021 年底，公司其他应收款中有 470.95 亿元往来款，基本为房地产业务产生，主要是对非并表项目的同股比出资。累计已计提坏账准备 7.19 亿元，计提比例为 1.31%；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 19.53%，集中度一般；从账龄结构来看，1 年以内的占 75.32%，1~2 年的占 17.51%，2~3 年的占 3.68%，其余为 3 年以上，账龄较长，有一定回收风险。

2019—2021 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 41.48%，截至 2021 年底为 3468.25 亿元，较上年底增长 56.18%，主要系公司房地产业务新建项目增加以及供应链业务商品采购规模增加所致。存货主要由开发成本（占 88.45%）、开发产品（占 4.77%）和库存商品（占 6.69%）构成；存货累计计提跌价准备 30.17 亿元，计提比例为 0.86%。

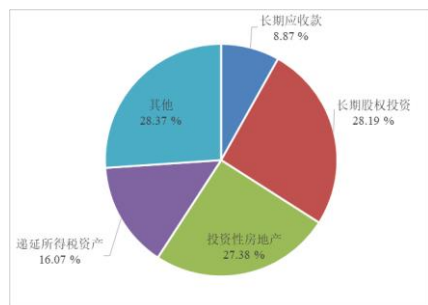
2019—2021 年末，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长 54.21%，截至 2021 年底为 138.03 亿元，较上年底增长 76.54%，主要系公司预缴的增值税和土地增值税增加以及留抵增

值税进项税额增加所致。

(2) 非流动资产

2019—2021 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 37.97%，截至 2021 年底为 517.76 亿元，较上年底增长 34.01%，公司非流动资产主要由长期应收款、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 4 截至 2021 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2019—2021 年末，公司长期应收款持续增长，年均复合增长 25.06%，截至 2021 年底为 45.94 亿元，较上年底增长 6.78%，主要系公司房地产业务收到合作方往来款增加所致。

2019—2021 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 62.79%，截至 2021 年底为 145.94 亿元，较上年底增长 75.17%，主要系公司房地产业务对联营企业的投资增加。

2019—2021 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 31.90%。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 2021 年底为 141.75 亿元，较上年底增长 21.03%。

2019—2021 年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长 24.54%，截至 2021 年底为 28.13 亿元，较上年底增长 15.31%，主要系房屋及建筑物的增加所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 80.70%）、交通工具（占 8.92%）、电子及办公设备（占 5.68%）等构成；公司固定资产累计计提折旧 13.10 亿元。

2019—2021 年末，公司在建工程持续下降，年均复合下降 34.24%，截至 2021 年底为 1.57 亿元，较上年底下降 35.10%，主要系公司执行新租赁准则，将租赁资产确认为使用权资产所致。

2019—2021 年末，公司商誉波动增长，年均复合增长 102.43%，截至 2021 年底为 8.54 亿元，较上年底增长 315.64%，主要系建发房地产收购合诚股份所致。

2019—2021 年末，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长 29.87%，截至 2021 年底为 83.19 亿元，较上年底增长 30.70%，主要系公司房地产业务预收售房款增加，对应可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2021 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 937.53 亿元，受限资产占总资产比重为 15.56%，受限比例较高；公司受限资产详情如下。

表 9 截至 2021 年底公司受限资产情况

项目	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	53.54	0.89	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
应收票据	0.29	0.00	已背书或贴现但尚未到期未终止确认的应收票据
应收款项融资	0.70	0.01	应收银行承兑汇票质押
存货	848.06	14.08	借款抵押
存货	1.20	0.02	期货交易质押
无形资产	0.08	0.00	借款抵押
其他流动资产	0.31	0.01	存出担保保证金
投资性房地产	16.95	0.28	借款抵押
固定资产	1.07	0.02	借款抵押

长期股权投资	15.34	0.25	借款质押
合计	937.53	15.56	--

资料来源：公司年报

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 6885.20 亿元，较上年底增长 14.28%，主要系预付款项和存货增长所致。其中，流动资产占 91.97%，非流动资产占 8.03%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大；公司预付款项较上年底增长 61.12%，主要系供应链业务规模扩大，预付货款增加所致；公司存货较上年底增长 14.77%，主要系房地产业务新建项目增加以及供应链业务商品采购规模增加所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

由于利润积累、永续期债券发行以及房地产业务拓展导致少数股东权益上升，公司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。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 43.92%，截至 2021 年底为 1369.18 亿元，较上年底增长 59.10%，主要系未分配利润增长及公司发行永续债所致，其中发行永续债导致其他权益工具增加至 96.42 亿元；归属于母公司所有者权益占比为 37.13%，少数股东权益占比为 62.87%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.09%、2.39%、0.40%和 24.20%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 1401.87 亿元，较上年底增长 2.39%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 36.95%，少数股东权益占比为 63.05%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为 2.04%、2.33%、0.40%和 24.32%。

(2) 负债

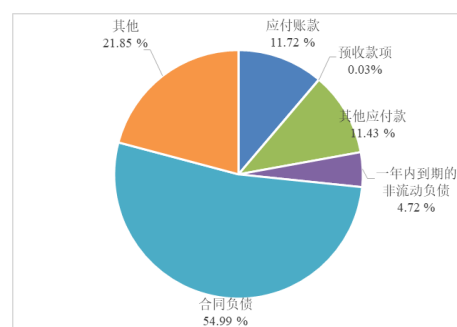
随着房地产业务规模扩大，公司合同负债及应付往来款快速上升，加之各类融资规模加

大，推动负债规模及有息债务规模大幅增长，债务期限结构以长期为主，整体债务负担较重。

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 42.49%，截至 2021 年底为 4655.41 亿元，较上年底增长 54.61%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 76.52%，非流动负债占 23.48%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 46.39%，截至 2021 年底为 3562.36 亿元，较上年底增长 67.59%，主要系合同负债、其他应付款和应付账款增加所致。公司流动负债主要由应付票据、应付账款、其他应付款、合同负债和其他流动负债构成。

图 5 截至 2021 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

2019—2021 年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长 25.92%，截至 2021 年底为 207.02 亿元，较上年底增长 37.55%，主要系公司供应链业务以银行承兑汇票结算的采购业务增加所致。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 38.57%，截至 2021 年底为 417.65 亿元，较上年底增长 49.68%，主要系公司房地产业务应付开发成本款增加所致。

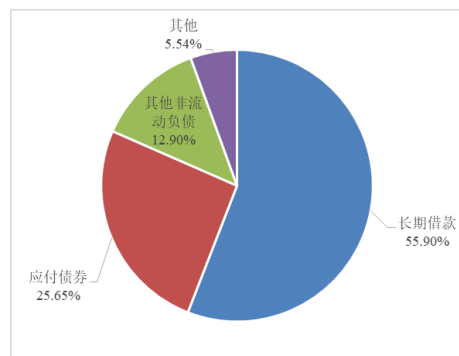
2020—2021 年末，公司合同负债持续增长。2020 年，公司执行新会计准则，将原计入预收款项和递延收益的部分项目调整至合同负债，

截至 2021 年底，公司合同负债 1958.90 亿元，较上年底增长 78.58%，主要系房地产业务预收售房款及供应链业务预收货款增加所致；公司合同负债中预收售房款为 1759.98 亿元。

2019—2021 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 40.29%，截至 2021 年底为 407.33 亿元，较上年底增长 79.77%，主要系公司房地产业务收到合作方往来款增加所致。

2019—2021 年末，公司其他流动负债持续增长，主要为待转销项税额，年均复合增长 150.70%，截至 2021 年底为 200.64 亿元，较上年底增长 78.88%，主要系公司预收售房款和预收货款增加导致待转销项税额相应增加所致。

图 6 截至 2021 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

2019—2021 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 31.66%，截至 2021 年底为 1093.05 亿元，较上年底增长 23.47%，主要系长期借款和其他非流动负债增加所致。公司非流

动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。

2019—2021 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 30.72%，截至 2021 年底为 611.03 亿元，较上年底增长 40.44%，主要系公司房地产业务规模增加，融资规模扩大所致；长期借款主要由抵押借款（占 53.18%）和保证借款（占 45.59%）构成。

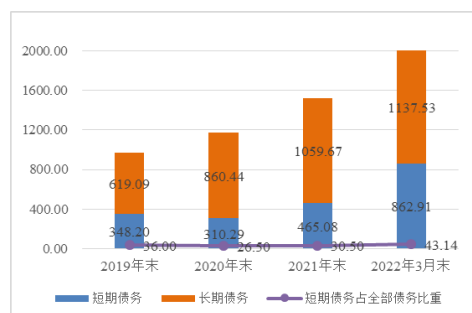
2019—2021 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 14.74%，截至 2021 年底为 280.42 亿元，较上年底下降 0.87%，较上年底变化不大。

2019—2021 年末，公司长期应付款波动增长，年均复合增长 8.34%。截至 2021 年底，公司长期应付款 21.87 亿元，较上年底下降 48.68%，主要系公司房地产业务部分资产支持计划转为一年内到期的非流动负债所致。

2019—2021 年末，公司其他非流动负债持续增长，年均复合增长 116.79%，截至 2021 年底为 141.00 亿元，较上年底增长 41.00%，主要系子公司建发房地产发行 70 亿元“国寿投资-厦门建发基础设施债权投资计划”及 11 亿元“华泰-建发鹭洲里资产支持专项计划”所致。

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 5483.33 亿元，较上年底增长 17.78%，主要系短期借款、合同负债和应付票据增长所致。其中，流动负债占 78.39%，非流动负债占 21.61%。公司负债构成以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

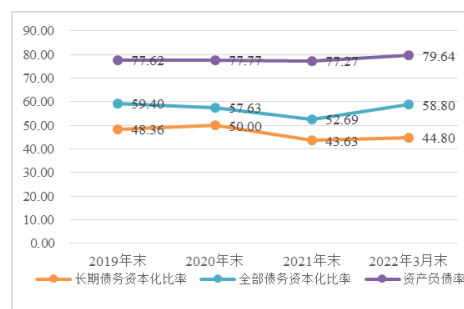
图 7 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元）



注：短期债务占全部债务比重数值为百分比

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 8 2019—2021 年末及 2022 年 3 月末公司债务杠杆水平



注：图中数据为百分比

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2019—2021 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 25.55%。从债务指标来看，2019—2021 年末，公司资产负债率波动下降；全部债务资本化比率持续下降；长期债务资本化比率波动下降。截至 2021 年底，公司全部债务 1524.74 亿元，较上年底增长 30.24%，系主业扩张带来融资需求增加所致。债务结构方面，短期债务占 30.50%，长期债务占 69.50%，以长期债务为主。

从债务指标来看，截至 2021 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分别为 77.27%、52.69%和 43.63%，较上年底分别下降 0.50 个百分点、下降 4.95 个百分点和下降 6.37 个百分点。整体看，公司债务负担较重。

如将永续债调入长期债务，截至 2021 年底，公司全部债务增至 1621.16 亿元。债务结构方面，短期债务 465.08 亿元（占 28.69%），长期债务 1156.08 亿元（占 71.31%）。从债务指标看，截至 2021 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.87%、56.02%和 47.60%，较调整前分别上升 1.60 个百分点、3.33 个百分点和 3.97 个百分点。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 2000.44 亿元，较上年底增长 31.20%，主要系短期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占 43.14%，长期债务占 56.86%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至 2022 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 79.64%、58.80%和 44.80%，较上年底分别提高 2.37 个百分点、提高 6.11 个百分点和提高 1.17 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2022 年 3 月底，公司调整后全部债务增至 2096.86 亿元，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.04%、61.63%和 48.59%，较调整前分别上升 1.40 个百分点、2.83 个百分点和 3.80 个百分点。

从债务期限分布看，截至 2022 年 3 月底公司全部债务期限结构如下表所示，公司债务到期分布在未来 1~5 年。

表 10 截至 2022 年 3 月底公司全部债务期限结构
(单位: 亿元)

项目	1 年以内	1~5 年	5 年以上	合计
短期借款	335.55	--	--	335.55
应付票据	338.19			338.19
其他流动负债（有息部分）	31.09			31.09
一年内到期的非流动负债（有息部分）	158.08	--	--	158.08
长期借款	--	625.56	30.75	656.32
应付债券	--	256.43	56.85	313.28
租赁负债	--	3.78	1.43	5.21
长期应付款（有息部分）	--	21.73	--	21.73
其他非流动负债（有息部分）	--	41.00	100.00	141.00
合计	862.91	948.50	189.03	2000.44
占比（%）	43.14	47.41	9.45	100.00

资料来源：公司提供

截至 2022 年 6 月 7 日，公司本部存续债券 116.70 亿元，其中，于 2022 年到期的债券 51.00 亿元。

表 11 截至 2022 年 6 月 7 日公司本部存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
20 建发 Y1	2022-10-21	20.00
21 建发 Y1	2023-03-25	15.70
21 建发 Y2	2023-04-21	10.00
21 建发 MTN001	2024-09-09	15.00
21 建发 MTN002	2024-12-17	10.00
22 建发 SCP001	2022-10-10	11.00
22 建发 01	2025-01-13	5.00
22 建发 SCP002	2022-11-10	10.00
22 建发 SCP003	2022-11-18	10.00
22 建发 Y1	2024-04-21	10.00
22 建发 Y2	2024-05-30	10.00
合计	--	126.70

资料来源：Wind

4.盈利能力

2019—2021 年，公司营业收入及净利润规模持续增长，费用控制能力良好，整体盈利能力很强，但地产业务存货跌价准备对利润形成一

定侵蚀。

2019—2021 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 44.88%，2021 年，公司实现营业总收入 7078.44 亿元，同比增长 63.49%，主要系公司供应链业务积极开拓市场，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，以及房地产业务销售结算规模增加所致。2019—2021 年，公司营业成本持续增长，年均复合增长 47.16%，2021 年为 6825.85 亿元，同比增长 66.72%，与营业收入变化趋势一致。

从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 7.05%，2021 年为 105.14 亿元，同比增长 30.41%，主要系公司营业规模较上年同期增加，各项费用相应增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占费用总额比重分别为 77.62%、6.31%、0.70%和 15.37%。2019—2021 年，公司期间费用率分别为 2.72%、1.86%和 1.49%，公司费用控制能力较强。

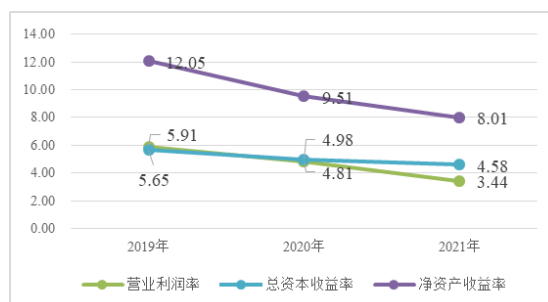
非经常性损益方面，2019—2021 年，公司投资收益持续增长，年均复合增长 108.77%，2021 年，公司实现投资收益 30.85 亿元，同比增长 164.12%，主要系子公司联发集团出售宏发科技股份有限公司收益较上年同期增加，联营企业收益较上年同期增加，以及供应链业务商品期货套保投资收益较上年同期增加所致，投资收益占营业利润比重为 19.72%，对利润有一定影响。2019—2021 年，公司其他收益持续增长，年均复合增长 68.53%，2021 年为 4.72 亿元，同比增长 71.86%，主要系公司收到的政府补助较上年同期增加所致，其他收益占营业利润比重为 3.02%，对营业利润影响不大。2019—2021 年，公司营业外收入波动增长，年均复合增长 7.04%，2021 年为 2.47 亿元，同比增长 66.82%，主要系公司赔偿金收入及违约金收入较上年同期增加所致，营业外收入占利润总额比重为 1.56%，对利润影响不大。

2019—2021 年，公司资产减值损失分别为 6.63 亿元、20.39 亿元和 14.23 亿元，主要为房

地产业务计提的存货跌价准备；公司信用减值损失分别为 0.66 亿元、1.99 亿元和 2.10 亿元，主要为公司计提的应收款坏账准备，公司信用减值和资产减值对利润形成一定侵蚀。

2019—2021 年，公司利润总额持续增长，年均复合增长 19.56%，构成以经营性利润为主；2021 年利润总额为 158.02 亿元，同比增长 30.52%。

图 9 2019—2021 年公司盈利指标



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

盈利指标方面，2019—2021 年，公司营业利润率、总资产收益率及净资产收益率持续下降，2021 年，公司营业利润率、总资产收益率及净资产收益率分别为 3.44%、4.58%和 8.01%。

与国内同行业其他上市公司相比，公司盈利水平较高。

表 12 同类供应链运营企业 2021 年盈利能力指标情况

股票简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
厦门象屿	2.19	5.68	13.43
厦门国贸	1.72	5.70	12.34
建发股份	3.57	3.49	13.67

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

2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1505.99 亿元，同比增长 40.63%；实现利润总额 17.32 亿元，同比增长 51.25%，其中公允价值变动收益 3.48 亿元，主要系公司收购森信纸业产生。2022 年 1—3 月，公司投资收益为 -5.97 亿元，主要系公司运用期货等衍生金融工具对冲大宗商品价格波动风险所致。

5. 现金流

2019—2021年，受房地产业务支付地价款及工程款增加的影响，公司经营活动现金净额持续下降，经营获现能力有所下滑；投资活动现金净流量有所波动。随着公司业务规模大幅增长，各类融资规模加大，使得筹资活动现金净流量持续增长。考虑到公司地产业务未来仍需较大规模投资，公司对外融资需求大。

从经营活动来看，2019—2021年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长47.66%，主要系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所致。2021年，公司经营活动现金流入9635.38亿元，同比增长77.63%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为8675.02亿元，同比增长74.57%；收到其他与经营活动有关的现金为9.45亿元，同比增长113.14%，主要系收到的往来款及代收代付款增加所致。2019—2021年，公司经营活动现金流出持续增长，年均复合增长49.54%。2021年，公司经营活动现金流出9631.29亿元，同比增长80.80%，其中公司购买商品、接受劳务收到的现金为8466.05亿元，同比增长75.68%。

2019—2021年，公司经营活动现金净额持续下降，年均复合下降80.90%。2021年，公司经营活动现金净流入4.09亿元，同比下降95.79%，主要系公司房地产业务支付地价款及工程款较上年同期增加所致。2019—2021年，公司现金收入比分别为117.33%、114.78%和122.56%。

从投资活动来看，2019—2021年，公司投资活动现金流入持续增长，年均复合增长53.47%；2021年，公司投资活动现金流入351.57亿元，同比增长9.17%，主要系处置子公司及其他营业单位收到的现金净额增加所致。2019—2021年，公司投资活动现金流出持续增长，年均复合增长31.98%；2021年，公司投资活动现金流出446.34亿元，同比增长28.94%，主要系房地产业务支付合作项目往来款较上年同期增加所致。2019—2021年，公司投资活动现金净额分别为-106.97亿元、-24.11亿元和-94.77亿元。

元。

2019—2021年，公司筹资活动前现金流量净额分别为5.18亿元、73.08亿元和-90.68亿元，公司对外融资需求大。

从筹资活动来看，2019—2021年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长58.88%；2021年，公司筹资活动现金流入2852.72亿元，同比增长77.45%，主要系公司业务规模大幅增长，各类融资规模较上年同期增加所致。2019—2021年，公司筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长52.95%，2021年，公司筹资活动现金流出2420.03亿元，同比增长64.69%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。2019—2021年，公司筹资活动现金净额持续增长，年均复合增长112.66%，2021年，公司筹资活动现金净流入432.69亿元，同比增长213.27%。

2022年1—3月，公司经营活动现金流入2142.60亿元，经营活动现金净流量为-332.85亿元（上年同期为-407.50亿元），主要是由于供应链业务规模扩大、备货季节性波动所致；投资活动现金净流出55.40亿元，公司对外投资力度较大；筹资活动现金净流入320.99亿元，同比下降38.02%，主要系业务规模增长推升融资规模所致。

6. 偿债指标

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2019—2021年末，公司流动比率波动下降，速动比率波动增长，经营现金短期债务比持续下降，现金短期债务比持续增长，现金类资产对短期债务的保障程度高。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司EBITDA利息倍数波动下降，全部债务EBITDA倍数持续增长，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。

表 13 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期	流动比率（%）	161.33	163.96	154.58

偿债能力	速动比率(%)	57.11	59.49	57.23
	经营现金/流动负债(%)	6.75	4.57	0.11
	经营现金/短期债务(倍)	0.32	0.31	0.01
	现金类资产/短期债务(倍)	1.04	1.76	1.96
长期偿债能力	EBITDA(亿元)	128.64	143.89	186.83
	全部债务/EBITDA(倍)	7.52	8.14	8.16
	经营现金/全部债务(倍)	0.12	0.08	0.003
	EBITDA/利息支出(倍)	2.82	2.57	2.57
	经营现金/利息支出(倍)	2.46	1.73	0.06

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年3月底，公司（合并）对外提供担保58.50亿元，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12.72亿元，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45.78亿元，单笔最高金额为5.93亿元。截至2022年3月底，公司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6.30亿元。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1003.35亿元，其中联发集团为266.60亿元，建发房地产为736.75亿元。

截至2021年底，公司及子公司作为原告的未决诉讼涉案金额4.05亿元。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，尚有部分待正式开庭审理。公司及子公司无作为被告的重大未决诉讼。

截至2022年3月底，公司（合并）授信额度3279.07亿元，其中已使用授信额度1907.34亿元，尚未使用的授信额度1371.74亿元。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2021年底，公司本部资产以货币资金和长期股权投资为主，货币资金较为充足，负债水平较高，权益结构稳定性尚可。2021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2021年底，母公司资产总额380.20亿元，较上年底增长49.78%，其中，流动资产226.51亿元(占比59.58%)，非流动资产153.69

亿元(占比40.42%)。从构成看，流动资产主要由货币资金(占52.39%)和其他应收款(占43.54%)构成；非流动资产主要由长期股权投资(占94.33%)构成。截至2021年底，母公司货币资金为118.66亿元，货币资金较为充足。

截至2021年底，母公司所有者权益为185.78亿元，较上年底增长65.29%，主要系公司本部发行永续债导致其他权益工具增加至96.42亿元所致，所有者权益稳定性尚可。在所有者权益中，实收资本为28.63亿元(占15.41%)、资本公积合计28.19亿元(占15.17%)、未分配利润合计19.91亿元(占10.72%)、盈余公积合计14.32亿元(占7.71%)。

截至2021年底，母公司负债总额194.43亿元，较上年底增长37.46%。其中，流动负债194.23亿元(占比99.90%)，非流动负债0.20亿元(占比0.10%)。从构成看，流动负债主要由短期借款(占7.73%)、其他应付款(合计)(占76.37%)和一年内到期的非流动负债(占10.71%)；非流动负债主要由递延所得税负债(占98.53%)构成。截至2021年底，本部资产负债率为51.14%，较2020年底下降4.58个百分点。截至2021年底，母公司全部债务40.62亿元，其中，短期债务为40.62亿元，如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至137.03亿元。

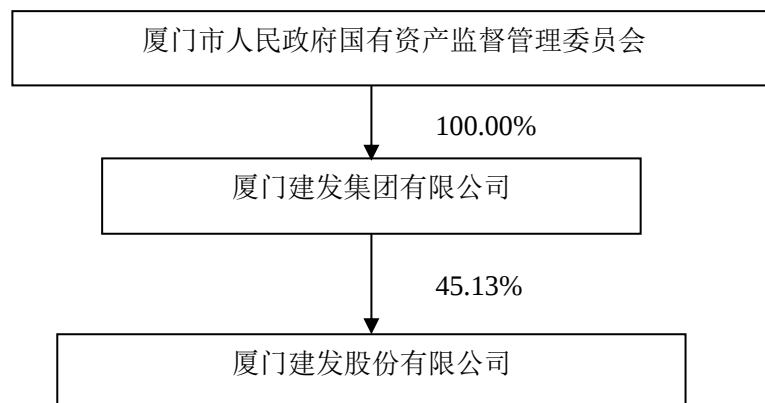
2021年，母公司营业总收入为39.17亿元，利润总额为12.77亿元。同期，母公司投资收益为13.70亿元。公司本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益。

现金流方面，2021年，公司母公司经营活动现金流净额为61.75亿元，投资活动现金流净额-40.53亿元，筹资活动现金流净额60.25亿元。

八、结论

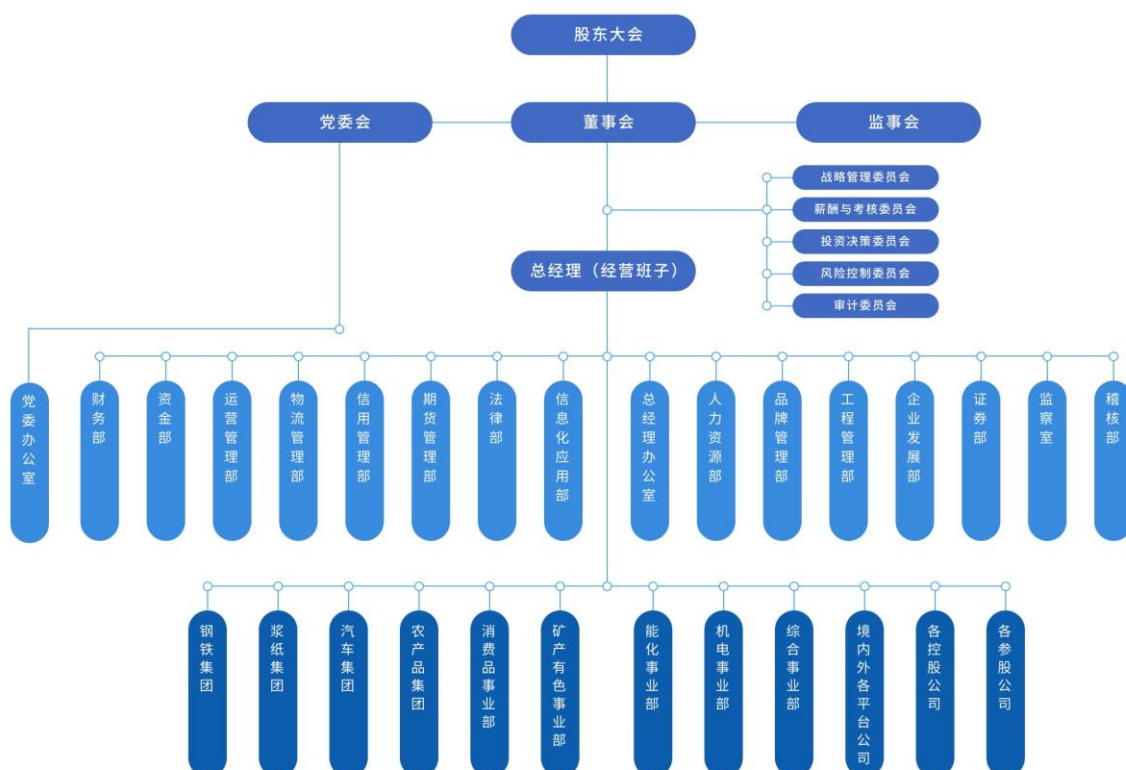
基于对公司经营风险和财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	360.66	544.57	910.44	906.05
资产总额（亿元）	2953.99	3871.57	6024.59	6885.20
所有者权益（亿元）	661.04	860.58	1369.18	1401.87
短期债务（亿元）	348.20	310.29	465.08	862.91
长期债务（亿元）	619.09	860.44	1059.67	1137.53
全部债务（亿元）	967.29	1170.72	1524.74	2000.44
营业收入（亿元）	3372.39	4329.49	7078.44	1505.99
利润总额（亿元）	110.55	121.07	158.02	17.32
EBITDA（亿元）	128.64	143.89	186.83	--
经营性净现金流（亿元）	112.15	97.19	4.09	-332.85
财务指标				
销售债权周转次数（次）	46.97	72.96	103.54	--
存货周转次数（次）	2.04	2.07	2.40	--
总资产周转次数（次）	1.32	1.27	1.43	--
现金收入比（%）	117.33	114.78	122.56	135.53
营业利润率（%）	5.91	4.81	3.44	2.80
总资本收益率（%）	5.65	4.98	4.58	--
净资产收益率（%）	12.05	9.51	8.01	--
长期债务资本化比率（%）	48.36	50.00	43.63	44.80
全部债务资本化比率（%）	59.40	57.63	52.69	58.80
资产负债率（%）	77.62	77.77	77.27	79.64
流动比率（%）	161.33	163.96	154.58	147.32
速动比率（%）	57.11	59.49	57.23	54.72
经营现金流动负债比（%）	6.75	4.57	0.11	--
现金短期债务比（倍）	1.04	1.76	1.96	1.05
EBITDA 利息倍数（倍）	2.82	2.57	2.57	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.52	8.14	8.16	--

注：1. 2022 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 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；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；5. 2020—2021 年末及 2022 年 3 月末，所有者权益中分别包含含权债券 19.96 亿元、96.42 亿元和 96.42 亿元

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	32.02	39.05	124.87	63.61
资产总额（亿元）	224.38	253.83	380.20	517.66
所有者权益（亿元）	93.72	112.39	185.78	185.45
短期债务（亿元）	13.89	11.61	40.62	181.82
长期债务（亿元）	9.98	19.98	0.00	21.68
全部债务（亿元）	23.88	31.59	40.62	203.50
营业收入（亿元）	13.61	11.50	39.17	12.07
利润总额（亿元）	12.18	13.17	12.77	-0.03
EBITDA（亿元）	12.18	13.17	12.77	--
经营性净现金流（亿元）	6.42	7.42	61.75	-207.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	8.89	22.56	25.12	--
存货周转次数（次）	18.14	7.46	49.62	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.05	0.12	--
现金收入比（%）	96.82	101.66	105.90	115.20
营业利润率（%）	28.09	37.94	11.94	14.36
总资本收益率（%）	10.00	8.95	5.39	--
净资产收益率（%）	12.55	11.46	6.57	--
长期债务资本化比率（%）	9.63	15.09	0.00	10.47
全部债务资本化比率（%）	20.30	21.94	17.94	52.32
资产负债率（%）	58.23	55.72	51.14	64.18
流动比率（%）	114.37	124.92	116.62	114.88
速动比率（%）	113.98	123.77	116.62	114.81
经营现金流动负债比（%）	5.32	6.11	31.80	--
现金短期债务比（倍）	2.30	3.36	3.07	0.35
EBITDA 利息倍数（倍）	6.89	5.55	3.12	--
全部债务/EBITDA（倍）	1.96	2.40	3.18	--

注：1. 2022 年 1—3 月财务数据未经审计；2. 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+平均应收款项融资)
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	
总资产收益率	(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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 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 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 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股份有限公司（以下简称“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（以下简称“公司”）信用评级有效期内持续进行跟踪评级。

贵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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在贵公司信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司如发生重大变化，或发生可能对信用评级产生较大影响的重大事项，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贵公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管政策规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。