信用评级公告

联合〔2021〕4176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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门建发股份有限公司的主体长期信用等级为AAA，维持“19建发01”“20建发01”“20建发Y1”“21建发Y1”和“21建发Y2”的信用等级为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：

二〇二一年六月十八日

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公开发行公司债券
2021 年跟踪评级报告

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
*21 建发 Y2	AAA	稳定	AAA	稳定
*21 建发 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
*20 建发 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
20 建发 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 建发 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
*21 建发 Y2	10.00	10.00	2023-04-21
*21 建发 Y1	15.70	15.70	2023-03-25
*20 建发 Y1	20.00	20.00	2022-10-21
20 建发 01	20.00	20.00	2022-01-09
19 建发 01	10.00	10.00	2021-10-15

注：存续期债券中标注为*的债券为可续期公司债券，所列兑付日为首次赎回权行权日

评级时间：2021 年 6 月 18 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“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。跟踪期内，公司营业收入增长较快、供应链运营业务盈利能力稳定、房地产业务盈利能力较强。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产政策调整、公司有息债务规模增长较快、综合毛利率有所下滑等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

存续债券“20建发Y1”“21建发Y1”和“21建发Y2”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“20建发Y1”“21建发Y1”和“21建发Y2”在赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，同时，赎回和利率重置条款的设置使“20建发Y1”“21建发Y1”和“21建发Y2”不赎回可能性小。公司经营活动现金流入量对本部未来待偿债券本金峰值保障能力强。

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

综上，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“19 建发 01”“20 建发 01”“20 建发 Y1”“21 建发 Y1”和“21 建发 Y2”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司供应链运营业务规模较大，业务网络覆盖地域广泛，涉及品种丰富，形成了较为完善的运营价值链。**公司供应链运营业务上控资源、下布渠道，中间提供采购、仓储加工、物流配送等多方位服务，具备资源整合能力。涉及品种丰富，可以有效分散行业波动风险。跟踪期内，公司供应链运营业务收入呈增长态势。
2. **公司房地产业务具备一定品牌知名度，综合开发实力较**

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：郭察理
黄冠嘉
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

强，跟踪期内土地储备规模较大，为未来房地产开发和销售提供了良好基础。近年来，公司房地产业务区域品牌优势显著，项目储备充足。截至2020年底，建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”）和联发集团有限公司（以下简称“联发集团”）期末土地储备面积分别为1199.45万平方米和639.23万平方米。

3. **跟踪期内，公司房地产业务稳定发展，盈利能力较强；销售规模迅速上升，预收售房款规模很大，为未来收入结转提供支撑。**2020年，公司房地产业务收入为824.15亿元，2020年同比大幅增长65.52%。2020年，建发房地产和联发集团分别实现净利润53.13亿元和11.30亿元。截至2020年底，公司合同负债为1096.94亿元，其中预收售房款981.45亿元，同比增长38.25%。
4. **公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。**公司2020年经营活动现金流入量对存续债券余额的覆盖倍数为31.91倍。

关注

1. **部分土地储备位于调控城市，未来项目销售或将受到政策影响。**公司房地产部分开发项目位于调控城市，未来随着调控政策持续执行，公司部分项目可能面临一定去化压力，对销售回款产生不利影响。
2. **跟踪期内公司有息债务规模增长较快，整体债务负担加重。**截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 1649.98 亿元，较上年底大幅增长 40.94%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 80.60%和 62.84%，较上年底分别增加 2.82 个百分点和 5.21 个百分点。
3. **跟踪期内，公司权益稳定性仍较弱。**截至 2020 年底，公司所有者权益中少数股东权益占 55.39%，归属于母公司所有者权益中未分配利润占 74.72%。
4. **跟踪期内，公司毛利率下滑，经营活动现金流量净额同比下降。**供应链业务商品采购价格的上升、期现结合业务中部分品类期货盈余但现货亏损和房地产结转项目毛利率水平的下降导致公司毛利率下降；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，公司经营活动现金流量净额同比有所下降。
5. “20 建发 Y1”“21 建发 Y1”和“21 建发 Y2”具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点；一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	243.96	360.66	544.57	596.74
资产总额(亿元)	2174.54	2953.99	3871.57	5028.53
所有者权益(亿元)	544.18	661.04	860.58	975.71
短期债务(亿元)	206.42	348.20	310.29	697.66
长期债务(亿元)	513.87	619.09	860.44	952.32
全部债务(亿元)	720.29	967.29	1170.72	1649.98
营业收入(亿元)	2803.82	3372.39	4329.49	1070.92
利润总额(亿元)	104.93	110.55	121.07	11.45
EBITDA(亿元)	129.39	128.64	143.89	--
经营性净现金流(亿元)	47.80	112.15	97.19	-407.50
营业利润率(%)	6.88	5.91	4.81	2.93
净资产收益率(%)	14.02	12.05	9.51	--
资产负债率(%)	74.98	77.62	77.77	80.60
全部债务资本化比率	56.96	59.40	57.63	62.84
流动比率(%)	174.73	161.33	163.96	150.31
经营现金流动负债比	4.32	6.75	4.57	--
现金短期债务比(倍)	1.18	1.04	1.76	0.86
EBITDA/利息倍数(倍)	2.80	2.82	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.57	7.52	8.14	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	209.45	224.38	253.83	408.11
所有者权益（亿元）	96.15	93.72	112.39	128.25
全部债务(亿元)	22.01	23.88	31.59	120.12
营业收入(亿元)	19.32	13.61	11.50	2.59
利润总额(亿元)	8.10	12.18	13.17	0.21
资产负债率（%）	54.09	58.23	55.72	68.57
全部债务资本化比率(%)	18.63	20.30	21.94	48.36
流动比率（%）	119.02	114.37	124.92	104.96
经营现金流动负债比(%)	23.64	5.32	6.11	--

注：1．部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2．2021 年 1—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

评级历史：见附件 3

声　明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

分析师：

联合资信评估股份有限公司

厦门建发股份有限公司公开发行公司债券
2021 年跟踪评级报告

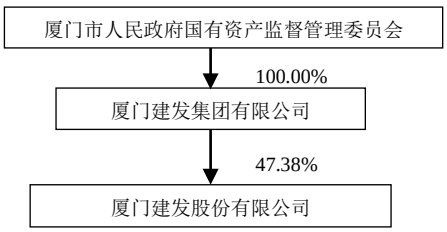
一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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定期跟踪评级。

二、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%。

图 1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

经过多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 28.64 亿元，总股本为 28.64 亿股，其中建发集团持股比例 47.38%，为公司第一大股东。厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）持有建发集团100%股权，为公司实际控制人。

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

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

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 5028.53 亿元，所有者权益合计为 975.71 亿元（含少数股东权益 568.61 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 1070.92 亿元，利润总额 11.45 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

公司由联合资信评定的存续债券情况如下表所示。截至 2021 年 5 月底，公司存续债券募集资金均已按计划用途使用完毕。截至本报告出具日，“19 建发 01”和“20 建发 01”均正常付息。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
*21 建发 Y2	10.00	10.00	2021-04-21	2023-04-21
*21 建发 Y1	15.70	15.70	2021-03-25	2023-03-25
*20 建发 Y1	20.00	20.00	2020-10-21	2022-10-21
20 建发 01	20.00	20.00	2020-01-09	2022-01-09
19 建发 01	10.00	10.00	2019-10-15	2021-10-15
合计	**75.70**	**75.70**	--	--

注：存续期债券中标注为*的债券为可续期公司债券，所列兑付日为首次赎回权行权日
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

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

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，中国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2　2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业及区域经济环境

1.贸易行业

（1）国际贸易

近年来，世界经济增速放缓，不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升。2020 年，面对严峻复杂的国内外形势和新冠肺炎疫情冲击，中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，2020 年全年外贸出口明显好于预期，外贸规模再创历史新高。

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

2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸总体保持稳中提质势头，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑，全年实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。2020 年以来，新冠肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济发展造成了冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升。海关数据显示，2020 年一、二季度，中国进出口增速分别为-6.5%和-0.2%，外贸发展面临较大困难。中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链。从三季度开始，中国外贸行业回暖。由于疫情影响，海外生产面临停滞，中国承担起了为全世界生产订单的重任。随着纺织市场的爆发，整个外贸行业形势高涨，数码电子产品、皮鞋、大型机械等订单也在持续增长。根据海关总署发布的数据，2020 年，中国货物贸易进出口总值 46462.57 亿美元，同比增长 1.49%。其中，出口 25906.46 亿美元，同比增长 3.65%，创造了中国出口规模的新高；进口 20556.12 亿美元，同比下降

1.10%；贸易顺差 5350.34 亿美元，同比增加 27.06%。

图 2　中国进出口贸易总值及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

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

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

从外贸参与主体来看，2020 年，私营企业继续展现出极强的贸易活力，而国有企业在对外贸易中的占比进一步缩小。2020 年，中国进出口总额中，私营企业占 45.2%，较 2019 年提升了 4.1 个百分点，国有企业占 14.3%，份额较 2019 年下跌 2.6 个百分点，外商投资企业进出口总额同比下降 1.4%，占中国对外贸易份额的比重为 38.7%。

（2）国内贸易

中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，2019 年社会消费品零售总额保持增长，但增速小幅下滑；受疫情影响，2020 年社会消费品零售总额呈现负增长。

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。2020 年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年名义下降 3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

图 3　近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：Wind，联合资信整理

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

（3）物流行业

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

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

作为连通社会生产、消费各环节的纽带，物流行业在中国经济、社会发展中的角色愈发重要。近年来，中国社会物流需求总体保持平稳增长，但增速有所趋缓，进入中高速发展阶段。2020 年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得宏观经济经受到前所未有的严峻挑战，从规模总量看，2020 年全国社会物流总额 300.1 万亿元，按可比价格计算，同比增长 3.5%。分季度看，一季度、上半年和前三季度增速分别为-7.3%、-0.5%和 2.0%，物流规模增长持续恢复，四季度增速回升进一步加快。

图 4　近年来中国社会物流总额及增长情况

（单位：万亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理.

2020 年以来，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。物流企业持续发挥民生保障作用，随着复工复产的推进，物流行业供需两端逐步回升，并加强与汽车、家电、电子、医药等制造、商贸流通业的深度融合，服务能力进一步提高，具备专业能力与服务质量的物流龙头企业收入规模保持增长。2020 年，中国物流与采购联合会和中国物流信息中心数据显示，中国物流企业 50 强实现物流业务收入 1.1 万亿元，同比增长 15%，第 50 名的企业物流营业收入超过 37 亿元，同比增长 19%。

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

（4）大宗商品供应链管理服务行业

近年来，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。2020 年以来，在疫情冲击下，中国大宗商品价格指数于 4 月降至全年低点，而后随着疫情得到有效控制以及全球范围内出台各类经济刺激计划，大宗商品价格指数快速上升，波动增长至历史高位。

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

从中国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗商品市场的改革红利初显，截至

2019 年底，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国率先实现对疫情的有效控制，以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，结合疫情冲击下海外供给端尚未充分恢复，中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨、全年进口量创新高，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至近十年来的历史高位。

图 5　近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind，联合资信整理

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

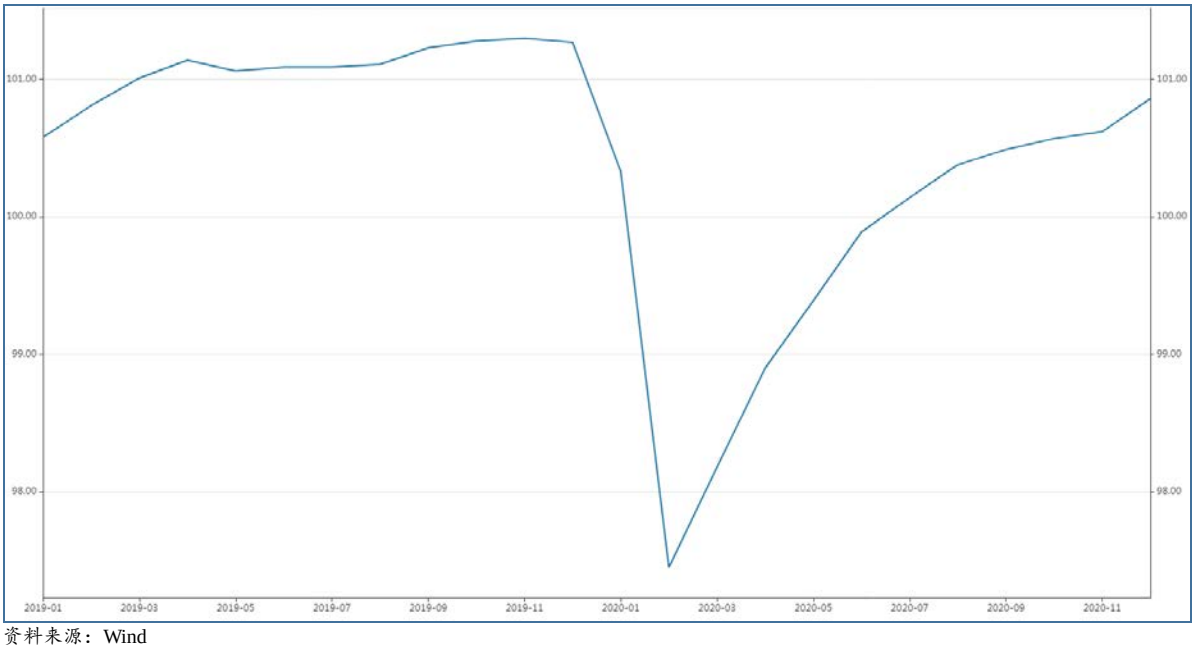
2. 房地产行业概况

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

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增

速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 6　2019 年－2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

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

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

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

3. 区域经济概况

厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，2020 年经济运行保持平稳增长态势。经济特区的战略定位和强劲发展，以及福建自贸区的政策便利为公司创造了良好的外部环境。

根据《2020年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，全年地区生产总值（GDP）6384.02亿元，按可比价格计算，比上年增长5.7%。其中，第一产业增加值28.89亿元，增长2.5%；第二产业增加值2519.84亿元，增长6.1%；第三产业增加值3835.29亿元，增长5.5%。三次产业结构为0.4：39.5：60.1。厦门市全市户籍人口

273.18万人，户籍人口城镇化率86.99%。全体居民人均可支配收入58140元，比上年增长4.1%。

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

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

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

福建自由贸易试验区挂牌运营以来，呈现出制度创新成果显著、开放水平明显提升、行政效率显著提升等特点。2020年，自贸区厦门片区位列全国营商环境排名的第15位，较2014年挂牌前上升46位，厦门市成为国家发改委发布的《中国营商环境报告》列明的全国营商环境标杆城市，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 28.64 亿元，总股本为 28.64 亿股，其中建发集团持股比例为 47.85%，为公司第一大股东。厦门市国资委持有建发集团 100%股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

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

公司的供应链运营业务涉及的产品较广，主要有金属材料、浆纸产品、矿产品、农副产品、轻纺产品、能源化工产品、机电产品以及汽车、食品等。

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

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

公司房地产业务由其下属控股子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，注册资本 21.00 亿元，持股比率 95.00%）和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”，注册资本 20.00 亿元，公司持股 54.65%）

运营。联发集团位列“2021 中国房地产百强企业”第 43 位，并荣获“2020 中国房地产开发企业稳健经营 3 强”“2020 中国房地产百强企业运营效率 TOP10”等荣誉。建发房地产是厦门市乃至福建省资深的房地产开发商之一，连续多年荣登中国房地产开发企业综合发展 10 强，并位列“2021 中国房地产开发企业 50 强”第 36 位。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G10350203000077108），截至 2021 年 5 月 8 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。

七、管理分析

跟踪期内，公司管理团队发生变化，法人治理结构、管理体制等方面无重大变化。

2020 年 4 月，张勇峰因达到法定退休年龄，申请辞去公司董事长、董事职务；2020 年 7 月，高莉娟因工作岗位调整，不再担任公司副总经理的职务；郑永达自 2020 年 4 月 23 日起任公司董事长；林茂自 2020 年 7 月 13 日起任公司总经理。

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。

八、经营分析

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

公司布局“供应链运营＋房地产”双主业，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。2020年，供应链运营业务实现营业收入3505.34亿元，较上年增长21.95%，占营业收入的80.96%，占比较上年略有下降。2020年公司房地产板块实现收入824.15亿元，较上年增长65.52%，占营业收入的19.04%，2020年收入的大幅增长主要是由于住宅地产、商业地产和一级土地开发业务结算收入增加。

毛利率方面，2020 年，公司供应链业务毛利率为 1.80%，较上年减少 0.90 个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2020 年，公司房地产业务毛利率为 20.89%，较上年减少 8.26 个百分点，主要系当期结转项目毛利率较低所致。2020 年，公司综合毛利率为 5.44%，较上年减少 1.17 个百分点。

2021年1－3月，公司实现营业收入1070.92亿元，较上年同期增长58.75%，其中供应链运营业务收入增幅较大，主要是当期公司大力开拓市场，黑色金属及矿产品、农林产品等主要经营品种经营规模大幅增加所致；综合毛利率下降至3.06%，同比减少3.46个百分点，主要系毛利率较低的供应链业务占比大幅升至95.22%所致，除采购价格因素外，期现结合业务的开展也会导致部分品类出现期货盈余、现货亏损或反之的情况，进而对板块毛利率产生影响。

表 3　公司营业总收入情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
供应链运营业务	2874.48	66.39	2.70	3505.34	80.96	1.80	1019.74	95.22	2.41
房地产业务	497.90	11.50	29.15	824.15	19.04	20.89	51.18	4.78	15.94
合计	**3372.39**	**100.00**	**6.61**	**4329.49**	**100.00**	**5.44**	**1070.92**	**100.00**	**3.06**

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

1．供应链运营业务

公司在供应链运营业务产业上下游资源整合方面保持较强竞争力，2020 年，公司供应链业务收入增长，但毛利率处于较低水平，主要品种为冶金原材料和农林产品。

供应链运营为公司第一大主业，近年来公司通过上控资源、下布渠道，中间提供采购、仓储加工、物流配送、销售结算等多方位服务，将上中下游各环节整合成一个整体的网链，具备较强的资源整合能力，已逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。作为供应链运营商，公司为客户提供“LIFT供应链服务”，以“物流”“信息”“金融”“商务”四类服务要素为基础，为客户整合运营过程中所需的资源，规划供应链运营解决方案，并提供运营服务。“LIFT供应链服务”的三大核心工作是整合资源、规划方案、运营服务。基于“物流”“信息”“金融”“商务”服务要素，为客户整合物流、信息、金融、商品、市场五大资源，规划供应链解决方案，并提供运营服务。

图7　公司 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：公司提供

公司国际供应链业务主要包括进口业务及出口业务，公司进口产品主要包括农产品、矿产品、浆纸、机电、化工产品等，进口地区包括美洲、东欧和东南亚等，公司进口业务结算币种主要为美元，公司自营业务以远期国际信用证、T/T结算和验货付款为主，少量采用带款提货和预付款。公司出口产品主要为钢材、轻纺产品和机电产品等，出口地区主要为欧美和东南亚。结算方面，货物出运后公司从运输公司处取得提单，根据签订出口合同时规定的付款条款向客户交单议付，公司规定出口贸易应优先使用信用证付款方式，可以根据客

户资信及所在地区有选择的使用D/P交单议付支付方式，谨慎使用O/A（先放货后付款）的支付方式，降低收汇风险。公司按客户的资信状况确定各个客户的信用等级及允许的销售、赊销额度，对赊销业务一律投保出口信用险。公司对出口贸易的外汇收入进行汇率锁定，一定程度上降低了人民币汇率波动风险，2020年汇兑收益2.64亿元。

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

公司供应链板块的经营主体主要包括全资子公司建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）、厦门建发物资有限公司（以下简称“建发物资”）、厦门建发纸业有限公司（以下简称“建发纸业”）、厦门建发汽车有限公司（以下简称“建发汽车”）、建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”）及昌富利（厦门）有限公司（以下简称“昌富利（厦门）”）等，但出于营销的需要，建发股份本部也经营钢材、矿产品、化工等领域的供应链业务。

表 4　截至 2020 年底公司供应链业务主要经营子公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	持股比例	注册资本	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	主营经营业务
上海建发	100.00	3.00	208.05	38.48	1151.90	5.73	建发股份设立的异地平台公司之一，主要从事自营和代理各类商品和技术的进出口业务
建发金属	100.00	3.00	28.96	5.42	225.15	0.57	钢铁供应链运营业务
建发物资	100.00	3.00	18.26	3.62	91.07	0.13	钢材内贸和进出口业务，系公司钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	67.07	14.35	360.51	2.36	专业经营纸张，纸浆，板材，木片，废纸和纸制品供应链业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	26.33	12.37	107.03	2.16	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	53.14	10.94	248.41	1.31	进出口物流，包括国际进出口代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等
昌富利（厦门）	100.00	1.00	9.69	2.57	77.72	0.79	钢铁供应链运营业务

资料来源：公司提供

表 5　公司供应链运营主要子板块收入及占比情况（单位：亿元、%）

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

注：冶金原材料主要包括钢材、矿产品等金属材料；林产品主要包括浆纸、木材等；其他产品包括农产品、化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等产品及物流收入；尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2020年，公司供应链运营业务收入较上年增长21.95%，主要系冶金原材料、农林产品等核心业务板块业务规模增长所致，毛利率为1.80%，较上年下降0.90个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2020年，公司供应链运营业务中占比最高的为冶金原材料和农林产品，收入分别较上年增长29.15%和64.34%，占供应链业务收入的比例分别为

56.44%和27.14%，为供应链业务的主要品种。

（1）钢材

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

建发金属系首钢集团有限公司、河北津西钢铁集团股份有限公司最大战略合作伙伴，建发物资系山东钢铁集团有限公司和本钢集团有限公司等多家大型钢厂的战略合作伙伴。公司目前已形成了较为稳定的经营模式和供销链条：上游方面，公司主要与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，成为其战略伙伴，与钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量，公司借此加强对钢铁资源的控货能力并可在完成供应量后获取一定返利，同时提高对货物物流环节的运输效率；下游方面，公司主要与下游客户签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金，公司每个月根据下游客户需求收取 15%～20%保证金后向钢厂订货，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量，结算价格为钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司付款提货。

为防范存货跌价风险，公司采用保证金追加措施，根据下游客户的履约能力及订货量，在钢材跌价之后追加保证金并保留货物处置权利。目前，公司 70%货物存放在第三方物流，公司一般选择国企背景且风险管理能力较好的物流及仓储公司，以保证货物安全及货权控制能力。

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

（2）矿产品

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

一般来讲，由下游直接与矿山签订长期协议，公司与上游长期协议签订比例较小，主要根据下游客户需求进行补充采购，上游供应商包括力拓、淡水河谷、英美资源、俄罗斯 METALLOINVEST 等，公司与上游供应商主要以信用证和 T/T 方式结算。

销售方面，以内销为主，主要销售对象为国内的大中型国营和民营钢厂，公司与柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢、宁钢、中天钢铁等国内众多大中型钢铁厂均有着稳定密切的合作。公司与下游主要以信用证方式进行结算或者在销售前收取部分保证金，销售结算后以电汇方式进行结算。

（3）浆纸

公司浆纸业务主要经营实体为建发纸业。公司围绕林浆纸产业链，为客户提供原材料采购、仓储加工、物流配送、销售结算、风险管理、融资租赁转介等服务，提供制浆造纸、印刷包装整体供应链服务。目前建发纸业已成为全国最大的林浆纸供应链运营商。

由于国内木浆生产能力有限，造纸行业所需木浆主要依赖进口，公司上游供应商主要为国外浆厂的代理商和国外浆厂，公司与国外浆厂合作较为紧密，并通过长期合作良好的供应商按年签订年度协议，保证公司有稳定的货源供应，每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向公司报价，双方经过磋商达成一致就签订合同，一般一个月定一次采购价，公司在协议规定的采购量后有相应的返利收入。对于没有签订长期协议的供应商，根据市场行情变化和下游客户需要，公司实时与其联系、下单，实行较为灵活的采购政策。

公司浆纸业务基本形成了全国销售网络的

布局，销售区域遍布华北、华南、山东、江浙沪地区、东北三省、湖南、湖北、西北等地区。公司纸浆销售模式一般采用现款销售，部分采用年度销售协议锁定客户的采购量，如果客户有信用的需求，会根据该客户的信用情况给予一定的账期。纸张销售方面，公司根据客户资信情况给予客户一定的授信金额和期限，赊销给客户，对初次合作及规模较小的客户，销售和采购一般采取款到发货或货到收款的模式。

此外，公司发挥自身多年浆纸贸易积累的网络优势，逐步探索向上游纸浆生产领域拓展，参股四川永丰浆纸股份有限公司（以下简称“永丰浆纸”，持股比例 40%），该公司利用当地竹子资源制造竹浆，目前已拥有 12 万吨/年竹浆纸的产能。2020 年公司对永丰浆纸的关联采购金额为 6.98 亿元，同比下降 36.60%。

2020 年，公司林产品销售量为 2915.82 万吨，同比呈增长趋势。

（4）农产品

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

目前，公司主要通过进口采购，结算方式主要通过信用证的方式结算，供应商主要有 CARGILLINDUSTRIAL & COMMERCIAL (WUHAN)CO.LTD.；ADM EXPORT 等。在拓宽新品种的同时，公司拓宽购销渠道，与嘉吉、来宝、新希望、双胞胎、通威及漓源等国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系，公司与下游结算模式主要以短期赊销方式。

风险控制方面，为规避大宗商品的价格变动风险，公司在期货市场上对粮油业务中的植物油和橡胶业务进行套期保值，从而锁定风险及收益。

（5）汽车

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

公司近年来积极发展汽车产品的销售和服务业务，先后获得了保时捷、进口大众、讴歌、三菱、标志、双龙等品牌的地区销售授权。区域拓展方面，除厦门地区外，公司相继在西安、泉州等地开设了 4S 店或销售中心。

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

2. 房地产业务

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

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

协商或联合开发的方式解决。

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

表 6　截至 2020 年底公司房地产业务主要经营子公司情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

（1）建发房地产

随着房地产政策延续分类调控、因城施策的主基调，各地政府调控持续分化，一线和热点二线城市政策不断收紧，由此导致的需求外溢使部分三四线城市整体成交量增幅明显。2020 年，建发房地产合同销售金额和销售面积快速增长，较上年分别增长 43.89%和 31.23%，主要集中在福州、漳州、厦门、龙岩、成都和泉州等区域。2020 年，建发房地产权益口径新开工面积同比增长 49.04%。受二线城市销售占比增加影响，2020 年建发房地产签约销售均价呈增长趋势。

表 7　2018－2020 年建发房地产经营情况

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

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

近年来，建发房地产深耕福建省内及其他已进入成熟区域，围绕长三角、珠三角及福建区域逐步布局广州、太仓、张家港、南平、南京等地。2020 年，建发房地产土地储备面积和新增土地投资规模快速增长，同比分别增长 48.98%和 104.43%，土地储备充足，按 2020 年新开工面积计算，建发房地产土地储备能够满足未来 2～3 年的开发需求。截至 2021 年 3 月底，建发房地产在建项目主要集中于厦门、杭州、漳州等地，总投资规模为（并表项目按 100%列示，且含非并表项目）3154.44 亿元，已投资规模为 2410.44 亿元，尚需投资规模较大。

（2）联发集团

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

表 8　2018－2020 年联发集团经营情况

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

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

土地储备方面，2020 年，联发集团土地储备面积同比下降，新增土地投资规模有所波动，主要系联发集团着力去化存量项目，减缓拿地速度所致。截至 2020 年底，联发集团土

地储备面积下降至639.23万平方米，新增土地投资规模降至123.31亿元，按2020年新开工面积计算，联发集团土地储备能够满足未来2~3年左右的开发需求。截至2021年3月底，联发集团在建项目主要集中于重庆、南昌等地，合并范围内总投资规模为851.62亿元，已投资规模为604.78亿元，未来三年拟投资301.60亿元，尚需投资规模较大。

3. 经营效率

受房地产业务占比较大的影响，公司经营效率处于行业中下水平。

2020年，公司销售债权周转次数和存货周转次数均同比上升，总资产周转次数同比下降，分别为70.22次、2.07次和1.27次。行业同类企业同比方面，由于公司房地产业务占比较大的原因，公司经营效率处于较低水平。

表9 2020年同行业公司经营效率情况对比

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

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

4. 未来发展

公司供应链运营经营方针有助于公司扩大供应链运营业务规模和管理水平；房地产板块的转型方针有助于提升公司抵御行业政策波动风险的能力。

（1）供应链运营

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

（2）房地产板块

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

九、财务分析

1.财务概况

公司提供的2020年财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司2021年一季度财务数据未经审计。公司财务报表根据财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。

2020年，公司新纳入合并范围子公司113

家，其中非同一控制下企业合并 8 家，新设立子公司 105 家；不再纳入合并范围子公司 22 家。2021 年 1－3 月，公司新纳入合并范围子公司 61 家，不再纳入合并范围子公司 5 家。公司合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

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

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 5028.53 亿元，所有者权益合计为 975.71 亿元（含少数股东权益 568.61 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 1070.92 亿元，利润总额 11.45 亿元。

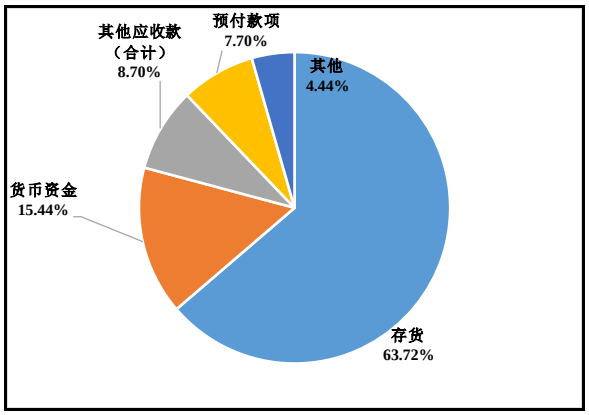
2.资产质量

跟踪期内，公司资产规模保持增长，仍以流动资产为主，货币资金规模较大，存货占比较高，资产受限比例较高，大额预付款项和其他应收款对资金形成一定占用，公司资产质量一般。

截至 2020 年底，公司资产总额为 3871.57 亿元，其中流动资产占 90.02%，非流动资产占 9.98%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大，符合公司以供应链运营与房地产业务为主的行业特点。

截至 2020 年底，公司流动资产为 3485.21 亿元，主要系货币资金、预付款项和存货大幅增加所致。截至 2020 年底，公司流动资产主要由货币资金 538.06 亿元（占 15.44%）、预付款项 268.51 亿元（占 7.70%）、其他应收款（合计）303.29 亿元（占 8.70%）和存货 2220.72 亿元（占 63.72%）构成。

图 8　截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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

截至 2020 年底，公司交易性金融资产为 3.67 亿元，较上年底下降 45.26%，主要是持有股票和理财产品数量下降所致。

截至 2020 年底，公司应收票据为 2.84 亿元，较上年底增长 516.17%，主要是期末已贴现未到期的商业承兑汇票余额增加所致。

截至 2020 年底，公司应收账款为 45.59 亿元，较上年底下降 34.67%，主要是一级土地开发项目出让应收款减少所致。

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

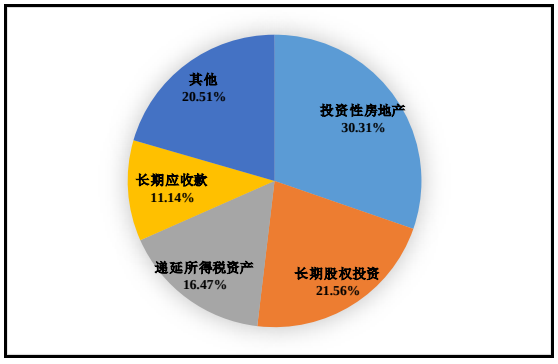
截至 2020 年底，公司其他应收款为 303.29 亿元，较上年底增长 9.16%，累计已计提坏账准备 7.45 亿元，计提比例为 2.46%；其他应收

款期末余额前五名均为房地产业务合作方往来款，占比 23.52%，集中度一般；从账龄结构来看，1 年以内的占 65.16%，1～2 年的占 22.91%，2～3 年的占 5.29%，其余为 3 年以上，账龄较长，有一定回收风险。

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

截至 2020 年底，公司非流动资产为 386.36 亿元，较上年底增长 42.04%，主要源自长期股权投资和投资性房地产的增长。截至 2020 年底，公司非流动资产主要由债权投资（占 5.27%）、长期应收款（占 11.14%）、长期股权投资（占 21.56%）、投资性房地产（占 30.31%）、固定资产（占 6.31%）和递延所得税资产（占 16.47%）构成。

图 9　截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司长期应收款为 43.03 亿元，较上年底增长 46.47%，主要是房地产业务分期收款提供劳务余额增加所致。

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

2020 年 10 月 1 日起，公司对投资性房地产的后续计量模式进行变更，即由成本计量模式变更为公允价值计量模式。截至 2020 年底，公司投资性房地产为 117.12 亿元。

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

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

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

表 10　截至 2020 年底公司受限资产情况

（单位：亿元）

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

资料来源：公司年报

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额为

5028.53 亿元，较 2020 年底增长 29.88%，主要系预付款项和存货增长所致。截至 2021 年 3 月底，公司资产总额中流动资产占 91.77%，非流动资产占 8.23%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大；预付款项及存货分别较上年底增长 84.06%和 30.77%，增长原因分别是供应链业务预付货款增加和房地产业务预付土地出让金增加，以及供应链业务商品采购规模增加和房地产业务拍地增加。

3.负债及所有者权益

（1）所有者权益

跟踪期内，由于利润积累，公司的所有者权益规模有所增长，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。

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

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为 975.71 亿元，较 2020 年底增长 13.38%，主要系发行永续债导致其他权益工具增加所致。截至 2021 年 3 月底，公司归属于母公司权益合计中未分配利润占 72.35%，权益结构较上年底变动不大。

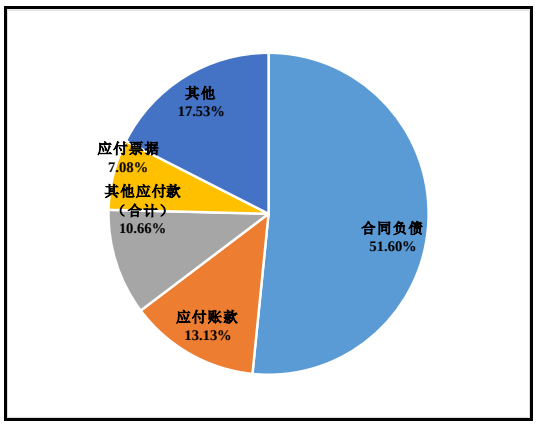
（2）负债

跟踪期内，随着供应链及房地产业务规模扩大，公司负债规模大幅增长，以流动负债为主，整体债务负担较重。截至 2021 年 3 月底，公司债务负担进一步加重，但仍属可控。

截至 2020 年底，公司负债总额为 3010.99 亿元，主要系流动负债增长所致。截至 2020 年底，公司负债总额中流动负债占 70.60%，非流动负债占 29.40%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2020 年底，公司流动负债为 2125.67 亿元，主要系预收售房款增加所致。截至 2020 年底，公司流动负债主要由短期借款应付票据（占 7.08%）、应付账款（占 13.13%）、合同负债（占 51.60%）、其他应付款（占 10.66%）、一年内到期的非流动负债（占 6.71%）和其他流动负债（占 5.28%）构成。

图 10　截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司应付票据为 150.50 亿元，较上年底增长 15.26%，主要是供应链业务采购中以银行承兑汇票结算的业务增加所致。

截至 2020 年底，公司应付账款为 279.03 亿元，较上年底增长 28.28%，主要是业务规模扩大，供应链应付货款及房地产应付工程款增加所致。

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

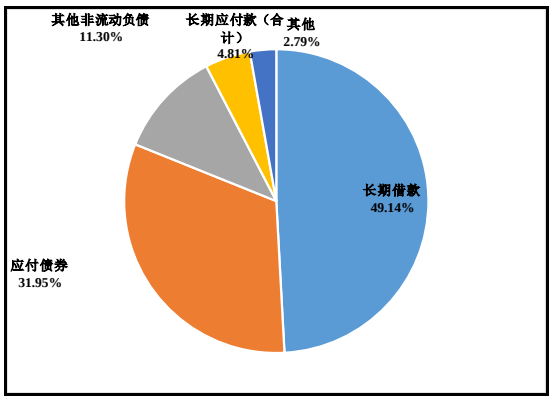
截至 2020 年底，公司其他应付款 226.59 亿元，较上年底增长 9.48%，主要系房地产业务与合作方资金往来款增加所致。

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

截至 2020 年底，公司其他流动负债为

112.16 亿元，较上年底增长 251.36%，主要是待转销项税额和被套期项目增加所致。

图 11　截至 2020 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司非流动负债为 885.31 亿元，主要系债务融资增加所致。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 49.14%）、应付债券（占 31.95%）、长期应付款（占 4.81%）和其他非流动负债（占 11.30%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 435.08 亿元，较上年底增长 21.66%，主要系随业务扩张资金需求增加所致；长期借款主要由抵押借款（占 54.01%）和保证借款（占 43.18%）构成。

截至 2020 年底，公司应付债券为 282.88 亿元，较上年底增长 32.82%。

截至 2020 年底，公司长期应付款为 42.62 亿元，较上年底增长 128.70%，主要系房地产业务资产支持证券发行规模增加所致。

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

截至 2020 年底，公司全部债务为 1170.72 亿元，较上年底增长 21.03%，主要是随着业务扩大资金需求增加所致。截至 2020 年底，公司全部债务中短期债务占 26.50%，长期债务占 73.50%，以长期债务为主。截至 2020 年底，公司资产负债率为 77.77%；全部债务资本化比率略有波动，2020 年底为 57.63%；长期债务资本化比率波动上升，2020 年底为 50.00%。整体看，公司债务负担较重。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 4052.82 亿元，较 2020 年底增长 34.60%，主要系各类债务融资及预收售房款增加所致；其中，流动负债占 75.75%，负债结构与上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 1649.98 亿元，较 2020 年底增长 40.94%，主业扩张带来融资需求增加；构成上，短期债务占 42.28%，长期债务占 57.72%，短期债务占比有所上升，主要与融资成本及公司对债务结构的季节性规划有关；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 80.60%、62.84%和 49.39%，较上年底分别增加 2.82 个百分点、增加 5.21 个百分点和减少 0.60 个百分点。

截至 2021 年 5 月底，公司本部一年内到期债券共计 120 亿元，集中兑付压力尚可。

表 11　截至 2021 年 5 月底公司本部一年内到期债券情况

证券名称	起息日	到期日期	当前余额(亿元)
20 建发 01	2020-01-09	2022-01-09	20.00
21 建发 SCP010	2021-05-25	2021-12-24	9.00
21 建发 SCP009	2021-03-23	2021-12-17	10.00
21 建发 SCP008	2021-03-18	2021-12-10	10.00
21 建发 SCP007	2021-03-12	2021-11-27	10.00
21 建发 SCP006	2021-03-12	2021-11-19	10.00
19 建发 01	2019-10-15	2021-10-15	10.00
21 建发 SCP004	2021-03-08	2021-09-04	6.00
21 建发 SCP003	2021-02-25	2021-08-24	10.00
21 建发 SCP002	2021-02-08	2021-08-07	5.00
21 建发 SCP001	2021-01-22	2021-07-21	10.00
21 建发 SCP005	2021-03-10	2021-06-18	10.00

资料来源：联合资信整理

4.盈利能力

跟踪期内，公司营业收入增长，费用控

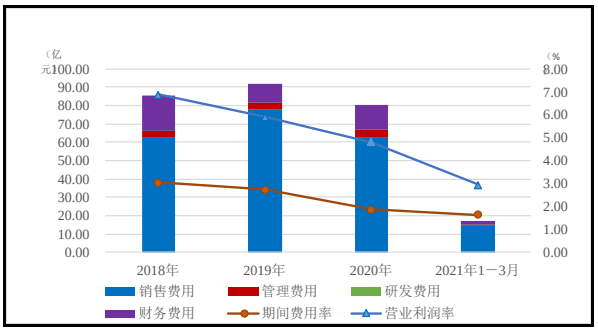
制能力较强，公司净利润规模增长，整体盈利能力仍很强。2021 年一季度，公司使用期货等衍生工具对冲大宗商品价格波动风险，利润同比降幅较大。

2020 年，公司营业总收入为 4329.49 亿元，同比增长 28.38%，主要来自供应链板块的收入增长。2020 年，公司营业成本增幅略高于收入增幅。

2020 年，公司期间费用为 80.62 亿元，同比下降 12.13%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 77.24%、5.83%和 16.81%。

图 12　近年来公司期间费用指标

（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020 年，公司销售费用为 62.27 亿元，同比下降 19.76%，主要系港杂运杂费下降所致；管理费用 2020 年为 4.70 亿元，同比增长 14.55%，主要系中介服务费增长所致；财务费用 2020 年为 13.55 亿元，同比增长 36.81%，主要系当期融资规模增加，利息费用相应增加。

2020 年，公司其他收益为 2.75 亿元，同比增长 65.27%，主要系政府补助增加所致。

2020 年，公司投资收益为 11.68 亿元，同比增长 65.01%，主要系联发集团出售股票收益增加，以及权益法核算的长期股权投资收益增加所致。

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

2020 年，公司利润总额为 121.07 亿元，同比增长 9.51%。

从盈利指标看，2020 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均同比下降，分别为 4.81%、4.98%和 9.51%。2020 年公司各盈利指标进一步下降。与国内同行业其他上市公司比较，2020 年公司销售毛利率和净资产收益率处于行业领先水平，总资产报酬率略低于同行业其他公司。

表 12　截至 2020 年底同类供应链运营企业盈利能力指标情况（单位：%）

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

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

2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 1070.92 亿元，同比增长 58.75%，主要源自供应链业务的增长；期间费用在收入中占比为 1.62%；利润总额为 11.45 亿元，同比下降 64.83%，上年同期投资收益为正，当期转负，主要系当期公司合理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

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

经营活动方面，受供应链运营业务规模扩大以及房地产业务预收售房款增加的影响，2020 年，公司经营活动现金流入为 5424.30 亿元，同比增长 22.75%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 4969.34 亿元，同比增长

25.59%。2020 年，公司经营活动现金流出为 5327.12 亿元，同比增长 23.69%；其中购买商品、接受劳务收到的现金为 4818.91 亿元，同比增长 32.63%。2020 年，公司经营活动现金净流量为 97.19 亿元。从收入实现质量看，2020 年，公司现金收入比为 114.78%，现金收入的实现质量高。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入及流出同比均呈现增长，分别为 322.05 亿元和 346.16 亿元，主要系理财产品投资和收回以及合作单位往来款增加所致。2020 年，公司投资活动现金净流量为-24.11 亿元。

2020 年，公司筹资活动前现金净流量为 73.08 亿元，经营活动产生的净现金流能够覆盖投资需求，公司筹资压力不大。

2020 年，公司筹资活动现金流入及流出分别为 1607.61 亿元和 1469.49 亿元，同比增长主要债务借偿增加所致。2020 年，公司筹资活动现金净流量为 138.12 亿元，公司近年借债规模上升。

2021年1－3月，公司经营活动现金流入为1751.66亿元，经营活动现金净流量为-407.50亿元，为净流出状态，主要是由于供应链业务营业规模扩大，预付款项和存货期末占用增加，以及房地产业务支付地价款增加；投资活动现金净流量为-106.31亿元，为净流出状态，主要是由于房地产业务支付合作项目往来款；筹资活动现金净流量为517.89亿元，主要系业务规模大幅增长推升融资规模。

6.偿债能力

公司作为国有上市公司，融资渠道通畅，未使用授信额度很大，整体偿债能力极强。

从短期偿债指标看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率变化不大，分别为 163.96%和 59.49%；经营性现金流动负债比率为 4.57%，同比有所下降；现金类资产为短期债务的 1.76 倍，较上年底有所上升，现金类资产对短期债务的保障程度高。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 150.31%和 55.72%，公司现金类资产为短期债务的 0.86 倍。

从长期偿债指标看，截至 2020 年底，公司 EBITDA 利息倍数为 2.57 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 8.14 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高，对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）对外提供担保 44.74 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 10.64 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 34.10 亿元，单笔最高金额为 7.76 亿元，存在一定或有负债风险。

截至 2020 年底，联发集团下属子公司厦门金原融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为 9.95 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 293.37 亿元，其中联发集团为 245.36 亿元，建发房地产为 48.01 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司及子公司作为原告的未决诉讼涉案金额 2.98 亿元。公司涉诉事项均为供应链业务合同纠纷，已有部分收到法院执行款，尚有部分待正式开庭审理。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）授信额度 2212.36 亿元，其中已使用授信额度 1268.45 亿元，尚未使用的授信额度 943.91 亿元。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

7.公司本部财务分析

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

截至 2020 年底，公司本部资产总额为 253.83 亿元，其中流动资产为 151.53 亿元，非

流动资产为 102.30 亿元，主要构成为现金类资产 39.05 亿元、其他应收款 110.44 亿元和长期股权投资 94.62 亿元。截至 2020 年底，公司本部负债合计为 141.44 亿元，其中全部债务为 31.59 亿元，经营负债为 109.85 亿元；全部债务包括长期债务 19.98 亿元，短期债务 11.61 亿元。截至 2020 年底，公司本部资产负债率为 55.72%，全部债务资本化比率为 21.94%，长期债务资本化比率为 15.09%。2020 年，公司本部营业收入为 11.50 亿元，期间费用为 4.25 亿元，投资收益为 12.69 亿元，利润总额为 13.17 亿元。2020 年，公司本部经营活动现金流入为 1666.73 亿元，经营活动现金流出为 1659.32 亿元，经营活动现金流净额为 7.42 亿元。投资活动现金流入为 13.63 亿元，投资活动现金流出为 16.84 亿元，投资活动现金流净额为-3.21 亿元。筹资活动现金流入为 188.39 亿元，筹资活动现金流出为 185.18 亿元，筹资活动现金流净额为 3.21 亿元。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对公司本部存续债券待偿本金峰值保障能力强。

截至 2021 年 5 月底，公司本部存续期债券余额合计 165.70 亿元（包含可续期公司债券），其中一年内到期债券余额及存续债券待偿本金峰值均为 120.00 亿元。

2020 年底，公司现金类资产是公司本部一年内到期债券余额的 4.97 倍，保障能力较好。

2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量以及EBITDA对公司本部存续债券待偿本金峰值的覆盖倍数分别为45.20倍、0.81倍和1.20倍。

表13　截至2021年5月底公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
一年内到期债券余额	120.00
未来待偿债券本金峰值	120.00
现金类资产/一年内到期债券余额	4.97
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	45.20
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.81
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	1.20

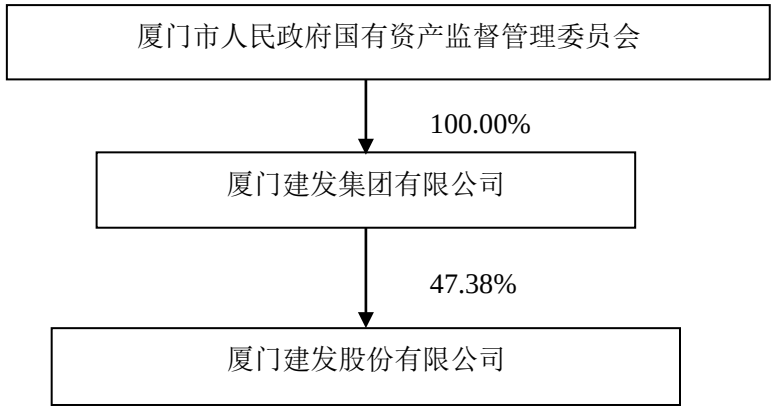
注：现金类资产使用最新一期（2021年3月底）财务数据，经营活动现金流入量和净流量、EBITDA使用最新一年（2020年）财务数据

资料来源：根据公司年报及公开资料整理

十一、 结论

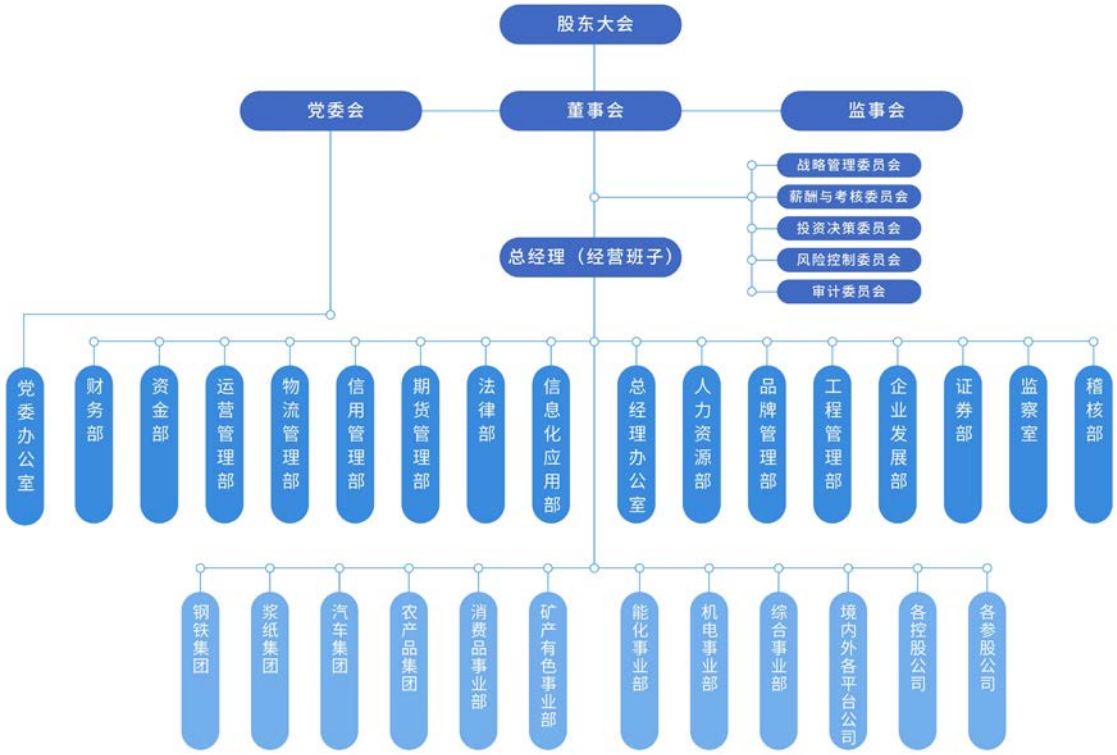
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“19建发01”“20建发01”“20建发Y1”“21建发Y1”和“21建发Y2”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	243.96	360.66	544.57	596.74
资产总额(亿元)	2174.54	2953.99	3871.57	5028.53
所有者权益(亿元)	544.18	661.04	860.58	975.71
短期债务(亿元)	206.42	348.20	310.29	697.66
长期债务(亿元)	513.87	619.09	860.44	952.32
全部债务(亿元)	720.29	967.29	1170.72	1649.98
营业总收入(亿元)	2803.82	3372.39	4329.49	1070.92
利润总额(亿元)	104.93	110.55	121.07	11.45
EBITDA(亿元)	129.39	128.64	143.89	--
经营性净现金流(亿元)	47.80	112.15	97.19	-407.50
财务指标				
销售债权周转次数(次)	42.14	45.94	70.22	--
存货周转次数(次)	2.32	2.04	2.07	--
总资产周转次数(次)	1.43	1.32	1.27	--
现金收入比(%)	110.22	117.33	114.78	150.48
营业利润率(%)	6.88	5.91	4.81	2.93
总资本收益率(%)	7.56	5.65	4.98	--
净资产收益率(%)	14.02	12.05	9.51	--
长期债务资本化比率(%)	48.57	48.36	50.00	49.39
全部债务资本化比率(%)	56.96	59.40	57.63	62.84
资产负债率(%)	74.98	77.62	77.77	80.60
流动比率(%)	174.73	161.33	163.96	150.31
速动比率(%)	52.37	57.11	59.49	55.72
经营现金流动负债比(%)	4.32	6.75	4.57	--
现金短期债务比(倍)	1.18	1.04	1.76	0.86
EBITDA 利息倍数(倍)	2.80	2.82	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.57	7.52	8.14	--

注：1. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2021 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算；4. 部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，差异系指标计算口径不同造成

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.30	32.02	39.05	42.66
资产总额(亿元)	209.45	224.38	253.83	408.11
所有者权益(亿元)	96.15	93.72	112.39	128.25
短期债务(亿元)	12.03	13.89	11.61	120.12
长期债务(亿元)	9.98	9.98	19.98	0.00
全部债务(亿元)	22.01	23.88	31.59	120.12
营业收入(亿元)	19.32	13.61	11.50	2.59
利润总额(亿元)	8.10	12.18	13.17	0.21
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	24.42	6.42	7.42	-169.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.51	8.98	23.55	--
存货周转次数(次)	9.31	18.14	7.46	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	82.37	96.82	101.66	191.74
营业利润率(%)	23.66	28.09	37.94	31.67
净资产收益率(%)	8.31	12.55	11.46	--
长期债务资本化比率(%)	9.41	9.63	15.09	0.00
全部债务资本化比率(%)	18.63	20.30	21.94	48.36
资产负债率(%)	54.09	58.23	55.72	68.57
流动比率(%)	119.02	114.37	124.92	104.96
速动比率(%)	118.43	113.98	123.77	104.96
经营现金流动负债比(%)	23.64	5.32	6.11	--
现金短期债务比(倍)	3.85	2.30	3.36	0.36
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/

注：2021 年 1—3 月财务数据未经审计；部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，差异系指标计算口径不同造成

附件 3　评级历史

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 建发 Y2	AAA	AAA	稳定	2021/03/11	王进取　郭察理	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
21 建发 Y1	AAA	AAA	稳定	2021/03/11	王进取　郭察理	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
20 建发 Y1	AAA	AAA	稳定	2020/09/18	王进取　罗峤	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 建发 01/19 建发 01	AAA	AAA	稳定	2020/06/11	蒲雅修　宁立杰	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
20 建发 01	AAA	AAA	稳定	2019/12/27	唐玉丽　罗峤	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文
19 建发 01	AAA	AAA	稳定	2019/09/27	唐玉丽　罗峤	原联合信用评级有限公司贸易行业企业评级方法	阅读全文

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

附件 4　主要财务指标的计算公式

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

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。