

跟踪评级公告

联合[2014]1935号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“14建发CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年十月二十七日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

厦门建发股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 建发 CP001	5 亿元	2014/5/26 2015/5/26	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 10 月 27 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
现金类资产(亿元)	58.24	78.37	89.27	108.54
资产总额(亿元)	522.54	610.81	800.45	980.21
所有者权益合计(亿元)	100.97	129.56	163.55	203.82
短期债务(亿元)	144.40	153.96	156.27	198.40
全部债务(亿元)	246.04	265.11	301.56	398.21
营业收入(亿元)	802.54	911.67	1020.68	531.78
利润总额(亿元)	36.47	35.99	45.83	17.49
EBITDA(亿元)	42.45	42.08	50.02	--
经营性净现金流(亿元)	-49.59	47.54	-19.21	-69.90
营业利润率(%)	7.56	7.23	7.38	6.32
净资产收益率(%)	27.62	20.61	20.74	--
资产负债率(%)	80.68	78.79	79.57	79.21
全部债务资本化比率(%)	70.90	67.17	64.84	66.14
流动比率(%)	143.81	144.60	146.21	154.77
全部债务/EBITDA(倍)	5.80	6.30	6.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.02	3.87	5.13	--
经营现金流负债比(%)	-15.52	12.86	-3.92	--

注: 2013 年、2014 年上半年公司短期债务包含其他流动负债中的短期融资券。2014 年上半年财务数据未经审计。

分析师

王 毓 景 雪

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对厦门建发股份有限公司(以下简称“公司”或“建发股份”)的评级反映了公司作为福建地区特大型上市公司,在经营规模、业务多元化、营销网络等方面具备显著优势。联合资信同时关注到,宏观经济增速放缓及贸易商品需求下降、经营性净现金流波动大、债务负担偏重、房地产项目在建规模较大等因素对公司信用基本面的负面影响。

跟踪期内,公司资产、权益及收入规模保持增长,期间费用控制能力进一步增强,房地产项目销售良好,2013 年利润总额同比显著增长,公司抗宏观周期波动风险能力突出。未来,随着依托网络平台的供应链创新整合模式逐渐完善以及 48 个房地产项目开发建成,公司供应链运营业务及房地产业务规模有望持续扩大,支撑公司营业收入及利润规模进一步增长。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“14 建发 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司供应链运营和房地产双主业格局清晰,业务呈多元化发展,2013 年公司营业收入和利润总额稳步增长,资产及净资产规模不断扩大。
2. 公司供应链运营业务市场地位稳固,贸易品类齐全,经营获现能力较强。
3. 公司房地产业务市场布局较为完善,业务盈利能力较强。
4. 公司经营活动现金流入量、现金类资产对“14 建发 CP001”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内,受宏观经济增速放缓影响,公

司供应链贸易商品需求低迷，价差空间收窄，供应链运营业务毛利率下降；受新销售项目拿地成本较高影响，房地产业务毛利率下降。

2. 受土地储备增多及项目开发规模较大影响，公司存货占比较大，资产流动性一般。
3. 公司房地产业务在建项目较多，未来资金需求较大。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流量净额持续为负。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与厦门建发股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与厦门建发股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因厦门建发股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由厦门建发股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“14 建发 CP001”到期内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门建发股份有限公司主体长期信用及存续期内“14 建发 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）系经厦门市人民政府厦府[1998]综 034 号文批准，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）独家发起，于 1998 年 5 月以募集方式设立的股份有限公司。建发集团将集团本部与贸易业务相关的进出口业务部门以及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司（现更名为厦门建发国际货运代理有限公司）、厦门建发包装有限公司（现更名为厦门建发纸业有限公司）、厦门建发保税品有限公司（现更名为厦门建宇实业有限公司）和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入，经中国证券监督管理委员会证监发字[1998]123 号文和证监发字[1998]124 号文批准，公司于 1998 年 5 月以募集方式设立，同年 6 月 16 日在上交所挂牌上市，股票名称：建发股份，股票代码：600153。公司首次发行总股本为 18500 万股，经送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2014 年 6 月底，公司注册资本 28.35 亿元，总股本为 28.35 亿股，其中建发集团持股 46.74%；社会公众持股 53.26%。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团 100% 股权（见附件 1-1），为公司最终控制人。

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

公司本部设有总经理办公室、证券部、人力资源部、财务部、贸易管理部、物流管理部、法律事务部等 14 个部门（见附件 1）；截至 2013 年底，公司合并范围包含全资、控股一级子公

司 25 家。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 800.45 亿元，所有者权益 163.55 亿元（含少数股东权益 38.02 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1020.68 亿元，利润总额 45.83 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 980.21 亿元，所有者权益 203.82 亿元（含少数股东权益 42.09 亿元）；2014 年 1-6 月公司实现营业收入 531.78 亿元，利润总额 17.49 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：黄文洲。

三、宏观经济和政策环境

1、宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债券筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年

发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，

内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

(1) 国际贸易

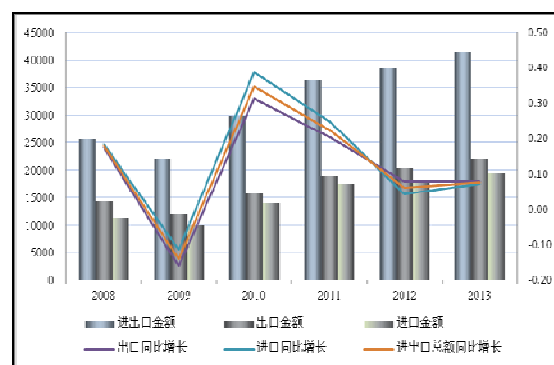
2012 年，国际金融危机深层次影响继续显现，特别是欧洲主权债务危机深化、蔓延，世界经济复苏明显减速，中国进出口贸易增速继续放缓，但进出口贸易规模稳中有增。2013 年，世界经济不平衡性复苏特征明显。美国、日本、欧元区等主要发达经济体都呈现出复苏迹象，经济增长动力逐步增强，对中国外贸形势改善构成一定支撑。相比之下，

新兴经济体和发展中国家则出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形式构成一定负面因素。

中国对外贸易增速放缓趋稳

根据海关总署发布的统计数据，2012 年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。海关统计数据显示，2013 年中国进出口总值达到 4.16 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 7.6%，比 2012 年提高 1.4 个百分点，但仍较 2011 年增速有较大差距；其中出口 2.21 万亿美元，同比增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，同比增长 7.3%；贸易顺差 2597.5 亿美元，同比扩大 12.8%。总体看，自 2010 年开始，中国进出口贸易增速出现明显放缓趋势，2012 年则达到相对低位，进入 2013 年，对外贸易增速趋稳并略有回升，但回升基础较为薄弱。2014 年 1-6 月，全国进出口总值为 20208.61 亿美元，同比上升 1.2%；出口总值为 10618.63 亿美元，同比上升 0.9%；进口总值为 9589.98 亿美元，同比上升 1.5%。

图 1 2008~2013 年中国对外贸易进出口情况
(单位:亿美元、%)



资料来源：海关总署

2008 年中国贸易顺差达到 2981 亿美元的峰值水平，此后逐年缩减，2009 年为 1957 亿美元，2010 年为 1815 亿美元，2011 年进一步缩减至 1549 亿美元，2012 年则大幅回升至 2311 亿美元。顺差压力一方面源自出口的改善，另一方面也反映出国内需求的疲软背景

下进口增长未及预期。2013 年，中国经济呈现企稳回升态势，拉动了大宗商品进口量的增加；同时，美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实现增长，促进外贸发展的积极因素开始增多，中国贸易顺差达到 2597.5 亿美元，增长 12.8%。

预期政府下一步将继续稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口，从总体上鼓励进口，控制贸易顺差规模。

贸易方式构成逐渐改变

近年来，中国进出口中贸易方式构成逐

渐改变，一般贸易比重上升并超过加工贸易。据海关总署统计，2013 年，一般贸易进出口总额为 2.2 万亿美元，同比增长 9.3%，占中国进出口总值的 52.8%，比上年提高 0.8 个百分点；加工贸易依旧增长缓慢，进出口总额为 1.36 万亿美元，增长 1%，占比 32.6%，比上年下降 2.2 个百分点。

相对加工贸易而言，具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高，一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

贸易伙伴趋于多元化，国际市场结构进一步优化

表 1 2013 年中国对主要贸易伙伴进出口总值

国家 (地区)	金额(亿美元)			同比(%)		
	进出口	出口	进口	进出口	出口	进口
欧盟	5590.63	3390.08	2200.55	2.10	1.10	3.70
美国	5210.02	3684.27	1525.75	7.50	4.70	14.80
东盟	4436.11	2440.70	1995.40	10.90	19.50	1.90
香港	4010.07	3847.92	162.15	17.50	19.00	-9.30
日本	3125.53	1502.75	1622.78	-5.10	-0.90	-8.70
韩国	2742.48	911.76	1830.73	7.00	4.00	8.50
台湾	1972.81	406.44	1566.37	16.70	10.50	18.50
澳大利亚	1363.77	375.60	988.18	11.50	-0.40	16.80
俄罗斯 联邦	892.13	495.95	396.18	1.10	12.60	-10.30
巴西	902.79	361.92	540.86	5.30	8.30	3.40
印度	654.71	484.43	170.28	-1.50	1.60	-9.40
南非	651.50	168.31	483.19	8.60	9.80	8.20
加拿大	544.38	292.19	252.19	6.00	3.90	8.70
新西兰	123.85	41.32	82.53	28.00	6.90	42.00
总值	41603	22100	19503	7.60	7.90	7.30

资料来源：中国海关总署

近年来，中国积极实施市场多元化战略，大力开拓新兴市场，国际市场布局进一步优化。海关统计数据显示，2012~2013 年，中国对俄罗斯、印度、巴西、南非等新兴市场国家和澳大利亚等国的贸易总额占进出口总额比重与 2011 年基本持平，2013 年占比 10.7%，其中出口总额 1886.21 亿美元，2013 年同比增长 5.8%；欧美日传统市场份额下滑，进出口总额占比逐年下降，2013 年为 33.5%；与东盟的

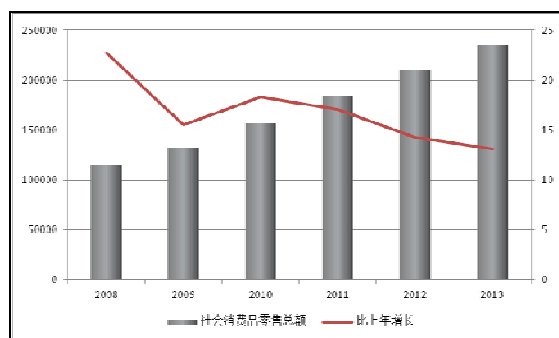
贸易稳步扩大，贸易额占比升至 10.7%。

(2) 国内贸易

2011 年以来，国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局最新数据，2013 年全年社会消费品零售总额 234380 亿元，比上年增长 13.1%，扣除价格因素，实际增长 11.5%，增速同比下降 0.6 个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额 202462 亿元，增长 12.9%；乡村消费品零售额 31918 亿元，增长 14.6%。按消费形态统计，商品零售额 208988 亿元，

增长 13.6%；餐饮收入额 25392 亿元，增长 9.0%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长 10.4%，家具类增长 21.0%，家用电器和音像器材类增长 14.5%。2014 年 1~6 月，社会消费品零售总额 124199 亿元，同比增长 12.1%。

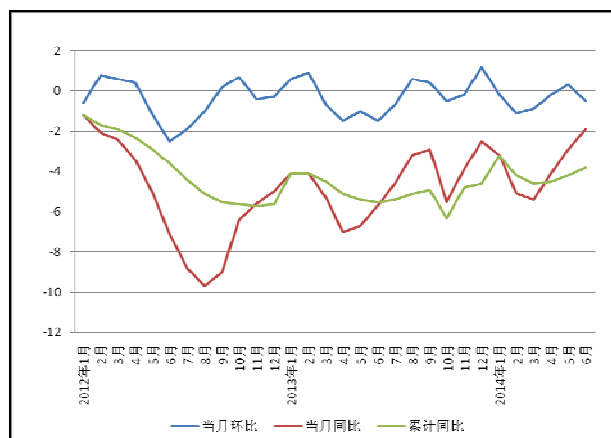
图 2 社会消费品零售总额及增长率情况
(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 咨询

2013 年，由于需求回升缓慢，供需矛盾突出，生产资料市场价格延续震荡下行走势。1-12 月，生产资料市场累计平均价格，比去年同期下降 4.6%，降幅较上年收窄 1 个百分点；比年初下降 1.2%，降幅较上年收窄 0.3 个百分点。从走势上看，全年曾出现三个回升阶段，分别是 1-2 月、8-9 月和 12 月，但因回升幅度较小，持续时间较为短暂，未能扭转全年价格低迷态势。2014 年 1~6 月，生产资料市场运行呈先下降后上升的趋势，二季度略好于一季度，生产资料市场价格同比下降 3.8%，降幅比一季度收窄 0.8 个百分点。

图 3 生产资料价格总指数变动情况



资料来源：中国物流信息中心，联合资信整理

2013 年生产资料市场继续保持平稳增长，全社会生产资料销售总额 55 万亿元，按可比价计算，同比增长约 11.9%，增速较去年同期持平。同期，全社会物流总额为 200 万亿元，按可比价格计算，同比增长 9.5%，增幅较去年同期回落 0.3 个百分点左右，但仍然快于 GDP 增长。2014 年 1~6 月，全社会生产资料销售总额 28.4 万亿元，按可比价计算，同比增长 9.8%。

2013 年，从国际市场看，国际大宗商品价格整体也呈现下降格局。进口方面，生产资料产品全年累计平均价格同比下降 1.3%，比年初下降 1.8%。其中，工业生产资料累计平均价格同比下降 1.2%，在结构上，除木材和机电类生产资料进口价格同比有所上升外，其他各大类产品进口价格均有所下降，能源类和有色金属类产品价格降幅较为明显；农业生产资料进口累计平均价格同比下降 7.8%。出口方面，生产资料产品全年累计平均价格同比下降 0.9%，比年初下降 1.2%。其中，工业生产资料累计平均价格同比下降 0.9%，在结构上，除建材、木材和汽车类生产资料出口价格同比有所上升外，其他各大类产品出口价格均有所下降，黑色金属、有色金属和能源类产品价格降幅较为明显；农业生产资料出口累计平均价格同比下降 3.0%。

整体看，社会消费品零售总额及生产资料市场相关数据显示，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速逐渐趋稳。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。

2. 房地产行业

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前

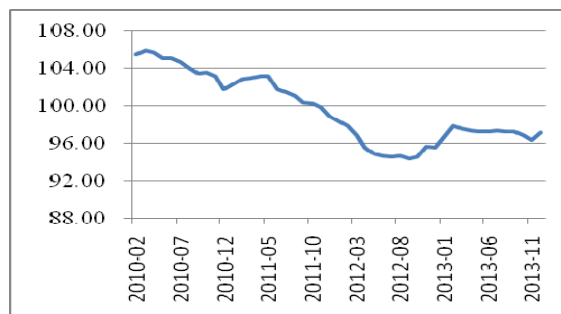
提条件。

2009 年以来，由于中国房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。随着多轮房地产调控政策的陆续实施，房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势，尤其是 2011 年下半年，“新国八条”等一系列严厉的调控政策效果集中显现，国房景气指数大幅回落。2011 年 11 月开始，房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至 100 点以下，且这一下行趋势持续到 2012 年 3 季度末。2012 年 10 月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。

为了防范房地产市场反弹，2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013 年 3 月 1 日，中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和

贷款利率。进一步完善现行住房限购措施；对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的，要进行约谈和问责等。

图 4 2010 年以来房地产开发综合景气指数



资料来源：wind 资讯

从投资结构来看，在城市化迅速发展的背景下，作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响，部分资金逐步向商业地产转移，商业地产成为楼市调控新政的受益者，办公楼和商业营业用房等商务地产投资呈高速增长态势。2013 年，房地产开发投资 86013.38 亿元，比上年增长 19.8%。其中，住宅投资 58950.76 亿元，增长 19.4%；办公楼投资 4652.45 亿元，增长 38.2%；商业营业用房投资 11945.00 亿元，增长 28.3%。

表 2 2008~2013 年中国房地产开发投资完成情况 (单位：亿元，%)

	住宅		办公楼		商业营业用房		其他		房地产开发投资额合计
	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	
2008	22081.26	72.21	1111.58	3.64	3200.21	10.47	4186.77	13.69	30579.82
2009	22368.99	84.27	1204.98	4.54	3646.66	13.74	4050.29	15.26	26545.73
2010	34038.14	70.52	1806.55	3.74	5598.84	11.60	6823.54	14.14	48267.07
2011	44308.43	71.77	2543.53	4.12	7370.21	11.94	7517.61	12.18	61739.78
2012	49374.21	68.76	3366.61	4.69	9312.00	12.97	9750.96	13.58	71803.79
2013	58950.76	68.54	4652.45	5.41	11945.00	13.89	10465.34	12.17	86013.38

资料来源：国家统计局

从整体供应情况看，2013 年房地产市场整体呈快速上涨趋势，商品房销售逐月增长，且增速较 2012 年大幅提高。2013 年，商品房销售面积 130550.59 万平方米，比上年增长

17.29%；其中，现房销售面积 31001.35 万平方米、期房销售面积 99549.24 万平方米。

2013 年商品房新开工面积 201207.84 万平方米，同比增长 13.48 个百分点；由于前两

年快速增长的房地产项目 2013 年开始陆续、集中完工，全年商品房竣工面积累计 101434.99 万平方米，同比增长 2.01 个百分点；虽新开工增速大幅提升，2013 年商品房施工面积增速上涨，全年商品房施工面积 665571.89 万平方米，同比增长 15.90 个百分点。

需求结构方面，2013 年办公楼销售保持较快增长势头均显著高于住宅和商业营业用房，办公楼销售 2883.35 万平方米，同比增长 27.92%；住宅销售同比增长 17.52%，商业营业用房同比增长 9.15%。总体看商业地产发展势头较好。

表 3 2013 年中国主要房地产市场运行指标

单位：（万平方米）

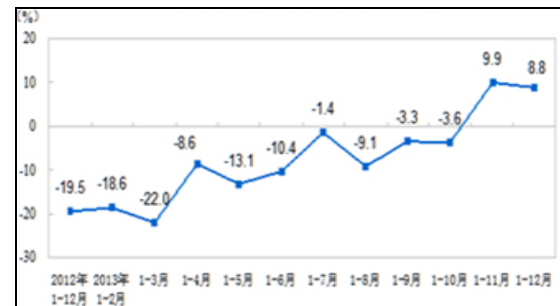
指标	绝对数 (万平方米)	同比增长 (%)
房屋施工面积	665571.89	15.90
其中：住宅	486347.33	13.36
办公楼	24577.41	26.80
商业营业用房	80626.76	22.49
房屋新开工面积	201207.84	13.48
其中：住宅	145844.80	11.55
办公楼	6887.24	15.00
商业营业用房	25902.00	17.73
房屋竣工面积	101434.99	2.01
其中：住宅	78740.62	-0.38
办公楼	2789.40	20.49
商业营业用房	10852.42	6.86
商品房销售面积	130550.59	17.29
其中：住宅	115722.69	17.52
办公楼	2883.35	27.92
商业营业用房	8469.22	9.15

资料来源：国家统计局公报

从整体需求情况看，2013 年房地产调控政策持续深化，在坚持了差别化的住房信贷、税收政策和限购措施这一主导政策的同时，房产税没有扩大试点范围和加大试点力度。2013 年底房地产市场持续回暖，城市住宅市场成交量同比增幅较高、重点城市房价普涨、土地市场量价齐升。2013 年全年商品房销售面积 130550.59 万平方米，较上年同期增长 17.29%。

2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38814.00 万平方米，比上年增长 8.80%，增速比 1-11 月份下降 1.10 个百分点；土地成交价款 9918.00 亿元，增长 33.90%，增速提高 2.40 个百分点。

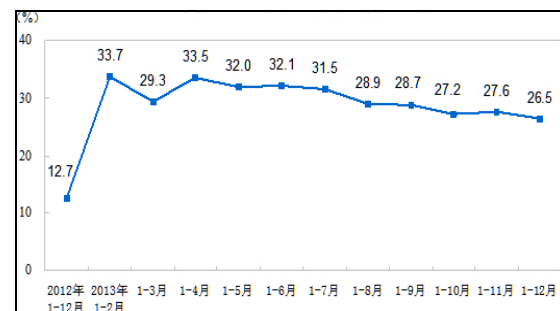
图 5 全国房地产开发企业土地购置面积增速



资料来源：国家统计局公报

2013 年，房地产开发企业到位资金 122122 亿元，比上年增长 26.5%，增速比 1-11 月份下降 1.1 个百分点，比 2012 年上涨 13.8 个百分点。其中，国内贷款 19673 亿元，增长 33.1%；利用外资 534 亿元，增长 32.8%；自筹资金 47425 亿元，增长 21.3%；其他资金 54491 亿元，增长 28.9%。在其他资金中，定金及预收款 34499 亿元，增长 29.9%；个人按揭贷款 14033 亿元，增长 33.3%。

图 6 全国房地产开发企业 2013 年到位资金增速



资料来源：国家统计局公报

总体上，2013 年房地产行业恢复较为明显，受到 2012 年 10 月份以来市场持续回暖影响，市场信心较强，房地产企业投资增长，全年住宅新开工等指标有明显提高，逐步转化为新建商品住宅供应以后，供需矛盾将出现一定的缓解。从房地产行业所处环境看，虽然政策调整较为频繁，但地方上既有收紧性调控出台，又有利于需求释放的政策放松。

行业最新政策

2014年4月22日,住建部发布《住房城乡规划建设部关于做好2014年住房保障工作的通知》,2014年全国城镇保障性安居工程计划新开工700万套以上,其中各类棚户区470万套以上;计划基本建成480万套,并加强保障性住房配套设施建设;探索发展共有产权住房,目前已确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市。明确了共有产权住房为新的保障性住房模式。在2013年10月,北京市住建委公布《关于加快发展中低价位自主型改善型商品住房建设的意见》,其中的自主型改善型商品住房即为共有产权住房模式。

2014年9月30日,中国人民银行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》;该通知放松了二套房认定标准,将有效提高购房群体数量,通知中明确提出“对于贷款购买首套普通自住房的家庭,贷款最低首付款比例为30%,贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍,具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭,为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房,银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市,对拥有2套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭,又申请贷款购买住房,银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划,向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。”同时,为增强金融机构对个人住房贷款的投放能力,提出“鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券(MBS)、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金,专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。”此次住房金融政策出台在百城房价连续5个月环比负增长和今年以来房

地产投资增速持续回落的背景下,体现了政府定向稳增长控风险的决心,有利于推动购房刚需和改善性需求入市,促使房地产市场交投活跃,缓解市场对于房地产硬着陆的风险担忧,改善市场对于经济增长的悲观预期。但银行落实情况、地产库存去化情况及房贷新政与货币政策配比情况仍将对房贷新政的拉动效应产生影响,房贷新政策效果有待观察。

2014年以来,宏观经济增速趋缓,部分地区房地产销售出现下滑,房地产市场较为疲软,而北上广深等一线城市,由于新增人口较多,房价相对平稳。由于不同区域房地产市场走势分化严重,针对不同城市,后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势,对于房价仍处于高位的一线和少数二线城市,调控仍从紧,并增加中小套型商品房和共有产权住房供应,抑制投机投资性需求,促进房地产市场持续健康发展;而对于房地产市场持续低迷的城市,在不突破调控底线的前提下,适当微调当地调控政策以促进需求释放。

3. 区域经济环境

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

根据“厦门市2013年国民经济和社会发展统计公报”,2013年,厦门市全年地区生产总值(GDP)3018.16亿元,按可比价格计算,比上年增长9.4%。其中,第一产业增加值25.99亿元,增长0.2%;第二产业增加值1434.79亿元,增长11.1%;第三产业增加值1557.38亿元,增长7.7%。三次产业结构为0.9:47.5:51.6。

2013年,厦门市全社会固定资产投资1347.54亿元,比上年增长1.1%,其中固定资产投资(不含农户)1337.26亿元,增长1.1%。分产业看,第一产业投资持平,第二产业投资增长2.3%,第三产业投资增长0.3%,三次产业投

资比例为0.4: 20.5: 79.1。

工业方面, 2013年厦门市全市规模以上工业企业1664家, 实现工业总产值4678.45亿元, 比上年增长13.1%, 工业增加值1212.17亿元, 增长11.9%。电子、机械两大支柱行业共有规模以上工业企业742家, 占全市规模以上工业企业数的44.6%, 完成工业总产值3032.71亿元, 占全市规模以上工业的64.8%; 机械行业工业总产值1195.56亿元, 增长5.5%。

房地产开发投资方面, 2013年, 厦门市全年投资 531.80 亿元, 增长 2.5%, 其中土地购置费 132.69 亿元, 下降 33%, 占房地产投资的比重为 25.0%, 占全社会固定资产投资的比重为 9.8%。全市商品房施工面积 3785.86 万平方米, 增长 5.8%; 商品房新开工面积 689.5 万平方米, 下降 15.7%; 商品房销售面积 786.71 万平方米, 增长 27.8%, 其中住宅销售 581.52 万平方米, 增长 21.1%。

总体看, 公司所在厦门区域经济保持平稳较快发展, 城市和农村居民消费能力不断提高, 一、二、三产业的稳步增长为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

五、基础素质分析

公司为股份制上市公司(股票名称: 建发股份, 股票代码: 600153), 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, 经过多年发展, 形成了浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务、汽车及酒类共计十大核心子业务, 在全国主要城市建立了贸易分销机构, 同时与 70 多个国家和地区建立了贸易往来关系。

公司连续多年入选中国进出口 500 强及出口 200 强企业名单, 根据《财富》杂志“中国上市公司 500 强”排行榜, 公司 2013 年列第 51 位; 据中国对外经济贸易统计学会统计, 公司蝉联福建企业 100 强首位; 公司股票为“上证红利指数样本股”、“沪深 300 指数”、“上证公司治理指数样本股”等重要指数样本股。

公司供应链运营在特定的几个品类优势突出: 保时捷汽车全球第五大、中国第三大经销商集团、浆纸经销商行业第一, 鞋子出口行业第一, 动力煤进口进入前十大, 钢铁经销商位居“中国钢贸企业百强榜”前列。“建发”供应链服务品牌在业内已具备领先的品牌竞争力。

公司拥有两家房地产公司, 其中联发集团有限公司(以下简称“联发集团”, 注册资本 21 亿元, 公司持股 95%) 在“2014 中国房地产百强开发企业榜”中位列第 52 名, 获得“2012 年中国房地产专业领先品牌 TOP10”、“厦门最具领导力地产品牌”等称号。联发集团主要从事房地产开发及物业租赁等, 除厦门岛内的开发业务外, 联发集团还着力在南昌、桂林、南宁等地区建设开发房地产项目。建发房地产集团有限公司(以下简称“建发地产”, 注册资本 20 亿元, 公司持股 54.65%), 在“2014 年中国房地产百强开发企业榜”中位列第 39 名, 获得“中国房地产百强之星”。

总体看, 公司主营业务明确, 贸易网络已遍布全球, 在供应链运营和房地产等业务领域具有良好的市场形象及商业信用, 在行业经验、品牌信誉、营销网络等方面具有很强的竞争优势, 为公司业务的开展提供了有利的支持。

六、管理分析

跟踪期内, 公司通过董事会换届选举, 更换三名独立董事, 吴世农、戴亦一及李常青三名独立董事离任, 刘峰、郑振龙及杜兴强新任公司独立董事。同时, 公司新聘任陈东旭、王志兵为公司副总经理。

公司在管理体制、股权变更、管理制度等方面无其他重大变化情况。

七、经营分析

1. 经营概况

目前公司已形成“供应链运营+房地产”

双主业格局，其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等。2013 年，在供应链运营业务和房地产业务收入增长的带动下，公司实现营业收入 1020.68 亿元，同比增长 11.96%。从营业收入构成来看，2013 年供应链运营业务平稳增长，实现收入 878.05 亿元，同比增长 10.48%，仍为公司收入最主要贡献来源；房地产业务多个项目开展预售，销售面积大幅增长，实现收入 122.25 亿元，同比增长 8.60%，收入占比小幅降至 11.98%；其他业务收入 20.38 亿元，包括租赁业务收入、物业管理收入和担保公司业务等收入，同比增长 366.08%，主要是因为子公司建发地产参与后埔-枋湖旧村改造土地一级开发，2013 年建发地产收到土地出让金分成 13.74 亿元。

从利润构成来看，2013 年，由于国内外宏观经济低迷，需求不足导致各类大宗商品价格下跌，同时人工成本上升，公司供应链运营业务毛利率同比下降 0.61 个百分点，至 3.75%；

房地产业务受 2013 年新销售项目拿地成本较高影响，毛利率为 32.79%，同比下降 4.57 个百分点；其他业务毛利率大幅增至 84.66%，同比上升 13.87 个百分点，对 2013 年利润贡献较大。2013 年公司整体毛利率为 8.84%，同比略有上升。

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 531.78 亿元，占 2013 年全年的 52.10%；其中供应链运营业务 458.06 亿元，占比 86.14%；房地产业务收入 71.56 亿元，占比 13.46%；其他业务收入 2.17 亿元，占比 0.41%。受贸易商品市场价格持续走低影响，公司供应链运营业务毛利率为 3.82%，较 2013 年底变化不大；房地产业务毛利率为 32.28%，较上年底变化不大。2014 年 1~6 月，整体毛利率为 7.94%，较 2013 年底下降 0.90 个百分点，主要是由于其他业务收入和毛利率下降较大。

表4 2012年~2014年6月公司营业收入情况（单位：万元，%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年 1~6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	9116697.01	100.00	10206779.92	100.00	5317816.21	100.00
供应链运营业务	7947263.39	87.17	8780518.26	86.03	4580566.93	86.14
房地产业务	1125716.48	12.35	1222503.30	11.98	715580.07	13.46
其他业务	43717.14	0.48	203758.36	2.00	21669.21	0.41
营业成本	8318564.04	100.00	9304187.03	100.00	4895649.60	100.00
供应链运营业务	7600614.12	91.37	8451283.04	90.83	4405708.86	89.99
房地产业务	705178.97	8.48	821650.54	8.83	484624.84	9.90
其他业务	12770.95	0.15	31253.45	0.34	5315.90	0.11
毛利率	8.75		8.84		7.94	
供应链运营业务	4.36		3.75		3.82	
房地产业务	37.36		32.79		32.28	
其他业务	70.79		84.66		75.47	

资料来源：公司提供

2. 供应链运营业务

供应链运营业务为公司第一大主业，2013 年公司供应链运营业务实现营业收入为 878.05 亿元，较上年增长 10.48%，其中利润贡献较大的分别是汽车、钢铁、矿产品、轻纺和浆纸等业务板块；但由于国内外宏观经济低迷，需求

不足导致各类大宗商品价格下跌，公司供应链运营业务毛利率为 3.75%，同比下降 0.61 个百分点。近年来，公司不断向以供应链运营为核心的现代服务型企业转型，整合从原材料到制造商到零售终端整条产业链的物流、信息和资金资源，提升增值服务，转变传统盈利模式。

2013 年公司内贸收入占比约为 54%，有助于公司抵御国际业务波动风险。

公司贸易品类以浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务、汽车及酒类共计十大核心业务板块为主。其中，纸浆业务基本实现供应链模式运作，其他业务品种的经营模式在逐步改进。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”）、厦门建发纸业集团有限公司（以下简称“建发纸业”）、厦门建发汽车有限公司（以下简称“建发汽车”）及建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”）等是公司供应链运营板块的核心企业。

表 5 公司主要子公司供应链运营业务收入情况
(单位: 亿元)

	2012年	2013年	2014年1~6月
上海建发	196.94	209.19	114.33
建发金属	46.87	45.92	24.87

表 6 公司近期供应链运营主要子板块收入及占比情况

(单位: 亿元、%)

子板块	2012 年		2013 年		2014 年 1~6 月	
	收入	占供应链运营收入比重	收入	占供应链运营收入比重	收入	占供应链运营收入比重
浆纸	74.91	10.96	98.24	14.54	58.78	13.50
钢铁	207.37	30.35	239.38	35.42	126.64	29.09
矿产品	91.64	13.41	99.84	14.77	71.26	16.37
化工产品	99.48	14.56	31.11	4.60	25.69	5.90
农产品	68.46	10.02	66.99	9.91	66.89	15.37
机电产品	34.28	5.02	35.95	5.32	25.99	5.97
轻纺产品	34.81	5.09	39.15	5.79	23.87	5.48
物流服务	9.33	1.37	7.92	1.17	2.70	0.62
汽车	51.99	7.61	51.22	7.58	29.31	6.73
酒类	10.95	1.60	5.94	0.88	4.16	0.96
合 计	683.21	100	675.74	100	435.29	100

资料来源: 公司提供

公司目前是国内最大的纸张、纸浆经销商，其浆纸业务的主要经营实体为建发纸业以及参股的永丰浆纸有限公司，是公司供应链运营模式较为成功的业务，2013 年公司销售纸张、纸浆 248.01 万吨，实现收入 98.24 亿元，同比增长 31.14%；2014 年 1~6 月销售纸张、纸浆实

建发物资	38.99	45.92	22.55
建发纸业	87.51	108.16	65.42
建发汽车	56.43	56.70	29.30
建发物流	95.07	83.61	35.24
合计	521.81	549.50	291.71

资料来源: 公司提供

从商品构成看，钢铁、浆纸、矿产品和农产品是收入较大的子板块。钢铁一直是供应链业务中对收入贡献最大的子板块，主要由建发金属和建发物资负责运营，2013 年公司销售钢铁共 745.82 万吨，实现收入 239.38 亿元，同比增长 15.44%；2014 年 1~6 月公司销售钢铁实现收入 126.64 亿元。但由于 2013 年钢铁行业需求低迷，贸易价差空间收窄，公司钢铁贸易盈利水平受到影响。目前公司在从传统贸易向供应链运营模式转变，逐步介入钢材原材料行业，铁矿石主要从乌克兰、伊朗等进口，然后供给国内中小型钢厂。公司拟在青岛地区建设钢材市场，将其打造为贸易、金融、电子商务、仓储、加工配送一体化的钢铁供应链服务平台。

现收入 58.78 亿元。2013 年宏观经济增速趋缓，针对国内纸张市场现状，公司不断加强与金光纸业、晨鸣纸业等大型纸厂合作，在全国各主要城市建立营销网点，拓展专业化销售渠道。公司围绕浆纸产业链，通过横向扩张市场份额和纵向深化供应链服务相结合，形成从生产到

配售，为客户提供包括采购、深度物流、销售、结算等“一站式”综合服务，大力发展供应链运营模式。

矿产品、化工产品、机电产品、轻纺产品是公司正在重点培育的几个主要业务板块，目前采取各具特色的经营模式，为客户提供原材料及零部件采购、运输、储存、成品分销等服务。目前此部分业务规模较小，对公司的收入和利润贡献较小，但随着供应链运营模式的逐渐成熟，相关行业的利润贡献有望得到提升。

汽车板块，目前公司共有 22 家汽车 4S 店及展厅，主营保时捷、进口大众、进口三菱、宾利、捷豹、路虎等高端品牌，是福建地区最大的品牌汽车经销商，2013 年公司实现销售量 9234 辆、实现收入 51.22 亿元；2013 年进口车销售超过 7167 辆，同比增长 25.63%。公司未来将继续扩大规模并延伸服务链条，力争附加值较高的售后服务业务成为利润持续增长的重要来源。

酒类方面，公司业务主要由下属控股子公司厦门建发国际酒业集团有限公司（以下简称“建发酒业”，注册资本 4900 万元，公司持股 60%）经营。目前建发酒业拥有全资子公司 6 家，是中国最大的葡萄酒进口商，通过代理国外高端红酒并在上海、北京、厦门、福州、杭州等主要城市开设酒庄，2013 年公司实现酒类业务收入 5.94 亿元，同比下降 45.75%，主要是因为公司主营国内外中高端红酒和白酒，2012 年以来国内中高端酒类的消费需求明显下降，且中高端酒类的销售渠道费用、运输与仓储费用较高，在市场需求不足导致销售下降的情况下，公司利润下滑幅度较大，净利润亏损 1.56 亿元。

公司物流服务业务主要由下属全资子公司建发物流（注册资本 40000 万元，公司持股 100%）及其他全资或控股子公司共 17 家负责。建发物于 2008 年已获得国家认可的物流行业 5A 资质评审，目前在上海、福州、泉州等地设立了分支机构，目前已成为厦华、海尔、康佳、

海信、索尼、柯达、太古、翔鹭等国内外知名企业的长期合作伙伴。公司在供应链上下游环节不断延伸物流服务，一方面提高第三方物流市场的占有率，另一方面大力发展第四方物流，提高利润率。公司已初步形成了第三方物流支持第四方物流运作，第四方物流带动第三方物流发展的运营格局。公司供应链服务延伸战略实施效益逐渐显现，2013 年实现物流服务收入 7.92 亿元，同比下降 15.11%。目前公司在用仓库面积 12 万平方米，其中 7.1 万平方米为自有产权仓库；堆场面积 15.6 万平方米，其中 8.1 万平方米为自有产权堆场。

总体看，跟踪期内，公司供应链运营业务营业收入稳步增长，多数子板块贸易规模不断扩大，产业链上下游及物流服务不断延伸。联合资信同时关注到公司供应链运营业务受宏观经济形势变化、商品价格波动及贸易政策调整等多重因素影响，2013 年国内经济增速趋缓，主要贸易品类价差空间收窄，对供应链业务整体盈利水平形成负面冲击。

3. 房地产板块

公司的房地产业务主要由联发集团和建发地产 2 家子公司经营，2013 年公司房地产业务板块实现收入 122.25 亿元，同比增长 8.60%；毛利率为 32.79%。目前，公司项目储备主要分布在厦门，上海，成都，福州，龙岩，建阳、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、等地。两家房地产子公司外阜市场区域不同，以规避产生竞争；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。

联发集团拥有房地产开发一级资质，以房地产开发和物业租赁为主业，先后在厦门、南昌、南宁、桂林、重庆实施项目开发，在业界享有较高的声誉。2013 年实现营业收入 65.87 亿元，同比增长 21%；净利润 9.25 亿元，同比增长 17%。2013 年联发集团签约销售总面积 75.47 万平方米，同比增长 25%；签约销售收

入 72.51 亿元，同比增长 23%；结算面积 55.3 万平方米，同比增长 21%；结算收入 55.57 亿元，同比增长 23%。在房地产开发方面，2013 年，联发集团新开工面积 107 万平方米，竣工面积 69 万平方米。2014 年 1~6 月，联发集团实现营业收入 27.87 亿元，同比减少 3.73%；净利润 3.28 亿元，同比减少 8.64%。2014 年 1~6 月，联发集团地产项目签约销售金额 32.24 亿元，签约销售面积 31.47 万平方米；账面结算收入 23.49 亿元，账面结算面积 30.29 万平方米；新开工面积 90 万平方米。

截至 2014 年 6 月底，联发集团在建住宅、商业、办公及酒店房产项目共计 22 个，分布在扬州、厦门、重庆、武汉、南昌、天津、南宁、桂林等城市，总投资 342 亿元，未来 3~5 年计划投资 157 亿元，资金需求较大。

建发地产是以房地产开发为核心，以土地一级开发、物业管理等相关行业为配套的专业化房地产集团企业，获得建设部颁发的房地产开发一级资质。建发地产开发产品日趋多元化，项目涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产、大型公建代建等，房地产开发项目主要分布成都、长沙、上海、厦门、漳州和福州等地区。2013 年，建发地产实现营业收入 79.39 亿元，同比增长 15.97%；净利润 16.13 亿元，同比增长 30.33%。2013 年度建发地产签约销售总面积 77.19 万平方米，同比增长 12.21%；签约销售收入 112.21 亿元，同比增长 30.39%；结算面积 53.87 万平方米，同比增长 8.94%；结算收入 61.48 亿元，同比下降 0.76%。在房地产开发方面，2013 年，建发地产新开工面积 130.57 万平方米，竣工面积 75.6 万平方米。2014 年 1~6 月，建发地产实现营业收入 45.97 亿元，同比增长 18.59%；净利润 6.32 亿元，同比增长 19.67%。2014 年 1~6 月，建发地产签约销售金额 32.61 亿元，签约销售面积 23.02 万平方米；账面结算收入 45.06 亿元，账面结算面积 27.65 万平方米；新开工面积 118.77 万平方米。

建发地产在开发精品住宅和商业地产的同

时，还承接大量地方政府代建项目，包括建发国际大厦和海峡国贸中心大厦（监管大楼）、国际会议中心及酒店、厦门海峡交流中心、国际会议展览中心、厦门档案大楼等，目前在建政府代建项目为后埔-枋湖旧村改造项目。代建项目的经营模式是公司代垫资金进行土地拆迁改造，给予村民货币和实物补偿，土地改造完成后交予政府进行招拍挂，所得土地款约 85%归还公司，形成公司收益。截至 2014 年 6 月底，后埔-枋湖旧村改造土地一级开发出让了 41.74 万平方米。

截至 2014 年 6 月底，建发地产在建商住房产项目 36 个，分布在厦门、漳州、福州、长沙、成都、上海、龙岩、建阳等城市，总投资 459.20 亿元，未来 3~5 年计划投资 200.82 亿元（不含代建项目投资），资金需求压力较大。

2013 年，联发集团和建发房产分别在厦门及周边地区、桂林、南昌、南宁、上海、成都等地区，获得土地储备总计近 200 万平方米。截至 2013 年底，二家公司共拥有土地储备超过 1000 万平方米。2014 年 1-6 月，公司新增土地储备面积 47.71 万平方米，公司支付相关土地款合计 79.49 亿元，在经营活动现金流出及存货中相应体现。总体看，跟踪期内，公司多项房地产项目开售，销售收入大增；较多的土地储备保障了其可持续发展，且土地储备分布广泛，可以较好地避免房地产市场的地区波动；但联合资信也关注到公司房地产业务投资力度较大，现金支出压力增大，受 2014 年国内房地产市场波动影响，公司在建项目未来收入及回款不确定性上升，资金周转能力承压。

4. 未来发展

在国际经济复苏缓慢，国内经济“稳增长、调结构、促改革”以及传统行业互联网化进程加速的大背景下，公司继续实施“供应链+房地产”的双主业战略，特别是要长期坚持“供应链运营”的战略发展方向，利用互联网工具进行创新，大力推进电子商务运用，争取在供应

链行业内的各细分领域，搭建专业的信息服务平台和交易平台，借助信息化手段整体提升供应链管理效率，为客户提供更加高效便捷的一站式服务。此外，在供应链金融方面，公司依托卓越的品牌优势和雄厚的资金实力，一方面通过“商票融资”、“信保融资”等快速融资服务，为客户解决融资难题，另一方面在造纸、高科技仪器设备、节能环保、汽车等众多领域，为客户提供国内外融资租赁、保险和担保等系列金融服务。最后，在供应链运营的基础上，公司一方面将会投资具备良好收益的资源，增强自身对上游资源的控制能力，另一方面会加大对渠道网络的投资，增强供应链运营的仓储物流配套服务能力。

未来，公司将依托网络平台的建设和完善，不断创新整合供应链，实现“资金流、物流、信息流”各个环节的整合增值，打造“上控资源、下控渠道、中间提供一站式服务”的供应链运营商。

对于房地产业务，公司将顺势而为，一方面努力做好现有项目的开发销售，实现经济效益的提升；另一方面将充分利用原有庞大的业主数量，积极推行智能社区计划，挖掘社区服务的价值潜力，寻求移动互联时代新的利润增长点。

未来投资方面，除联发集团和建发地产合计 58 个房地产项目，未来 3~5 年内计划投资 357.82 亿元（详见前文房地产板块经营分析），公司本部投资在建建发物流象屿堆场二期重箱堆场仓库工程，计划总投资 5089 万元，截至 2014 年 6 月底已累计投资 2748 万元，尚余投资 2341 万元，目前该项目仓库主体及装修已完成，进行室外施工，预计 2014 年 12 月竣工。总体看，公司未来投资资金需求压力较大。

八、募集资金使用情况

公司于2014年5月发行短期融资券“14建发CP001”募集资金5亿元，期限365天。“14建发

CP001”所募集资金全部用于补充营运资金。截至目前，“14建发CP001”已全部按募集用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2011年度财务报表已经天健正信会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见审计结论；2012~2013年度财务报表均已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司2014年上半年财务数据未经审计。

公司2013年新纳入合并范围子公司34家，资产、净资产、收入和利润规模均较小，不再纳入合并范围的子公司1家，合并范围变化对财务数据可比性影响小。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 800.45 亿元，所有者权益 163.55 亿元（含少数股东权益 38.02 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1020.68 亿元，利润总额 45.83 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 980.21 亿元，所有者权益 203.82 亿元（含少数股东权益 42.09 亿元）；2014 年 1~6 月公司实现营业收入 531.78 亿元，利润总额 17.49 亿元。

1. 盈利能力

2013 年，随着供应链业务规模的扩大和房地产业务销售收入的持续增长，公司实现营业收入 1020.68 亿元，同比增长 11.96%。2013 年，公司营业利润率为 7.38%，较上年变化不大；2014 年 1-6 月，公司实现营业收入 531.78 亿元，为 2013 年全年水平的 52.10%，受其他业务毛利润下降影响，整体营业利润率降至 6.32%。

从期间费用看，2013 年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）为 31.23 亿元，同比增长 2.79%，低于同期营业收入的增速（11.96%）；其中，公司财务费用为 0.28 亿元，同比下降 92.72%，主要是跟踪期内贸易融资成本降低，对应的利息支出减少以及人民币升值产生的汇兑收益较上年增加所致。2013 年公司

期间费用率为 3.06%，同比下降 0.27 个百分点。

非经常性损益方面，2013 年公司资产减值损失合计 2.53 亿元，主要是因为应收账款大幅增长计提坏账准备。2013 年公司获得投资收益 3.05 亿元，同比增长 370.88%，主要是处置交易性金融资产取得的投资收益和其他投资收益较上年大幅增加所致。2013 年公司营业外收入合计为 1.40 亿元，同比增长 153.97%，主要为政府补贴（1.00 亿元），公司营业外收支净额为 0.59 亿元。

受主营业务收入增长影响及投资收益大幅上升影响，2013 年公司营业利润同比增长 27.25%，为 45.23 亿元。同期公司实现利润总额 45.83 亿元，同比增长 27.34%；实现净利润 33.92 亿元，同比增长 27.04%。2013 年，公司总资产收益率为 7.81%；同比变化不大；净资产收益率为 20.74%，同比增长 0.13 个百分点。2014 年 1~6 月，公司经营毛利润主要来自供应链业务及房地产业务，其他业务毛利润回落至 2012 年水平，主要是因为公司 2014 年上半年未收到土地出让金，公司实现利润总额 17.49 亿元，净利润 12.88 亿元，分别为 2013 年全年的 38.17%和 37.97%；利润总额同比下降 0.63%，净利润同比增长 0.86%。

总体看，跟踪期间公司收入规模不断扩大，期间费用控制能力进一步增强，进而提升了公司的盈利空间和利润水平。

2. 现金流及保障

2013 年，随着公司销售规模的扩大，同时供应链运营业务加快回笼资金，房产销售预收款增加，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入同比分别增长 14.25%和 14.23%，高于公司营业收入增速（11.96%），分别为 1168.75 亿元和 1206.21 亿元。同期，购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出分别为 1120.44 亿元和 1225.42 亿元，同比分别增长 20.53%和 21.52%。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要是收付银行承兑汇

票、保证金及往来款等，2013 年分别为 27.23 亿元和 55.49 亿元。2013 年公司房地产投入大幅上升且相关地产尚未实现销售，导致公司经营活动现金流入滞后于现金流出，同时，支付其他与经营活动有关现金流出增大，公司经营活动净现金流呈现净流出，为 19.21 亿元。当期公司现金收入比为 114.51%，同比增长 2.3 个百分点，公司经营活动获现能力较好。

从投资活动看，2013 年，公司投资活动获现规模较 2012 年有所提升，主要为收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金，投资活动现金流入为 6.79 亿元；其中，收回投资收到的现金 3.41 亿元，主要为期货保证金收回。同期，公司投资活动现金流出 15.17 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，其中投资支付的现金大幅增长，主要是由于子公司建发房产、联发集团收购其子公司少数股权及其他股权所支付的现金增加所致。2013 年公司投资活动产生现金流净额仍为净流出，为 8.39 亿元。

从筹资活动来看，2013 年，公司筹资活动现金流入和流出分别为 367.35 亿元和 330.16 亿元，主要用于取得和偿还银行借款，另有吸收投资收到现金 10.96 亿元（主要为联发集团武汉投资建设有限公司吸收少数股东投入 3.32 亿和建发集团对公司子公司增资 4.54 亿）和发行债券收到的现金 9.93 亿元（包括“13 建发 CP001”5 亿元和“13 建发房产债”5 亿元）；筹资活动净现金流由净流出转为净流入，为 37.18 亿元。

2014 年 1~6 月，公司经营活动现金流出较多，经营活动现金净流出 69.90 亿元，主要是由于子公司建发地产支付土地出让金较多，同时，供应链运营业务规模增长，各项占用较年初大幅增加；同期，投资活动产生现金净流出 1.70 亿元；筹资活动现金净额为 96.44 亿元。2014 年 1-6 月，公司现金收入比升至 119.21%。

总体看，公司经营活动获现能力较好，但经营活动净现金流波动大；公司筹资活动经营

净现金流呈现大幅净流入，公司较为通畅的外部融资渠道有力支撑了公司资金链稳健运行。

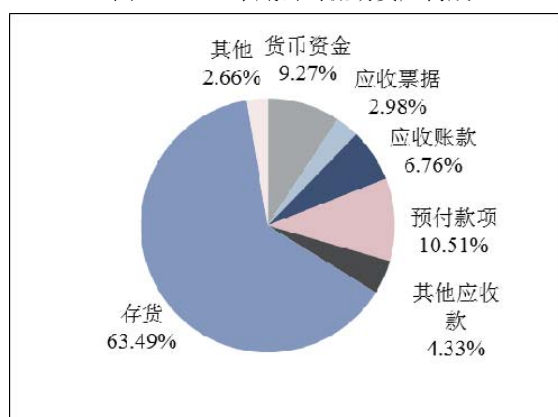
3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额为 800.45 亿元，同比增长 31.05%，主要来自流动资产中应收账款、其他应收款和存货的增加。2013 年底资产中流动资产占 89.63%，非流动资产占 10.37%，以流动资产为主，构成较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司流动资产 717.47 亿元，同比增长 34.17%，构成主要为货币资金、预付款项和存货。

图 7 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金为 66.48 亿元，同比增长 6.01%，其中使用受限的资金包括保证金及用于抵押和质押的存款等共计 4.88 亿元。

截至 2013 年底，公司应收账款净额合计 48.51 亿元，同比增长 172.51%，增量主要来源于公司应收厦门市湖里区财政局的土地出让金分成款 26.35 亿元，该部分款项回收一定程度受政府资金拨付效率影响；其中 1 年以内的占 94.74%，1-2 年的占 2.46%，2 年以上的 0.68%，账龄较短；应收账款前 5 名合计占比 54.46%，集中度较高。2013 年底公司应收账款共计提坏账准备 2.76 亿元，计提比例为 5.39%，计提较充分。

截至 2013 年底，公司预付款项 75.44 亿元，同比增长 16.66%，主要来自房地产业务预付土地款的增加；其中 1 年以内的占 95.44%，账龄短；其中前 5 名合计占比 18.49%，集中度一般。

截至 2013 年底，公司其他应收款净额合计 31.10 亿元，同比增长 72.61%，主要为应收出口退税、海关保证金和拍地保证金大幅增加所致；公司共计提坏账准备 1.08 亿元，坏账计提比例 3.35%，计提较充分。

截至 2013 年底，公司存货 455.53 亿元，同比增长 28.77%，主要是房地产开发成本和开发产品大幅增加所致，构成主要为开发成本（占 73.80%）、库存商品（占 15.42%）和开发产品（已建成房地产项目，占 10.53%），公司对库存商品计提跌价准备 0.79 亿元。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 82.98 亿元，同比增长 9.09%，主要由投资性房地产（占 36.80%）、长期股权投资（占 16.97%）和长期应收款（占 21.06%）构成。

截至 2013 年底，公司长期应收款 17.47 亿元，由融资租赁和分期收款提供劳务构成，同比变化不大；公司长期股权投资 14.08 亿元，同比增长 20.49%，主要为对以权益法核算的联营企业的投资，投资结构较上年变化不大；公司投资性房地产为 30.54 亿元，同比增长 19.00%，主要为房屋及建筑物（占 96.47%），年底未计提减值准备；其中用于抵押的为 2.33 亿元，占投资性房地产净值的 9.08%。

截至 2013 年底，公司固定资产 7.30 亿元，同比增长 5.86%，由在建工程转入固定资产原值为 0.36 亿元，公司未计提减值准备；公司在建工程 1.45 亿元，同比下降 65.31%，主要是上海临港物流奉贤园区、丽轩酒店改造和泉州中冠捷豹 4S 店完工转入投资性房地产及固定资产所致。

截至 2014 年 6 月底，公司资产总额 980.21 亿元，较上年底增长 22.46%，主要来自存货的增加；其中流动资产占比 90.90%，资产构成较 2013 年底基本持平。

总体看，公司资产规模不断扩大，流动资产为主且占比呈上升趋势；流动资产中存货占比大，主要为房地产开发成本；非流动资产主要由投资性房地产和长期应收款构成。跟踪期内，公司资产构成变化不大，资产质量较好，流动性一般。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额为 636.90 亿元，同比增长 32.34%，主要来自预收款项和长期借款的增加；其中，流动负债占 77.05%，非流动负债占 22.95%，构成较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司流动负债 490.72 亿元，同比增长 32.69%，增加主要来自应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债的增加。

截至 2013 年底，公司应付票据 26.81 亿元，同比下降 39.43%，主要是因为以商业汇票方式结算的贸易采购业务减少。

截至 2013 年底，公司应付账款 64.25 亿元，同比增长 37.09%，主要是因为供应链运营业务规模扩大导致采购量增加，其中 1 年以内的占 89.63%，账龄短，1 年以上的主要是未结算设备款及货款。

截至 2013 年底，公司预收款项 200.09 亿元，同比增长 61.54%，主要来自预收售房款的增加，其中 1 年以内的占 80.40%，账龄短。

截至 2013 年底，公司其他应付款 46.81 亿元，同比增长 40.03%，主要是因为预提税费及费用和应付往来款大幅增加。其中 1 年以内的占 55.67%，1-2 年的占 14.95%，2-3 年的占 8.91%，3 年以上的占 20.47%。金额较大的款项包括预提土地增值税 15.07 亿元、预提企业所得税 6.89 亿元，以及对成都大蓉和建设投资有限公司、汇丰置业（中国）有限公司等关联合作方的往来款合计 5.79 亿元。

截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债 33.10 亿元，同比增长 133.18%，主要是因为一年内到期的长期借款增加。

截至 2013 年底，公司非流动负债 146.19

亿元，同比增长 31.18%，主要来自长期借款和应付债券的增加。截至 2013 年底，公司长期借款 127.11 亿元，同比增长 29.75%，主要为抵押借款（占 50.91%）和保证借款（占 40.19%）。2013 年公司应付债券 18.18 亿元，同比增长 37.86%，增加来自 2013 年建发地产发行 5 亿元公司债券。

截至 2014 年 6 月底，公司负债总额为 776.39 亿元，较上年底增长 21.90%，主要来自预收款项、其他应付款和长期借款的增加；其中流动负债占比小幅降至 74.15%，负债构成变化不大。截至 2014 年 6 月底，公司其他流动负债 10.71 亿元，主要为短期融资券“13 建发 CP001”和“14 建发 CP001”合计 10.17 亿元。

有息债务方面，截至 2013 年底，随着长期借款及应付债券的增加，公司有息债务增至 301.56 亿元，同比增长 13.75%；其中短期债务占比小幅下降至 51.82%。债务结构中短期债务占比仍较大。

债务指标方面，截至 2013 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 79.57% 和 47.04%，较 2012 略有上升；全部债务资本化比率小幅下降至 64.84%。

截至 2014 年 6 月底，公司有息债务合计 398.21 亿元，较 2013 年底增长 32.05%，主要为短期借款和长期借款的增加，短期债务小幅下降至 49.82%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别小幅升至 66.14% 和 49.50%，资产负债率较 2013 年基本持平，为 79.21%。

总体看，跟踪期内公司负债总额及全部债务不断增长，负债构成变化不大；公司短期借款较多，债务期限结构与现有业务类型较为匹配，但债务负担较重。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 163.55 亿元，同比增长 26.24%，主要来自未分配利润和资本公积的增加；公司资本公积 2.76 亿元，同比增长 154.85%，主要原因是：2013 年，大业信托有限责任公司和万家共赢资产管

理有限公司分别向公司三级控股子公司增资，公司持股比例下降，并表时对于处置价款与长期股权投资相对应享有子公司净资产的差额调增资本公积。从构成来看，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占17.83%，资本公积占2.20%，盈余公积占5.88%，未分配利润占73.99%。截至2014年6月底，公司所有者权益为203.82亿元，增长来自实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益的增加，其中实收资本和资本公积较2013年底分别增长26.68%和894.20%，主要是因为公司向全体股东配股转增股本和资本公积导致。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比大，所有者权益稳定性较弱。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于公司流动资产增长相对较快，且存货占比大，2013年流动比率和速动比率小幅升至146.21%和53.38%；2014年6月底分别为154.77%和56.73%。2013年，由于公司经营现金流净额转负，经营现金流流动负债比为-3.92%。总体看，考虑到公司流动负债中预收款项占比较大，主要为房产项目预收款，不需要公司未来进行现金支付，所以公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2013年公司EBITDA随利润总额增长至50.02亿元；EBITDA利息倍数升至5.13倍；全部债务/EBITDA倍数由2012年的6.30倍降至6.03倍。总体看，跟踪期内，公司长期偿债指标有所改善，整体偿债能力保持较好水平。

截至2014年6月底，公司共获得银行授信814亿元，尚未使用额度379亿元，间接融资渠道畅通；公司为深交所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至2014年6月底，公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告

（信用机构代码为G10350203000077108），截至2014年10月22日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中美元融资10.84万美元及票据贴现1784万元不良记录系银行系统与人民银行征信系统对接延时造成，公司信贷过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司是以供应链运营和房地产为双主业的大型国有企业，在经营规模、业务多元化、营销网络等方面具有的显著优势；跟踪期间公司业务规模持续扩张，盈利能力较强，抗宏观周期波动风险能力突出。总体看，公司抗风险能力极强。

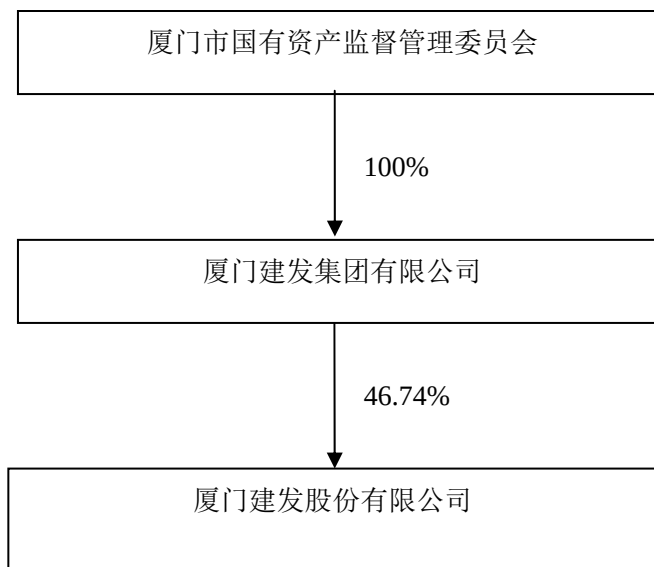
7. 存续债券偿还能力

“14建发CP001”发行额度5亿元，截至2013年底及2014年6月底，公司现金类资产分别为84.39亿元和90.15亿元（已剔除受限资金），分别为“14建发CP001”本金的16.88倍和18.03倍。2013年，公司经营活动现金流入量为1206.21亿元，是“14建发CP001”本金的241.24倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量对“14建发CP001”保障能力强。

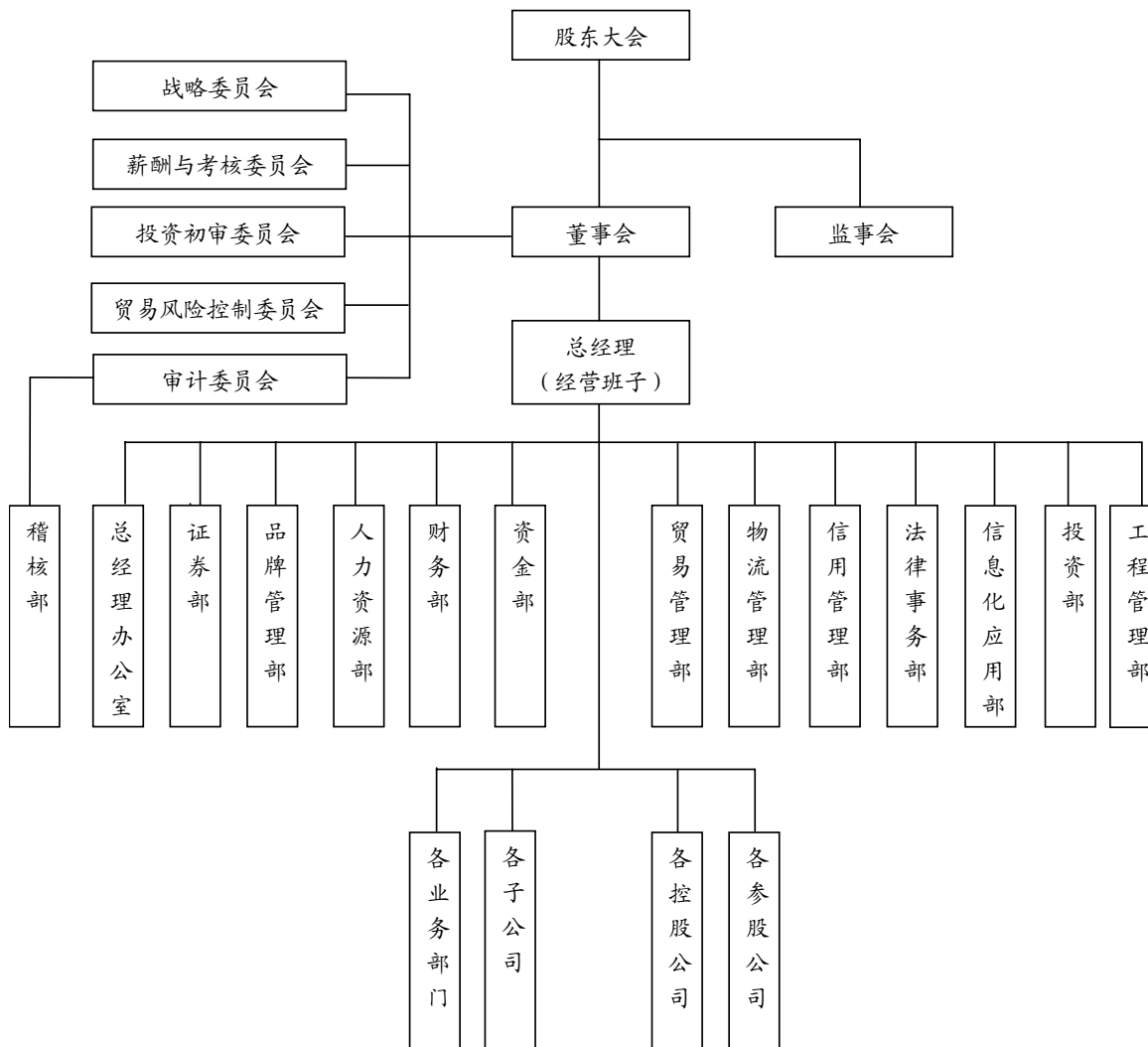
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14建发CP001”的信用等级为A-1。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	58.24	78.37	89.27	108.54
资产总额(亿元)	522.54	610.81	800.45	980.21
所有者权益(亿元)	100.97	129.56	163.55	203.82
短期债务(亿元)	144.40	153.96	156.27	198.40
长期债务(亿元)	101.64	111.15	145.29	199.82
全部债务(亿元)	246.04	265.11	301.56	398.21
营业收入(亿元)	802.54	911.67	1020.68	531.78
利润总额(亿元)	36.47	35.99	45.83	17.49
EBITDA(亿元)	42.45	42.08	50.02	--
经营性净现金流(亿元)	-49.59	47.54	-19.21	-69.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	28.05	26.28	20.01	--
存货周转次数(次)	2.64	2.50	2.30	--
总资产周转次数(次)	1.72	1.61	1.45	--
现金收入比(%)	106.02	112.21	114.51	119.21
营业利润率(%)	7.56	7.23	7.38	6.32
总资本收益率(%)	9.30	7.87	7.81	--
净资产收益率(%)	27.62	20.61	20.74	--
长期债务资本化比率(%)	50.16	46.18	47.04	49.50
全部债务资本化比率(%)	70.90	67.17	64.84	66.14
资产负债率(%)	80.68	78.79	79.57	79.21
流动比率(%)	143.81	144.60	146.21	154.77
速动比率(%)	46.58	48.94	53.38	56.73
经营现金流动负债比(%)	-15.52	12.86	-3.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.02	3.87	5.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.80	6.30	6.03	--

注：2013 年、2014 年上半年公司短期债务包含其他流动负债中的短期融资券。2014 年上半年财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
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/主营业务收入×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-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

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