信用等级公告

联合〔2020〕134号

联合资信评估有限公司通过对厦门建发股份有限公司主体信用状况进行跟踪分析和评估，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。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年一月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

厦门建发股份有限公司跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
厦门建发股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定

评级时间：2020 年 1 月 17 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	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	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

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，跟踪期内延续“供应链+房地产”的双主业格局，在经营规模、品牌信誉、营销网络、项目经验等方面保持显著优势。公司供应链业务规模持续扩张，房地产业务收入确认情况良好，带动整体收入规模提升，主营业务盈利能力稳定。受益于供应链板块和房地产板块加速现金回流带动，2018 年公司经营活动现金流转为净流入。同时，联合资信也关注到公司经营活动现金流波动较大，供应链业务推升资金需求，未来房地产在建及拟建项目投资规模较大，存在一定投资压力以及债务负担加重等因素可能对公司整体信用状况造成不利影响。

未来，随着公司供应链运营稳步发展，房地产业务项目建设和销售的持续推进，双主业发展战略将持续拓展，公司综合竞争力有望得以巩固。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是大型国有独资企业，区位优势明显，厦门市的战略地位突出、发展稳定，福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司的发展营造了良好的外部环境。
2. 跟踪期内，公司延续供应链运营和房地产的双主业格局，业务运作模式清晰，在品牌信誉、营销网络等方面保持显著竞争优势，供应链业务规模持续扩张，房地产业务收入确认情况良好，主营业务盈利能力稳定。
3. 公司现金类资产较充裕，整体资产质量良好；直接和间接融资渠道畅通，对债务偿付形成良好支撑。

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

关注

1. 全球经济复苏存在不确定性，外贸环境日趋复杂，综合作用下中国进出口增速或将放缓，进而对公司供应链运营业务造成不利影响。房地产行业易受国家宏观政策和经济周期波动影响。公司存货变现效率易受房地产市场波动影响，且部分项目布局城市调控政策趋严，区域房地产市场政策调整可能对公司项目去化及盈利能力产生影响。
2. 受供应链业务商品采购和销售回款、房地产土地购置支出和预售款周期波动的影响，公司经营活动现金流量净额波动大。
3. 随着供应链和房地产开发业务的扩张，公司预付款项和房地产开发存货快速增长，对资金形成一定占用；房地产在建及拟建项目未来投资规模大，存在较大资金压力；跟踪期内，公司有息债务规模大幅扩张，债务负担快速加重。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产(亿元)	111.56	165.37	196.43	216.96
资产总额(亿元)	1264.25	1752.95	2174.54	2970.79
所有者权益(亿元)	326.29	437.37	544.18	538.76
短期债务(亿元)	181.54	229.02	206.73	439.51
长期债务(亿元)	282.95	467.66	513.87	582.25
全部债务(亿元)	464.49	696.69	720.60	1021.77
营业收入(亿元)	1455.91	2186.02	2803.82	2103.58
利润总额(亿元)	52.93	66.17	104.93	32.25
EBITDA(亿元)	61.12	84.49	123.67	--
经营性净现金流(亿元)	-48.40	-185.88	47.80	-92.03
营业利润率(%)	6.29	5.53	6.88	4.13
净资产收益率(%)	12.10	11.03	14.02	--
资产负债率(%)	74.19	75.05	74.98	81.86
全部债务资本化比率(%)	58.74	61.43	56.97	65.48
流动比率(%)	165.13	178.64	174.73	146.92
经营现金流动负债比(%)	-7.46	-22.17	4.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.69	2.96	4.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.60	8.25	5.83	--
公司本部（母公司）				
项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额(亿元)	211.81	201.51	209.45	226.67
所有者权益(亿元)	100.64	95.57	96.15	93.76
全部债务(亿元)	17.92	47.84	22.01	38.02
营业收入(亿元)	83.51	74.47	19.32	11.31
利润总额(亿元)	11.41	6.93	8.10	12.27
资产负债率(%)	52.48	52.57	54.09	58.64
全部债务资本化比率(%)	15.11	33.36	18.63	28.85
流动比率(%)	116.02	123.41	119.02	106.85
经营现金流动负债比(%)	-26.26	9.19	23.64	--

注：2019 年 1—9 月财务数据未经审计；合并口径现金类资产已扣除受限部分，合并口径短期债务及其相关指标计算中包含其他流动负债中的短期应付债券和其他应付款中的有息债务，合并口径长期债务及其相关指标计算中包含长期应付款和其他非流动负债中的有息债务

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	2018/07/20	刘嘉敏 郭察理 刘祎烜	贸易行业企业信用评级方法（2018 年） 批发与零售行业企业信用评级模型（2018 年）	阅读全文
AAA	稳定	2014/05/21	王 毓 景 雪	贸易行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
AA+	稳定	2012/05/21	刘献荣 王妮娜	企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文

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

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至2020年7月18日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

厦门建发股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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2019年9月底，公司注册资本28.35亿元，总股本为28.35亿股；其中厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）持股13.01亿股（持股比例45.89%；其中6.00亿股用于质押），社会公众持股54.11%。厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）持有建发集团100%股权，为公司最终控制人。

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理体制、管理制度、高级管理人员等方面无重大变化。

公司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。供应链运营方面，公司拥有健全的贸易业务网络和物流设施，进出口贸易额连续多年位居中国外贸500强前列和福建省第三产业300大企业中进出口业类别首位。房地产开发方面，公司拥有两家房地产公司：建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”，注册资本200000万元，公司持股54.65%）是厦门市乃至福建省资深的房地产开发商之一，连续多年荣登中国房地产开发企业综合发展10强，并位列“2018中国房地产开发企业50强”第39位；联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，注册资本210000万元，公司持股95.00%），以房地产和物业租赁为主，在“2018年中国房地产企业百强榜”榜单中位列第49位。跟踪期内，公司在行业经验、品牌信誉、营销网络等方面保持了显著竞争优势。

三、经营分析

公司是国内领先的供应链运营和房地产开发双主业运营企业，在品牌信誉、营销网络等方面保持显著的竞争优势。跟踪期内，物流行业需求规模平稳增长，同时，国内经济增速趋缓、大宗商品价格波动及中美贸易摩擦升级等因素对公司业务有一定影响。跟踪期内，公司供应链业务规模持续扩张，联发集团和建发房地产收入确认情况良好，带动整体收入规模提升，同时供应链业务推升资金需求，未来房地产在建及拟建项目投资规模较大，仍存在一定投资压力。

行业情况：目前国内供应链管理行业上市公司主要有象屿股份、飞马国际、怡亚通、普路通等，服务模式主要包括两种：一类是以采购执行与销售执行（以进出口+物流为主）为核心的效率型供应链服务模式；一类是在效率型供应链服务基础上，以资金配套为主导的资金型供应链服务模式。根据中国物流与采购联合会统计，2019 年前三季度，全国社会物流总额为 215.9 万亿元，按可比价格计算，同比增长 5.7%，增速比上年同期回落 1 个百分点，比上半年回落 0.4 个百分点，增速稳中趋缓，社会物流总费用与 GDP 的比率略有提高，其中运输费用比率平稳，保管费用和管理费用比率上升。整体看，随着宏观经济复苏，2018 年以来，物流行业需求规模平稳增长、结构不断优化，为公司创造了良好的外部发展环境。同时，国内经济增速趋缓、大宗商品价格波动及中美贸易摩擦升级等因素对公司业务有一定影响。房地产行业易受国家宏观政策和经济周期波动影响，延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。公司存货变现效率受房地产市场波动明显，且考虑到项目布局部分城市调控政策

严格，区域房地产市场政策调整可能对公司项目去化及盈利能力产生影响。

经营概况：跟踪期内，公司立足供应链优势领域，逐步形成上控资源、下控渠道，中间提供物流、金融、信息等增值服务的经营模式，房地产业务主要依托联发集团和建发房地产进行运营，延续了“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。2018 年，公司实现营业收入 2803.82 亿元，同比增长 28.26%。分板块看，供应链运营业务为公司营业收入的主要构成部分，占营业收入的 84.17%。2018 年供应链运营业务实现营业收入 2359.87 亿元，同比增长 25.21%，主要系公司在巩固国内客户的同时积极拓展海外市场，冶金原材料等核心贸易品种量价齐增带动所致。同期，公司房地产板块收入快速增长，实现收入 405.79 亿元，同比增长 38.71%，主要系下属子公司加大力度推动库存去化、项目竣工情况良好，且当期土地一级开发业务实现两宗土地出让对收入形成补充所致。公司其他业务收入持续增长，其中 2018 年因统计口径调整，原计入房地产业务的物业租赁、酒店管理等业务收入调整计入其他业务，且房地产代建收入同比增加 10.58 亿元至 13.50 亿元，综合作用下其他业务收入增长至 38.16 亿元，在公司营业收入中占比仍很小。毛利率方面，2018 年公司综合毛利率为 7.89%，同比增加 1.46 个百分点，主要受房地产业务毛利率提升拉动影响；公司供应链业务毛利率水平偏低，跟踪期内持续小幅下降，2018 年，公司供应链业务毛利率为 2.88%，同比减少 0.18 个百分点；房地产业务毛利率水平稳定增长，2018 年为 35.37%，同比增加 8.84 个百分点，主要系当期竣工交付的项目中三四线城市项目占比降低，销售均价提升以及当期高毛利率的土地一级开发业务带动毛利率提升所致。

表1　近年来公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-9 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
供应链运营业务	1149.24	78.94	3.79	1884.68	86.22	3.06	2359.87	84.17	2.88	1973.84	93.83	2.72
房地产业务	303.58	20.85	23.30	292.55	13.38	26.53	405.79	14.47	35.37	96.67	4.60	34.54
其他业务	3.09	0.21	78.77	8.78	0.40	60.49	38.16	1.36	30.57	33.07	1.57	31.08
合计	**1455.91**	**100.00**	**8.02**	**2186.02**	**100.00**	**6.43**	**2803.82**	**100.00**	**7.89**	**2103.58**	**100.00**	**4.63**

资料来源：公司提供

注：建发房地产及联发集团收入规模大于上表中房地产业务收入规模，主要是建发房地产及联发集团包含少量供应链业务

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 2103.58 亿元，同比增长 14.78%，构成上仍以供应链运营业务为主，占比提升至 93.83%。毛利率方面，供应链运营业务和房地产业务毛利率较 2018 年均略有下降，分别为 2.72%和 34.54%；公司综合毛利率受供应链运营业务占比提升影响下降至 4.63%，较 2018 年减少 3.26 个百分点。

（1）供应链运营业务

供应链运营为公司第一大主业，跟踪期内，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，不断加强资源整合能力，逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。公司供应链运营主要包含国际贸易、国内贸易和物流业务三类，以国内贸易及国际贸易为主。公司物流服务业务主要由下属全资子公司建发物流集团有限公司及其他全资或控股子公司负责。截至 2018 年底，公司在用仓库面积 24 万平方米，堆场面积 12 万平方米，全部是公司自有产权堆场。

目前公司供应链运营业务中占比最高的为冶金原材料和林产品，占比在 60%左右且保持稳定增长。

表 2　公司供应链运营主要子板块收入及占比情况（单位：亿元、%）

产品	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
冶金原材料	512.31	44.58	1012.49	53.72	1349.01	57.16
林产品	151.52	13.18	230.99	12.26	291.53	12.35
其他产品	485.41	42.24	641.20	34.02	719.34	30.48
收入合计	**1149.24**	**100.00**	**1884.68**	**100.00**	**2359.87**	**100.00**

资料来源：公司提供

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

（2）房地产业务

公司房地产业务主要由联发集团和建发房地产经营。跟踪期内，联发集团和建发房地产收入确认情况良好，对公司经营业绩形成支撑。2018 年，公司地产板块收入合计 405.79 亿元，同比大幅增长 38.71%。

建发房地产及其下属子公司主要布局长三角（杭州、合肥、南京等）、珠三角（深圳、广州、佛山等）及福建省内（厦门、福州、龙岩、漳州等），项目涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产，以住宅为主，定位中高端改善性住房。联发集团主要项目布局定位在热门二三线城市区域，如厦门、南昌、南宁、桂林、重庆、天津等地。跟踪期内，公司房地产业务主要开发和结算模式未发生变化。

2019 年前三季度，建发房地产实现营业收入 62.08 亿元，同比增长 9.15%，实现净利润 4.01 亿元，同比下降 10.89%；联发集团实现营业收入 78.33 亿元，同比增长 3.56%，实现净利润 7.58 亿元，同比增长 14.17%，建发房地产与联发集团收入结转有一定季节性。

表 3　建发房地产和联发集团主要财务数据

（单位：亿元）

	会计期间	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
建发房地产	2018 年	1128.78	278.26	273.51	42.44
	2019 年 9 月	1470.02	259.21	62.08	4.01
联发集团	2018 年	669.10	154.54	187.25	20.73
	2019 年 9 月	822.78	159.63	78.83	7.58

资料来源：公司提供

注：2018 年建发房地产营业收入中包含土地一级开发业务收入 80.79 亿元

截至 2019 年 9 月底，公司房地产在建项目总投资额合计 2674.57 亿元，已完成投资 1890.34 亿元，未来三年拟投资 789.82 亿元；拟建项目总投资 748.16 亿元，未来三年计划支出合计 464.28 亿元，有一定投资压力。截至本报告出具日，公司除房地产项目外无重大在建及拟建项目。

四、财务分析

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，构成上以流动资产为主，资产结构较为稳定；随着供应链和房地产开发业务的扩张，预付款项和房地产开发存货快速增长，对资金形成一定占用；现金类资产较充裕，整体资产质量良好。随着业务规模的扩大，公司债务负担有所加重；所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性偏弱；公司业务规模持续增长，期间费用控制能力良好，盈利能力稳定，收入实现质量良好；经营活动现金流波动较大，仍存在一定对外融资需求；直接和间接融资渠道畅通，对偿债能力形成良好支撑。

公司提供了2018年合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对财务报告进行了审计，并出具标准无保留意见审计结论。公司提供的2019年前三季度财务报表未经审计。

从合并范围看，2018 年，公司新纳入合并范围子公司 102 家；其中非同一控制下企业合并 14 家，同一控制下企业合并 1 家，新设立子公司 87 家，不再纳入合并范围子公司 10 家。2019 年 1—9 月，公司合并范围较 2018 年底无变化。总体来看，合并范围的调整对公司财务数据可比性有一定影响。

截至2018年底，公司合并资产总额2174.54

亿元，所有者权益 544.18 亿元（含少数股东权益 268.62 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 2803.82 亿元，利润总额 104.93 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2970.79 亿元，所有者权益合计 538.76 亿元（含少数股东权益 258.97 亿元）；2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 2103.58 亿元，利润总额 32.25 亿元。

资产方面，截至 2018 年底，公司资产总额为 2174.54 亿元，较上年底增长 24.05%；其中流动资产占 89.01%，非流动资产占 10.99%。公司资产构成以流动资产为主，符合公司以供应链运营与房地产开发业务为主的行业特点。

截至 2018 年底，公司流动资产为 1935.54 亿元，较上年底增长 29.21%，主要源于货币资金和存货的增长。构成上，流动资产主要由货币资金（占 12.24%）、其他应收款（占 6.53%）、存货（占 70.03%）及预付款项（占 5.01%）构成。截至 2018 年底，公司货币资金为 236.99 亿元，其中使用受限货币资金共 47.87 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金和进口押汇保证金等；预付款项为 96.89 亿元，主要是子公司开展房地产业务时购置土地需要支付保证金以及供应链业务产生的未结算款；其他应收款 126.31 亿元，主要为往来款、保证金及押金和涉诉款项等，期末余额前五名合计占 34.95%，集中度一般；存货账面价值为 1355.40 亿元，较上年底增长 56.70%，主要由于房地产业务新增项目较多，开发成本增加所致。

表 4　截至 2018 年底公司其他应收款前五名

（单位：万元、%）

项目	期末余额	占比	款项性质
上海众承房地产开发有限公司	158686.46	11.94	关联方往来款
福州市鸿腾房地产开发有限公司	90761.88	6.87	关联方往来款
天津土地交易中心	88550.00	6.70	押金保证金
厦门禹联泰房地产开发有限公司	74172.66	5.62	关联方往来款
五季文化旅游发展有限公司	50506.85	3.82	关联方往来款
合 计	**461677.86**	**34.95**	--

资料来源：公司年报

截至 2018 年底，公司非流动资产为 239.00 亿元，较上年底下降 6.25%，以长期应收款（占 14.43%）、长期股权投资（占 13.15%）、投资性房地产（占 33.61%）和递延所得税资产（占 17.21%）为主。其中，长期应收款为 34.49 亿元，较上年底下降 48.27%，主要是由于子公司厦门禾山建设发展有限公司“后埔-枋湖旧村改造”项目挂牌出让所致；长期股权投资为 31.43 亿元，较上年底保持增长，包括宏发科技股份有限公司 6.97 亿元、上海众承房地产开发有限公司 6.41 亿元和四川永丰浆纸股份有限公司 3.16 亿元等，其余被投企业较为分散；公司投资性房地产为 80.32 亿元，以房屋及建筑物（占 93.64%）为主，主要位于厦门、上海等区域，采用成本法计量；递延所得税资产为 41.14 亿元，较上年底增长 49.73%，主要为预收售房款及预提成本费用计税差异的可抵扣暂时性差异。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额较上年底增长 36.62%至 2970.79 亿元，主要源于货币资金、预付款项、存货和其他流动资产的增长；资产构成仍以流动资产为主（占 90.89%）。流动资产中，货币资金增长至 278.09 亿元；预付款项较上年底增长 138.97%至 231.54 亿元，主要系供应链业务预付采购货款以及房地产业务预付土地出让金增加所致；应收款项融资为 9.23 亿元，为供应链业务销售中以银行承兑汇票结算的业务增加，公司以部分票据债权为底层资产进行融资所致；存货较上年底增长 39.84%至 1895.36 亿元，系房地产业务新增开发项目较多以及供应链业务库存规模增加所致；其他流动资产增长至 75.85 亿元，系待抵扣进项税额增加，理财产品余额增加，以及房地产业务预缴增值税和土地增值税金额增加所致。非流动资产中，长期应收款增长至 41.09 亿元，递延所得税资产增长至 57.73 亿元，其余科目变化不大。

截至 2019 年 9 月底，公司所有权受限的资

产合计 599.00 亿元，以用于抵押借款的房地产开发存货为主；受限资产合计占资产总额的 20.16%，受限比例尚可。

表 5　截至 2019 年 9 月底公司资产受限情况

（单位：亿元）

科目	金额	受限原因
货币资金	65.86	不能随时用于支付的银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等
存货	490.02	用于抵押借款
固定资产	0.87	用于抵押借款
投资性房地产	30.69	用于抵押借款
长期股权投资	11.56	用于质押借款
合计	**599.00**	--

资料来源：公司提供

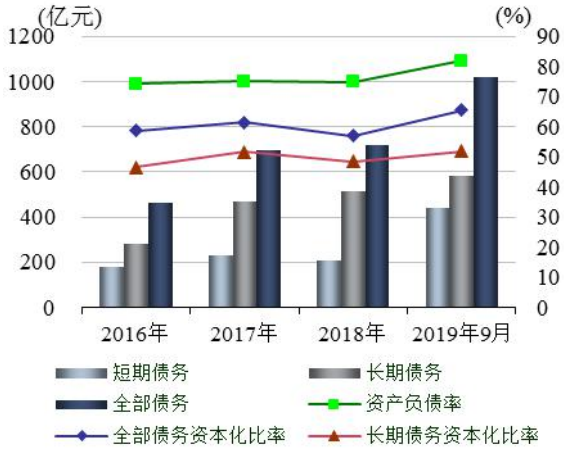
总体看，跟踪期内公司资产规模保持增长，以流动资产为主，资产构成较为稳定。随着供应链和房地产开发业务的扩张，预付款项和房地产开发存货快速增长，对资金形成一定占用；现金类资产较充裕，整体资产质量良好。

负债方面，截至 2018 年底，公司负债总额为 1630.36 亿元，较上年底增长 23.93%；其中流动负债占 67.94%，非流动负债占 32.06%，负债结构以流动负债为主。公司流动负债 1107.74 亿元较上年底增长 32.10%，以应付账款（占 13.32%）、预收款项（占 44.27%）以及其他应付款（占 16.94%）为主。其中，短期借款较上年底大幅下降至 38.21 亿元；预收账款为 490.44 亿元，较上年底增长 46.57%，主要来自于预售房款的增加，构成上以预售房款（占 81.85%）和预收货款（占 17.70%）为主；其他应付款保持快速增长，较上年底大幅增长 61.61%至 187.69 亿元，主要系子公司建发房地产和联发集团下属合资公司向少数股东借款规模增加所致。截至 2019 年 9 月底，随着业务规模的扩大，公司应付票据和预收款项分别增长至 147.49 亿元和 964.72 亿元，同时短期借款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债分别增长至 101.36 亿元、131.45 亿元和 63.00 亿元，短期债务负担加重；非流动负债中长期借款增长至 343.09 亿元。其余科目变化不大。

债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 720.60 亿元，构成上短期债务占 28.69%，长期债务占 71.31%；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较上年底均略有下降，分别为 74.98%、56.97%和 48.57%。截至 2019 年 9 月底，公司全部债务较上年底快速增长 41.79%至 1021.77 亿元，债务构成上短期债务占比上升至 43.02%，主要系供应链业务规模扩张，融资需求增加所致，短期债务负担有所加重；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 81.86%、65.48%和 51.94%，较上年底分别增加 6.89、8.50 和 3.37 个百分点。

总体看，公司以供应链运营和房地产开发业务为主的行业特性决定了公司资产负债率高的特点。跟踪期内随着公司业务规模的扩大，公司债务负担有所加重。

图1　2016—2019年9月底公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

所有者权益方面，截至 2018 年底，公司所有者权益为 544.18 亿元，较上年底增长 24.42%，主要源于少数股东权益的增长和未分配利润的累积；构成上以实收资本（占 5.21%）、资本公积（占 4.49%）、未分配利润（占 38.76%）和少数股东权益（占 49.36%）为主。截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 538.76 亿元，较上年底略有下降，主要源于少数股东权益的

下降，其他权益科目变化不大。总体看，公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性偏弱。

盈利能力方面，2018 年，公司实现营业收入 2803.82 亿元，同比增长 28.26%。2018 年，公司期间费用合计 85.21 亿元，同比增长 30.13%，期间费用率为 3.04%，同比变动不大。公司期间费用以销售费用为主，随着公司业务规模的扩大呈逐年上升的趋势，2018 年公司销售费用为 62.47 亿元，同比增长 25.91%；财务费用方面，由于公司有息债务规模扩大导致财务费用逐年增长，2018 年为 18.86 亿元，同比增长 51.75%，包含汇兑收益 0.50 亿元。整体看，公司期间费用控制水平良好。非经营性损益方面，2018 年公司实现投资收益 5.49 亿元，较上年（18.15 亿元）大幅下降，系当期处置长期股权投资产生的收益 1.36 亿元较上年（9.93 亿元）大幅下降，同时部分联营企业亏损，当期权益法核算的长期股权投资收益为-2.26 亿元所致，公司投资收益稳定性一般。公司资产减值损失为 9.24 亿元，同比有所增长，主要包括坏账损失 2.83 亿元以及存货跌价损失 6.30 亿元；实现其他收益 0.78 亿元，全部为政府补助。2018 年，公司实现利润总额 104.93 亿元，同比增长 58.09%。2018 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 6.88%、7.11%和 14.02%，同比均有所增长。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 2103.58 亿元，同比增长 14.78%；营业利润率为 4.13%，同比减少 0.17 个百分点，变化不大；实现利润总额 32.25 亿元，同比增长 3.94%。总体来看，跟踪期内，随着供应链运营和房地产业务的稳步发展，公司经营规模持续扩张，主业盈利能力强，期间费用控制能力良好，整体盈利能力保持稳定。

现金流方面，2018 年，公司经营活动实现的现金流入 3231.28 亿元，同比增长 29.25%；现金收入比为 110.22%，较上年增加 0.64 个百分点，收入实现质量良好。当期随着供应链业务货款回笼速度加快、货款回笼金额增加以及房地产业务预收售房款增加，公司经营活动现金流量净额转负为正，为 47.80 亿元。投资活动产生的现金流入和现金流出同比均实现增长，分别为 407.19 亿元和 364.59 亿元，当期投资活动现金流量净额实现转正，为 42.60 亿元。筹资活动方面，受偿还非关联单位资金往来拆入、偿还永续债和资产支持专项计划等产生的支付其他与筹资活动有关的现金流出大幅增加影响，筹资活动现金流量净额转为净流出 39.46 亿元。2019 年 1—9 月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-92.03 亿元、-22.12 亿元和 136.96 亿元。总体看，跟踪期内公司保持良好的收入实现质量，受供应链业务商品采购和销售回款、房地产土地购置支出和预售款周期波动的影响，公司经营活动现金流波动较大，考虑到公司供应链规模较大且房地产业务支出保持在较高水平，公司仍存在一定对外融资需求。

偿债能力方面，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 174.73%和 52.37%，较上年底分别减少 3.91 和 23.12 个百分点；经营现金流动负债比为 4.32%。截至 2019 年 9 月底，两项指标分别下降至 146.92%和 43.80%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数和全部债务/EBITDA 倍数分别为 4.33 倍和 5.83 倍。考虑到公司经营活动获现能力强，现金类资产较充裕，整体来看，公司偿债能力很强。

截至 2019 年 9 月底，公司共获得银行授信额度 1630.32 亿元，已使用授信 807.48 亿元，尚未使用额度为 822.84 亿元，间接融资渠道畅通。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）对外提供担保 25.64 亿元，主要为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的担保，单笔最高金额为 4.08 亿元，公司或有负债风险可控。

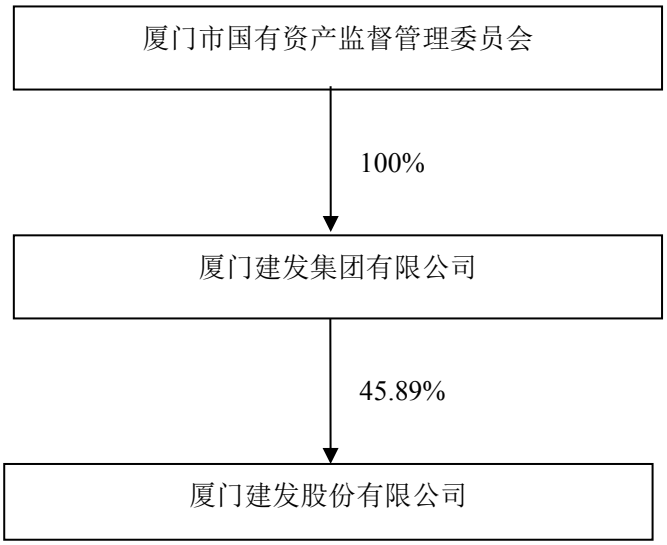
根据企业提供的中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码：G1011011506073820A），截至 2020 年 1 月 2 日，公司无不良或关注类信

贷记录，过往履约情况良好。

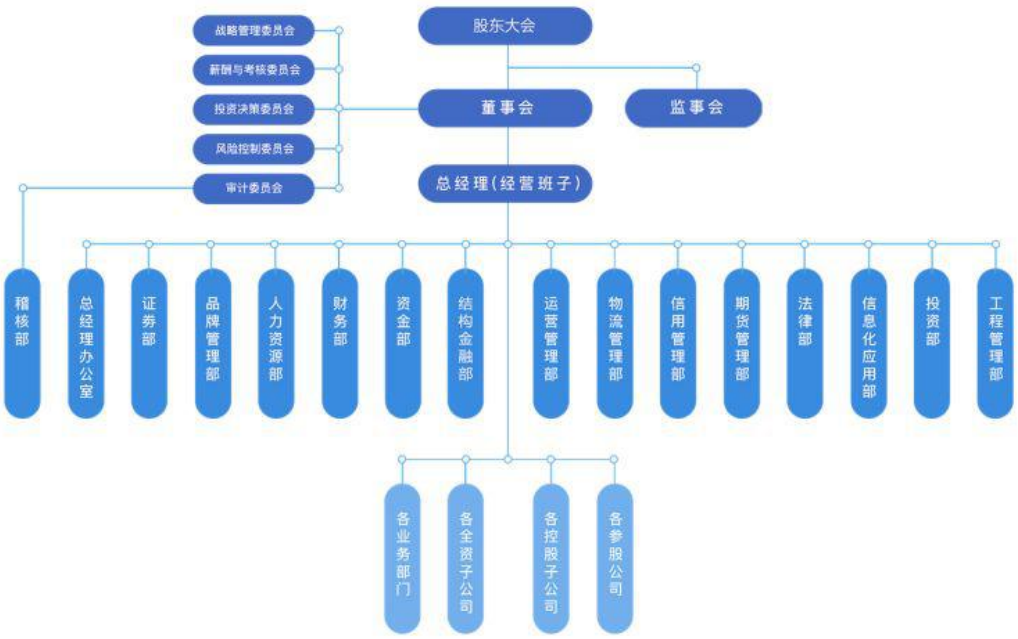
五、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 9 月底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	111.56	165.37	196.43	216.96
资产总额(亿元)	1264.25	1752.95	2174.54	2970.79
所有者权益(亿元)	326.29	437.37	544.18	538.76
短期债务(亿元)	181.54	229.02	206.73	439.51
长期债务(亿元)	282.95	467.66	513.87	582.25
全部债务(亿元)	464.49	696.69	720.60	1021.77
营业收入(亿元)	1455.91	2186.02	2803.82	2103.58
利润总额(亿元)	52.93	66.17	104.93	32.25
EBITDA(亿元)	61.12	84.49	123.67	--
经营性净现金流(亿元)	-48.40	-185.88	47.80	-92.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	34.31	41.88	42.14	--
存货周转次数(次)	2.22	2.77	2.32	--
总资产周转次数(次)	1.29	1.45	1.43	--
现金收入比(%)	113.13	109.58	110.22	136.36
营业利润率(%)	6.29	5.53	6.88	4.13
总资本收益率(%)	5.58	5.45	7.11	--
净资产收益率(%)	12.10	11.03	14.02	--
长期债务资本化比率(%)	46.44	51.67	48.57	51.94
全部债务资本化比率(%)	58.74	61.43	56.97	65.48
资产负债率(%)	74.19	75.05	74.98	81.86
流动比率(%)	165.13	178.64	174.73	146.92
速动比率(%)	70.60	75.49	52.37	43.80
经营现金流动负债比(%)	-7.46	-22.17	4.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.69	2.96	4.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.60	8.25	5.83	--

注：2019 年 1—9 月财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限部分；公司短期债务及其相关指标计算中包含其他流动负债中的短期应付债券和其他应付款中的有息债务；公司长期债务及其相关指标计算中包含长期应付款和其他非流动负债中的有息债务

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.96	24.83	46.30	34.45
资产总额(亿元)	211.81	201.51	209.45	226.67
所有者权益(亿元)	100.64	95.57	96.15	93.76
短期债务(亿元)	17.92	37.87	12.03	38.02
长期债务(亿元)	0.00	9.97	9.98	0.00
全部债务(亿元)	17.92	47.84	22.01	38.02
营业收入(亿元)	83.51	74.47	19.32	11.31
利润总额(亿元)	11.41	6.93	8.10	12.27
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-29.01	8.72	24.42	-12.41
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.29	13.62	7.51	--
存货周转次数(次)	20.69	13.50	9.31	--
总资产周转次数(次)	0.79	0.36	0.09	--
现金收入比(%)	116.86	98.11	82.37	93.73
营业利润率(%)	3.97	6.71	23.66	17.88
总资本收益率(%)	9.34	4.80	10.27	--
净资产收益率(%)	11.00	7.20	8.31	--
长期债务资本化比率(%)		9.45	9.41	
全部债务资本化比率(%)	15.11	33.36	18.63	28.85
资产负债率(%)	52.48	52.57	54.09	58.64
流动比率(%)	116.02	123.41	119.02	106.85
速动比率(%)	109.01	120.74	118.43	106.54
经营现金流动负债比(%)	-26.26	9.19	23.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2019 年 1－9 月财务数据未经审计

附件 4　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“－”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 评级展望设置及其含义

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

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