

信用等级公告

联合〔2019〕1045号

厦门建发股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对厦门建发股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

厦门建发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

厦门建发股份有限公司拟公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年九月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

厦门建发股份有限公司

公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA

公司长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券规模：10 亿元

本期债券期限：2 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 9 月 27 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	1,264.96	1,754.30	2,174.54	2,624.54
所有者权益（亿元）	327.00	437.37	544.18	537.53
长期债务（亿元）	275.38	455.06	513.87	556.68
全部债务（亿元）	446.68	683.89	720.60	933.91
营业收入（亿元）	1,455.91	2,186.02	2,803.82	1,278.34
净利润（亿元）	39.50	48.26	76.32	18.25
EBITDA（亿元）	73.06	99.49	156.31	--
经营性净现金流（亿元）	-48.11	-185.88	47.80	-28.04
营业利润率（%）	6.29	5.53	6.88	4.56
净资产收益率（%）	13.31	12.62	15.55	3.37
资产负债率（%）	74.15	75.06	74.98	79.52
全部债务资本化比率（%）	57.73	60.99	56.97	63.47
流动比率（倍）	1.65	1.78	1.75	1.56
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.15	0.22	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	2.28	2.14	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	7.31	9.95	15.63	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2019 年半年报财务数据未经审计，相关指标未年化；3. 公司其他流动负债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. 本报告中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

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）的评级反映了公司作为以供应链运营与房地产开发为主业的上市公司，其供应链运营业务在业务规模、业务网络、运营价值链、信用与价格风险管控体系等方面具有较强竞争优势；其房地产板块品牌信誉度较好、综合开发实力较强。近年来，公司营业收入增长较快、供应链运营业务盈利能力稳定、房地产业务盈利能力较强。同时，联合评级也关注到钢铁、化工等行业产能过剩，房地产政策调整，公司三、四线城市土储面积占比较高，有息债务规模增长较快且存在一定集中偿付压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司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，公司整体竞争力有望增强，公司经营情况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司供应链运营业务规模较大，业务网络覆盖地域广泛，形成了较为完善的运营价值链。公司供应链运营业务收入呈持续增长态势，盈利能力稳定。

2. 公司供应链运营业务包括金属材料、浆纸产品、矿产品、农林产品、轻纺产品、化工产品、机电产品、能源产品以及汽车、食品、酒类等服务，可以有效分散下游行业波动风险。

3. 公司建立了较为良好的信用与价格风险管控体系，有利于降低公司供应链运营风险。

4. 公司房地产开发业务品牌信誉度较好，综合开发实力较强。

5. 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。

关注

1. 我国钢铁、饲料、化工等行业产能过剩，近年供给侧改革导致的价格波动给公司供应链运营业务盈利能力带来一定不确定性。

2. 公司土地储备位于调控城市的比例较高，未来项目销售受政策影响较大；三、四线城市房地产库存较大，存在一定的去化压力。

3. 公司有息债务规模增长很快，整体债务负担较重，存在一定集中偿付压力。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



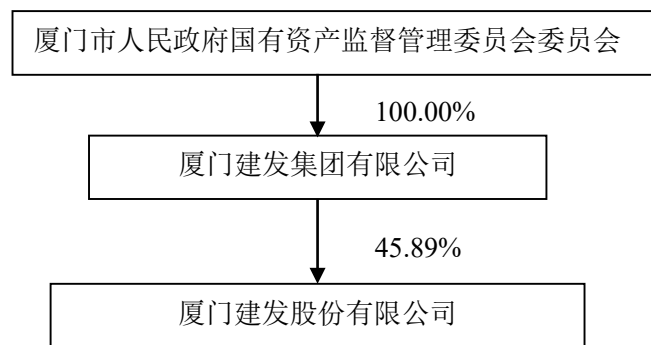
联合信用评级有限公司

一、主体概况

厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”或“公司”）系经厦门市人民政府厦府（1998）综034号文批准，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）独家发起，于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司。建发集团将本部与贸易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13,500万股）。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）5,000万股，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18,500万股，其中建发集团持有13,500万股，持股比例72.97%；社会公众持有5,000万股，持股比例27.03%。

经过多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至2019年6月底，公司注册资本为28.35亿元，总股本为28.35亿股，其中建发集团持股比例45.89%，为公司第一大股东。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团100%股权，为公司最终实际控制人。

图1 截至2019年6月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务包括两大板块：供应链运营业务和房地产开发业务。

截至2018年底，公司下设稽核部、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、投资部等17个部门（详见附件1）；合并范围内各级子公司共639家；拥有在职员工17,071人。

截至2018年底，公司合并资产总额2,174.54亿元，负债合计1,630.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）544.18亿元，其中归属于母公司的所有者权益275.56亿元。2018年，公司实现营业收入2,803.82亿元，净利润（含少数股东损益）76.32亿元，其中归属于母公司所有者的净利润46.72亿元；经营活动现金流量净额47.80亿元，现金及现金等价物净增加额52.32亿元。

截至2019年6月底，公司合并资产总额2,624.54亿元，负债合计2,087.01亿元，所有者权益（含少数股东权益）537.53亿元，其中归属于母公司的所有者权益275.10亿元。2019年1—6月，公司实现营业收入1,278.34亿元，净利润（含少数股东损益）18.22亿元，其中归属于母公司所有者的净利润13.77亿元；经营活动现金流量净额-28.04亿元，现金及现金等价物净增加额54.70亿元。

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：张勇峰。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“厦门建发股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”，发行规模为人民币 10 亿元。本期债券为 2 年期固定利率债券。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率，票面年利率将根据网下询价结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定利率区间，以簿记建档方式确定最终发行利率。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券为无担保债券。

2. 本期债券募集资金使用用途

本期公司债券的募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债务。

三、行业分析

供应链运营业务和房地产开发业务为公司的两大主业，是公司收入的主要来源。其中，供应链运营业务主要依托于大宗商品贸易，因此下文行业分析将围绕大宗商品供应链管理服务和房地产行业展开。

1. 大宗商品供应链管理服务行业

（1）行业概况

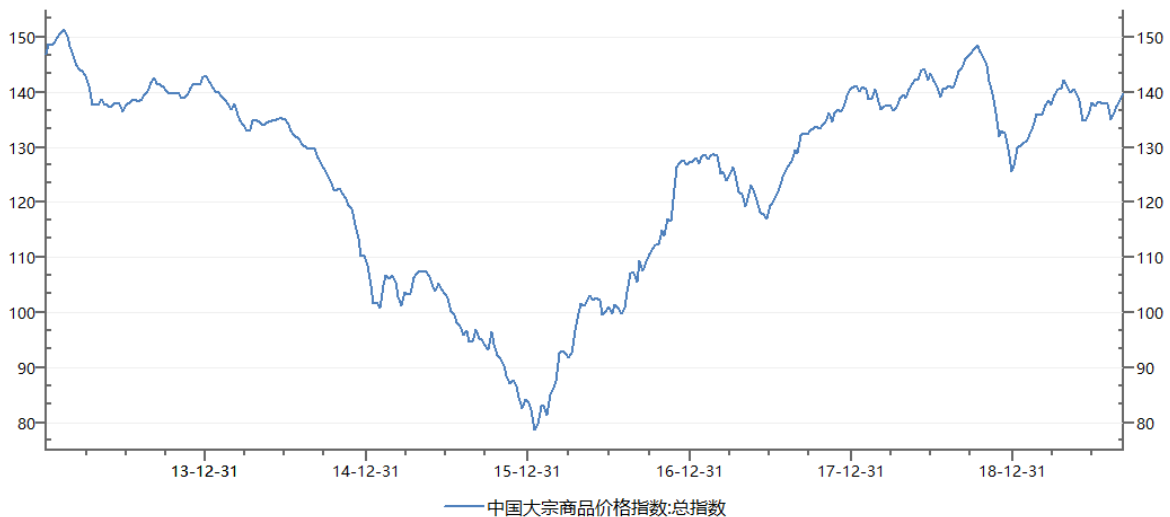
供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

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的因素，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。近年来，中国经济稳中有变，下行压力加大，在供给侧结构性改革和去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板的“三去一降一补”大背景下，中国大宗商品市场正在向规模化、专业化、规范化和国际化转型，煤炭、钢铁、铁矿石等大宗商品市场面临结构性调整，倒逼物流企业向供应链管理业务转型并提升效率，同时政府也开始推出支持政策推动供应链管理服务企业，供应链管理行业开始迅速成长。目前，我国供应链管理渗透度较高的行业主要是大宗商品贸易（如钢铁、矿石、煤炭、纸浆），仓储、物流及管理服务是其最基础的三个因素。供应链管理主要包括三个子行业，分别是大宗商品供应链服务行业、物流类供应链服务行业和仓储类供应链服务行业。公司属于大宗商品供应链服务行业。

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。从我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，主要大宗商品价格指数均呈现下跌趋势，2015 年底达历史低位。但 2016 年初，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，经历了 15 年的触底之后，大宗商品价格出现反弹，投资者预计削减过剩产能会导致原材料短缺，纷纷买入大宗商品期货，一度造成铁矿石、棉花等原材料价格暴涨。2017 年中旬在经历短暂价格回调之后，我国大宗商品价格指数持续上扬，2018 年以来，大宗商品价格指数总体处于高位。

图 2 近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind

在此环境下，传统贸易商的贸易价差空间逐步缩小，盈利空间日益收窄，成本节约的需求更加突出。越来越多的大宗商品贸易商开始整合产业链，向上游和下游延伸，在获得上下游资源的同时，逐步渗透产业链的各个环节，拓展盈利空间，创造增值机会，开始扮演产业链管理者的角色。此外，大宗商品贸易商面临日益复杂的贸易环境，随着商业竞争日益激烈、贸易方式灵活多样，贸易商越来越面临更多种风险，包括市场风险、信用风险、资金风险、内部控制风险、汇率风险等，上下游产业链的整合，有利于贸易商抵御市场波动风险，提高企业的稳定性。

总体看，近年来，我国大宗商品贸易成交金额整体呈现较快增长态势，然而成交金额增速和成交价格易受宏观经济、市场预期、供求关系等变化的影响，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。在此环境下，行业内企业降本增效的供应链管理需求进一步凸显。

(2) 行业政策

2016 年 2 月，人民银行等八部委印发《关于金融支持工业稳增长调结构增效益的若干意见》，指出要“大力发展应收账款融资”以及“推动更多供应链加入应收账款质押融资服务平台”。

2016 年 10 月，发改委发布文件《促进民间投资健康发展若干政策措施》，提出“推动动产质押统一登记立法，建立以互联网为基础、全国集中统一的动产和应收账款等财产权利质押登记系统。”

2017 年 10 月 13 日，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，明确指出：到 2020 年，形成一批适合我国国情的供应链发展新技术和新模式，基本形成覆盖我国重点产业的智慧供应链体系。培育 100 家左右的全球供应链领先企业，重点产业的供应链竞争力进入世界前列，中国成为全球供应链创新与应用的重要中心。表明我国的供应链产业

将迎来一个大的发展时期。

2018年1月18日，在全国统计工作会议上，国家统计局局长宁吉喆表示，2018年将加快构建新时代现代化统计调查体系。其中包括研究建立反映数字经济、共享经济、现代供应链的统计制度；继续完善全面建成小康社会指标体系。在最新的《国民经济行业分类》（GB/T 4754-2017）中，供应链管理服务已明确单列统计类别：商务服务业-7224-供应链管理服务。

2019年1月19日，为全面贯彻落实党的十九大精神和国务院的相关部署，大力推动我国供应链创新与应用，中国物流与采购联合会联合各理事单位成立现代供应链研究院。

总体看，我国尚未专门针对供应链行业制定相应的法律法规，但供应链管理服务作为物流、金融的领域的重要组成部分，已经得到政府的重视，受到越来越多的政策支持。

（3）行业关注

我国供应链管理服务企业综合服务能力较弱

目前，我国国内能够提供供应链管理或类似服务的公司大多从事单一业务或局限于产业链某一环节，大部分供应链管理实践仍停留在自营物流和第三方物流阶段，缺乏大规模、多用户的综合服务能力，资金规模亦较小，真正应用供应链管理的企业和专业从事供应链管理的服务商都相对较少。此外，我国供应链服务行业分散化的管理模式已成为供应链服务行业发展的制度瓶颈，必须建立适应供应链服务产业集约高效发展的体制环境，以确保市场机制充分发挥作用，从而促进各种供应链服务活动的规范化并最终推动供应链服务行业健康有序发展。

大宗商品贸易行业竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓；经济贸易全球化使得国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。近年来钢材、建材等多个行业产能出现全面过剩，对市场的平稳健康运行形成明显冲击，但相信随着供给侧结构性改革的深入，我国大宗商品市场会迎来新一轮的发展机遇。

（4）未来发展

随着行业结构调整和产业整合升级的持续深入，制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强，带动了大宗商品供应链服务领域的快速发展，同时物流服务也由单一环节的传统服务向产业链各个环节延伸拓展，向供应链一体化、信息化和智能化转变，企业不断拓宽服务内容，完善服务模式，贸易物流一体化发展、规模化运作已成为目前供应链管理服务企业的主要发展方向。

“互联网+传统行业”的有机融合将进一步推动我国经济发展，实体经济提质增效。对于供应链管理服务企业来说，积极探索大宗商品电子商务平台发展，整合供应链核心信息和业务流程，建立管控平台，实现信息流、资金流和物流三者的融合共通将成为企业发展的重要任务。

总体看，供应链管理行业面临较大的市场需求，未来将进一步向产业链各个环节延伸拓展，积极探索大宗商品电子商务平台发展，实现商流、物流、信息流、资金流和工作流的深度融合。

2. 房地产行业

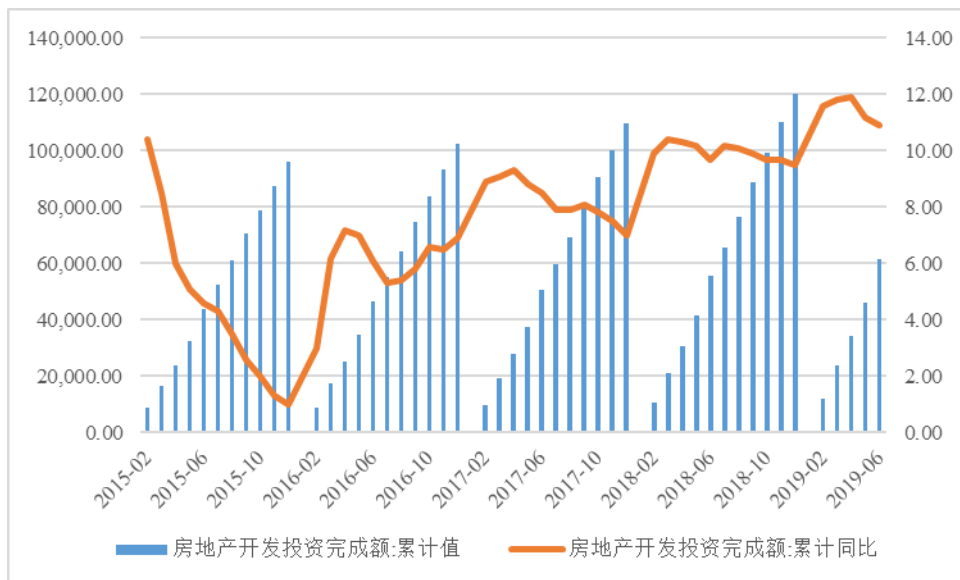
（1）行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016年全国房

地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长下继续维持在高位。

图 3 近年来全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，2016 年以来房地产投资增速有所回升，2018 年虽保持较高增速，但下滑趋势显现。

（2）市场供需

土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成

交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年 1—6 月，全国 300 个城市土地供求同比微降，但受益于一、二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显。分城市看，一线城市供求同比双涨，但高溢价率现象明显减少，土地出让金总额同比增长近四成；二线城市供求小幅上涨，楼面均价同比增长 18%，溢价率较上年同期增长 2 个百分点；三、四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑。

总体看，2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018 年至 2019 年上半年，房企拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产发债企业进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

2019 年 1—6 月，房地产开发企业到位资金 84,965.52 亿元，同比增长 7.20%，增速较上年同期上升 2.60 个百分点。其中国内贷款资金累计同比增长 8.40%，增幅为 2018 年以来最大值；自筹资金累计同比增速自 2018 年 9 月峰值下降至 4.70%；其他资金累计同比增长 8.29%。2019 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。4 月份开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房企的融资环境开始有所收紧。5 月 17 日，银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23 号），在银行和非银（信托）领域规范地产融资，针对部分房地产信托业务增速过

快、增量过大的信托公司，银保监会开展了约谈警示。根据融360的数据，2019年6月全国首套房及二套房房贷利率自2019年以来结束5个月回落首次上行。7月10日，部分媒体报道银保监会约谈信托公司，要求过度扩张的信托公司约束对房地产的投资；7月12日，发改委发布通知要求房地产企业发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；7月30日，政治局会议重申坚持“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，打消了市场认为房地产将继续受益于全球流动性宽松的希望。预计2019年下半年房地产融资延续趋紧的政策方向。

总体看，2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，2019年一季度房企融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，预计2019年下半年房地产融资延续趋紧的政策方向。

市场供需情况

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128.00万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185.00万平方米，同比增长4.6%。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2018年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速自8月之后开始收窄；2018年12月全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较1—11月上漲0.10个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93,550.11万平方米，同比减少7.80%；商品房待售面积52,414万平方米，较2017年底减少11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

2019年1—6月，全国房地产销售面积75,785.59万平方米，同比下降1.80%，增速在一季度基础上继续下降；受房屋销售价格持续增长带动，全国房地产销售金额70,698.06亿元，累计同比增长5.60%，增速较上年同期回落7.60个百分点。2019年春节后，政策预期好转叠加房贷利率下行，楼市出现“小阳春”行情，2019年3月和4月全国单月销售面积同比分别增长1.75%和1.26%。随着楼市升温及部分城市土地市场火热，5月住建部对佛山、苏州、大连、南宁4个城市预警提示，苏州、西安调控加码，6月房贷利率止降回升，市场预期调整，房地产销售热度下行，2019年

5月和6月全国单月销售面积同比分别下降5.52%和2.25%。在“房住不炒”的主基调下，信贷政策及热点城市调控难有大幅放松，预计后期销售增速将延续下行调整态势。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019年上半年政策前稳后严，楼市出现短暂“小阳春”行情，但5月后逐步回归调整态势。

销售价格情况

从商品房销售价格看，2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015年3月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至2016年底，百城价格指数为13,035.00元/平方米，较年初增长18.22%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

2018年，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018年末，一线城市同比增速0.40%，二线城市同比增速7.08%，三线城市同比增速8.71%。

（3）行业竞争

从2003年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2016年，房地产行业前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为18.81%和25.33%，分别较上年提高1.94和2.52个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为12.19%和15.94%，分别较上年提高0.88和1.32个百分点。2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为24.10%和32.50%，分别较上年提高5.29个百分点和7.17个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018年，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为26.89%和38.32%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为19.08%和25.74%，集中度继续提升。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

（4）行业政策

2016年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调

控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在2019年4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

总体看，2016年下半年，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房

消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产长效机制。近年来，房地产调控政策密切出台且短时间内难以出现实质性放松。

（5）行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来，相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

（6）未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产

金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家以供应链运营和房地产开发为主的现代服务型企业。

公司供应链运营领域涉及品种广泛，共有 10 大核心业务，包括：7 项工业品相关供应链业务（浆纸、钢铁、矿产、农产品、轻纺、化工和机电产品）和 2 项消费品相关供应链业务（汽车、酒类）以及综合物流服务。经过多年发展，公司已在全国主要城市建立了贸易分销机构与物流设施网络，并与 150 个国家和地区建立了业务关系。公司通过对其贸易、物流等业务的整合，构建了以贸易为核心、以物流仓储为基础、以实业投资和金融服务为纽带的完整价值链。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。2018 年，根据财富杂志“中国上市公司 500 强”排行榜，公司位列第 39 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。

公司拥有健全的贸易业务网络和物流设施，通过对贸易、物流等业务的整合，构建了以贸易为核心、以物流仓储为基础、以实业投资和金融服务为纽带的完整价值链。建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”，持股比例 100%）是国家 AAAA 级综合物流企业，位列“2017 中国物流企业综合竞争力排行榜”第 15 名，集国际货物运输代理、报关报检、货物运输、仓储、装卸等为一体，拥有 20 多万平方米的仓储物流园区及完善的物流信息系统和配套设施，并在上海、福州、泉州等地设立了分支机构。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 1,000 个合作库，拥有健全的业务网络和丰富的物流资源。

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%）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“2019 中国房地产开发企业 50 强”第 46 位、并“荣获 2019 中国房地产开发企业稳健经营 10 强”第 3 位、“2019 中国房地产百强企业运营效率 Top10”。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“2019 中国房地产开发企业 50 强”第 39 位。

总体看，公司供应链运营业务涉及品种类型较多，贸易网络覆盖地域广，形成了完善的运营价值链，公司进出口贸易额规模位居全国前列；公司房地产业务品牌美誉度较好，综合开发实力较强。

2. 人员素质

截至2019年6月底，公司共有董事9位（含3为独立董事），其中董事长1位，监事3位，高级管理人员8位。公司高管人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

公司董事长张勇峰先生，1960年生，硕士学位，国际商务师。张勇峰先生历任厦门建发电子公司副总经理、厦门建发通讯系统公司副总经理、总经理，公司总经理助理、副总经理、常务副总经理、总经理等职务。2013年5月至今，张勇峰先生任公司董事长、党委书记。

公司总经理郑永达先生，1971年生，学士学位。郑永达先生历任公司进出口六部总经理、总经理助理、建发包装有限公司总经理，建发纸业有限公司总经理、公司常务副总经理等职。2013年5月至今，郑永达先生任公司总经理、董事与党委委员。

截至2018年底，公司共有在职员工17,071人，按照教育程度划分，本科及以上学历占比53.00%，大专学历占比25.00%，高中及以下学历占比22.00%；按岗位职责划分，业务人员占68.00%，技术人员占16.00%，财务人员占3.00%，其他人员占13.00%。

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

3. 股东实力

建发集团是公司的发起人，前身为“厦门经济特区建设发展公司”，系二十世纪八十年代厦门市在设立经济特区初期为引进外资、侨资，引进国外先进技术和设备，兴办实业投资项目而创立的首批国有独资企业。

建发集团成立于2000年12月6日，系由厦门市国资委100%控股的大型国有实业投资企业集团，连续多年位居福建省企业集团100强首位。目前，除建发股份外，建发集团还主要控股厦门建发旅游集团股份有限公司、厦门国际会展控股有限公司等。截至2019年6月底，建发集团注册资本63.50亿元，法定代表人为黄文洲。目前建发集团担负着吸收和利用侨资和外资、执行市政府社会经济发展和产业结构调整部署、保证国有资产安全和保值增值的重要职责，其各项投资建设得到了福建省各级政府的大力支持。公司作为建发集团核心上市子公司，在人员和运营等方面得到了建发集团的大力支持。

总体看，公司股东实力雄厚，未来发展会得到福建省各级政府的大力支持。

五、公司管理

1. 公司治理

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

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

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

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

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

总体看，公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部、信息化应用部、投资部等 17 个部门。截至 2018 年底，公司合并范围内各级公司共 639 家。公司结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。

公司建立了一整套包括《各类贸易业务流程管理制度》《贸易业务运作管理规定》《贸易业务财务管理规定》《物流管理规定》《信用管理规定》《异地公司贸易业务运作管理规定》《异地公司贸易业务财务管理规定》《异地公司物流管理规定》《异地公司信用管理规定》《财务管理规定》等在内的内部控制制度。2008 年，公司设立了战略委员会、投资初审委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等五个委员会，分别制定了工作细则，完善了公司的治理结构；并对各项管理制度进行了全面修订，提高了公司制度化管理程度。

在业务控制方面，公司管理层在执行业务控制过程中，分别针对采购、销售等不同的业务循环，采取了包括授权与审批、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施，将内部控制工作落实到决策、执行、监督、反馈等各个环节。为规范公司大额贸易合同（200 万美元以上）的审批程序，并提高其时效性，公司 2005 年第三届董事会第四次会议审议通过《关于在董事会下设立贸易风险管理委员会的议案》，以提高决策效率，避免经常召开临时董事会讨论贸易合同容易产生独立董事难以及时参加等不规范情形发生。

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

总体看，公司内部管理制度较为健全，可以满足公司的日常经营管理需要。

六、经营分析

1. 经营概况

2016—2018 年，公司已经形成了“供应链运营+房地产”双主业格局，二者业务收入在主营业务收入中的占比均超过 98%，公司主营业务十分突出。公司的供应链运营业务致力于为客户和合作伙伴提供“LIFT”为品牌的供应链服务，以“物流（Logistics）”、“信息（Information）”、“金融（Finance）”、“商务（Trading）”四大类服务及其子要素为基础，组合成差异化、多样性的供应链服务产品，全面整合物流、信息、金融、商品、市场五大资源，规划供应链运营解决方案。公司的供应链运营业务涉及的产品较广，主要有金属材料、浆纸产品、矿产品、农林产品、轻纺产品、化工产品、机电产品、能源产品以及汽车、食品、酒类等供应链服务。公司房地产业务则主要依托联发集团和建发房地产进行运营。其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等，目

前占比很小。

2016—2018年，公司分别实现营业收入1,455.91亿元、2,186.02亿元和2,803.82亿元，逐年增长，年均复合增长38.77%，主要来自供应链板块的增长；公司分别实现净利润39.50亿元、48.26亿元和76.32亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为28.56亿元、33.31亿元和46.72亿元。

分板块来看，2016—2018年，供应链运营业务收入规模稳步增长，年均复合增长43.30%，2018年供应链运营业务实现营业收入2,359.87亿元，较上年增长25.21%，占营业收入的84.17%，主要系黑色系商品、浆纸、汽车等核心业务板块业务规模增长所致。2016—2018年，公司房地产板块收入波动增长，年均复合增长15.61%，其中2017年房地产板块实现收入292.55亿元，较上年小幅下降3.63%，2018年公司结转项目增加，实现收入405.79亿元，较上年增长38.71%。公司其他业务收入占比极小，对收入规模影响很小。

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—6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	1,149.24	78.94	3.79	1,884.68	86.22	3.06	2,359.87	84.17	2.88	1,181.37	92.41	3.04
房地产	303.58	20.85	23.30	292.55	13.38	26.53	405.79	14.47	35.37	76.13	5.96	32.10
其他	3.09	0.21	78.77	8.78	0.40	60.49	38.16	1.36	41.36	20.85	1.63	30.76
合计	1,455.91	100.00	8.02	2,186.02	100.00	6.43	2,803.82	100.00	7.89	1,278.34	100.00	5.22

注：公司房地产开发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

毛利率方面，2016—2018年，公司供应链业务毛利率水平偏低，持续下降；2018年，公司供应链业务毛利率为2.88%，较上年下降0.18个百分点，主要系钢铁、矿产品等板块采购成本上升所致。2016—2018年，公司房地产业务毛利率水平逐年上升，2018年公司房地产开发业务毛利率为35.37%，同比上升8.84个百分点，主要系当期结转项目毛利率较高所致。综上，2016—2018年，公司综合毛利率波动下降，2018年综合毛利率为7.89%，较上年上升1.46个百分点，主要受房地产业务利润水平上升影响。

2019年1—6月，公司实现营业收入1,278.34亿元，较上年同期增长10.60%，供应链运营业务与房地产开发业务均有所增长；净利润18.25亿元，较上年同期增长20.38%，主要系主营业务毛利增长所致，其中，归属于母公司所有者的净利润13.77亿元。

总体看，近年来，公司形成了“供应链运营+房地产”双主业格局，供应链业务呈快速增长态势，毛利率逐年下降；房地产开发业务收入呈增长态势，盈利能力较强。供应链运营业务可以为公司提供稳定的收入，房地产开发业务可以为公司贡献较高的利润。

2. 供应链运营业务

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。

公司供应链运营主要包含国际供应链业务、国内供应链业务和物流业务三类，其中国内供应链业务及国际供应链业务规模相当，二者合计占99%以上。

公司国际供应链业务分为进口业务及出口业务，公司进口产品主要包括轻工、五矿、化工、粮油、土畜等，进口国家包括美国、菲律宾、印度尼西亚、伊朗和俄罗斯联邦等，公司进口币种主要为美元，以远期国际信用证和T/T结算为主；公司还进行部分进口代理业务，主要以下游客户

预付一定保证金，由公司开立信用证，针对下游以验货付款为主，少量采用带款提货和预付款。

公司出口产品主要为轻工、纺织服装、机电和五矿类产品，出口地区主要为美国、香港、新加坡、马绍尔群岛等，公司出口欧美及日本等发达国家的产以轻工纺织为主，出口到以尼日利亚为首等其他国家的产以机电、五矿产品为主。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，近两年公司汇兑损益皆为净收益，2018年汇兑收益0.50亿元。

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。公司内贸板块业务模式逐步向自营调整。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。

物流业务方面，公司主要为国内外的采购商、分销商提供集物流，信息流和资金流为一体的全程物流服务，包括境内外全程运送及清关服务，境内外供应商、经销商库存管理、保税物流，仓单质押、代理采购分销等。

近年来，公司主要供应链业务陆续转移至相关子公司，目前公司供应链板块的经营主体主要包括全资子公司建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）、厦门建发物资有限公司（以下简称“建发物资”）、厦门建发纸业有限公司（以下简称“建发纸业”）、厦门建发汽车有限公司（以下简称“建发汽车”）及建发物流等，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 2 截至 2018 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	2.00	122.18	27.54	859.67	5.32	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	1.00	20.18	4.44	114.57	0.43	钢铁供应链运营
建发物资	100.00	2.00	11.72	2.39	90.01	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	37.41	10.81	278.91	1.72	专业经营纸张，纸浆，板材，木片，废纸和纸制品贸易业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	22.79	8.39	93.7	2.34	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	34.56	7.95	199.23	1.67	进出口物流，包括国际贸易代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等

资料来源：公司提供

目前公司供应链运营业务主要产品分别为钢材、农产品、浆纸、矿产品、汽车，占供应链业务收入的80%以上。

（1）钢材

钢铁贸易是供应链业务中对收入贡献最大的板块，经营主体主要以建发金属和建发物资为主，公司本部、上海建发等公司为辅，经营品种包含钢坯，卷板（热轧、冷轧）、建材、板材、型钢等。

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。目前，建发金属系首钢集团、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。公司下游客户中经销商约占 65%，终端客户约占 35%，公司销售模式主要为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

矿产品贸易主要由子公司厦门建发矿业有限公司和公司本部经营。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、乌克兰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协，公司与上游长协签订比例较小，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、乌克兰 METINVEST，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

公司林浆纸供应链主要经营实体为建发纸业。经营模式为：由公司向各大造纸厂提供木浆、竹浆、废纸等造纸原料，同时经销售造纸厂的纸张产品，并销售给印刷厂与出版企业等终端客户，在此过程中为客户提供原材料采购、物流配送、销售结算等服务。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。由于纸浆行业上游供应商话语权较大，且公司采购价格具备一定竞争优势，公司纸浆贸易自营比例占 60% 左右，可以抵抗一定价格波动风险。

公司浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华南、山东、江浙沪等地区。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,公司通过信保公司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。

(4) 农产品

农产品板块运营主体以厦门建发农产品有限公司、厦门建发原材料贸易有限公司(以下简称“建发原材料”)及公司本部为主,主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进口及内贸业务,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.; ADMEXPORT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

汽车板块运营主体建发汽车是福建地区最大的品牌汽车经销商。截至2018年底,公司共有约40家汽车4S店及展厅,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。对下游客户,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、抵押贷款等车款融资方式,及通过开办厂家金融业务,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。

总体看,公司依靠相关专业、规模、渠道和资金等优势,构建了上控资源、下控渠道,中间提供物流、信息等增值服务的经营模式,业务规模逐渐扩大。

3. 房地产开发业务

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。

表3 截至2018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	1,128.78	278.26	273.51	42.44
联发集团	95.00	699.10	154.54	187.25	20.73

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。公司据此调整推盘节奏和销售策略，布局合肥、南京等城市。2017年，建发房地产签约销售面积和金额均实现小幅增长。2018年，建发房地产签约销售金额和面积分别为386.71亿元和256.27万平方米，较上年分别增长94.07%和79.15%，主要集中在福州、漳州、上海、龙岩、南平、泉州等区域。近三年，公司新开工面积增长迅速，其中2018年新开工面积同比大幅增长78.34%至592.25万平方米；签约销售均价受三四线城市销售占比增加影响，呈波动下降态势。

表4 近年来建发房地产经营情况

类别	2016年	2017年	2018年	2019年1—6月
新开工面积（万平方米）	89.10	332.09	592.25	236.06
房屋竣工面积（万平方米）	153.22	194.13	143.17	9.09
签约销售金额（亿元）	176.44	199.26	386.71	281.35
签约销售面积（万平方米）	116.11	143.05	256.27	155.70
签约销售均价（万元/平米）	1.52	1.39	1.51	1.81
账面销售金额（亿元）	199.36	169.85	167.40	25.71
账面销售面积（万平方米）	116.98	150.17	132.17	24.23
新增土地储备（万平方米）	154.88	324.58	257.71	255.47
新增土地投资（亿元）	292.56	641.54	414.99	294.11

注：1. 上表中账面销售金额与建发房地产收入差额为建发房地产其他板块业务收入；2. 上表中相关数据包含：子公司、联营企业、合营企业的所有项目均全额计入；3. 新增土地储备及土地投资规模中并表项目没有按权益占比列示，按项目的总计容建筑面积和总投资金额列示；且包括未并表合作开发项目

资料来源：建发房地产年报

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，新增土地储备波动增长，2016—2018年，分别为154.88万平方米、324.58万平方米和257.71万平方米，新增土地投资规模分别为292.56亿元、641.54亿元和414.99亿元。考虑到相关城市土地成本较高，2016年以来，建发房地产逐步由独立拿地开发转向与其他房地产开发商合作开发的模式，目前独立开发及合作开发比重分别为29%和71%。合作开发模式主要为：建发房地产通过与合作方谈判协商，综合操盘方营销渠道、品牌溢价率及项目开发风格等因素，决定是否由公司并表，一般来讲公司对不操盘的项目要求并表权，最终根据项目收益进行分成。截至2019年6月底，建发房地产在建项目主要集中于厦门、福州、上海、杭州、武汉、广州、珠海、深圳、泉州、苏州、南京等地，总投资规模（并表项目按100%列示，且含非并表项目）1,505.33亿元，已投资1,185.70亿元。截至2019年6月底，建发房地产土地储备262.52万平方米（并表项目按100%列示，且含非并表项目），分布于厦门、南京、成都、武汉、福州、南平、莆田、宁德、珠海等城市。

(2) 联发集团

2016—2018年，联发集团新开工面积持续增长，2018年联发集团新开工面积563.13万平方米，较上年大幅增长90.87%。近三年，受益于联发集团大力推盘的二、三线城市房地产市场景气度较高，联发集团签约销售金额、签约销售面积逐年增长，2018年，联发集团签约销售面积317.29万平方米，较上年增长31.84%，对应签约销售金额为349.27亿元，较上年增长35.19%，2018年签约项目主要集中在南昌、重庆、南宁等区域。2016—2018年，联发集团销售均价持续小幅增长，

2018 年为 1.10 万元/平方米，但由于联发集团近年来大力推盘的项目主要二、三线城市，签约销售均价低于建发房地产。考虑到 2018 年联发集团签约面积大幅增加，未来 1~2 年联发集团结算收入有望增长。

表 5 近年来联发集团经营情况

类别	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
新开工面积（万平方米）	196.97	295.03	563.13	112.66
房屋竣工面积（万平方米）	120.00	99.88	207.00	38.14
签约销售金额（亿元）	122.71	258.35	349.27	144.59
签约销售面积（万平方米）	132.74	240.66	317.29	138.65
签约销售均价（万元/平米）	0.92	1.07	1.10	1.04
账面销售金额（亿元）	96.30	111.93	157.10	49.66
账面销售面积（万平方米）	102.24	128.08	167.35	47.85
新增土地储备（万平方米）	210.00	227.00	213.61	65.77
新增土地投资（亿元）	76.88	122.64	176.30	43.75

注：1. 上表中账面销售金额与联发集团收入差额为联发集团其他板块业务收入；2. 上表中相关数据包含：子公司、联营企业、合营企业的所有项目均全额计入；3. 新增土地储备及土地投资规模中并表项目没有按权益占比列示，按项目的总计容建筑面积和总投资金额列示；且包括未并表合作开发项目

资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月底，联发集团在建项目主要分布在重庆、南宁、天津等城市，总投资 947.25 亿元，已投资 607.85 亿元。土地储备方面，2016—2018 年，联发集团新增土地储备波动增加，分别为 210.00 万平方米、227.00 万平方米和 213.61 万平方米，联发集团土地投资规模分别为 76.88 亿元、122.64 亿元和 176.30 亿元。截至 2019 年 6 月底，联发集团土地储备 281.76 万平方米，分布于武汉、厦门、天津等城市。

总体看，近年来，受政策性引导，房地产市场呈现回暖态势，公司下属子公司针对各城市的不同情况，调整开发进度，深耕重点区域的同时积极以合作开发等模式布局外延城市，核心城市项目销售面积实现快速增长，同时较多的土地储备保障了公司可持续发展。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，公司房地产业务受政策调控影响，行业景气度有所波动，三、四线城市项目存在库存去化压力，未来公司房地产业务投资规模较大，公司仍将面临资金周转压力。

4. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转率分别为 44.71 次、62.68 次和 52.65 次，存货周转率分别为 2.21 次、2.75 和 2.30 次，总资产周转率分别为 1.29 次、1.45 次和 1.43 次，均呈波动上升态势。行业同类企业同比方面，公司由于公司房地产开发业务占比较大的原因，公司存货周转率和总资产周转率处于较低水平，公司应收账款周转率处于行业中上水平。

表 6 截至 2018 年底同类供应链运营企业经营效率指标（单位：次）

股票简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
厦门国贸	6.59	59.82	2.80
象屿股份	16.45	62.69	4.66
五矿发展	15.93	10.91	2.67
建发股份	2.32	56.08	1.43

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异

资料来源：Wind，联合评级整理

总体看，近年来，公司经营效率波动上升，但受房地产业务占比较大的影响，公司经营效率处行业中下水平。

5. 经营关注

（1）大宗商品价格波动风险

受宏观经济增速回落、中美贸易战等因素的影响，大宗商品存在一定的价格波动风险，对公司贸易额和毛利率造成较大影响。

（2）钢铁、饲料和化工等行业产能过剩，近年价格波动对公司供应链运营业务有一定不利影响

我国钢铁、饲料和化工等行业产能过剩，毛利率水平低，虽然近年供给侧改革使得相关产品价格有所回升，但是产能过剩局面仍然存在。近年来公司供应链业务毛利率下滑，未来相关商品仍可能面临频繁的价格波动，给公司盈利水平带来一定不确定性。

（3）受房地产调控政策影响，公司部分项目未来可能面临一定去化压力

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。

（4）在建项目资金支出压力较大

公司房地产业务在建规模快速增长，未来面临较大的资金支出压力。

（5）联发集团土地储备中三、四线城市土储面积占比高

我国房地产市场呈结构性过剩态势，三、四线城市房地产库存呈过剩态势。联发地产土地储备中三、四线城市土储面积占比较高，未来拟建项目面临一定销售压力以及减值风险。

6. 未来发展

（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，2018 年已超过 2,300.00 亿元，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。

总体看，公司供应链运营经营方针有助于扩大供应链运营业务规模、提高盈利能力、加强管理水平；房地产板块的转型方针有助于公司房地产板块抵御行业周期性波动风险。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年半年报未经审计。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。2017 年，公司新纳入合并范围子公司 68 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 53 家；不再纳入合并范围子公司 3 家。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—6 月，公司新纳入合并范围子公司 39 家，其中非同一控制下企业合并 2 家，新设立子公司 37 家；不再纳入合并范围子公司 12 家。公司新设立子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2,174.54 亿元，负债合计 1,630.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）544.18 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 275.56 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2,803.82 亿元，净利润（含少数股东损益）76.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 46.72 亿元；经营活动现金流量净额 47.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 52.32 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 2,624.54 亿元，负债合计 2,087.01 亿元，所有者权益（含少数股东权益）537.53 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 275.10 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 1,278.34 亿元，净利润（含少数股东损益）18.22 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 13.77 亿元；经营活动现金流量净额 -28.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 54.70 亿元。

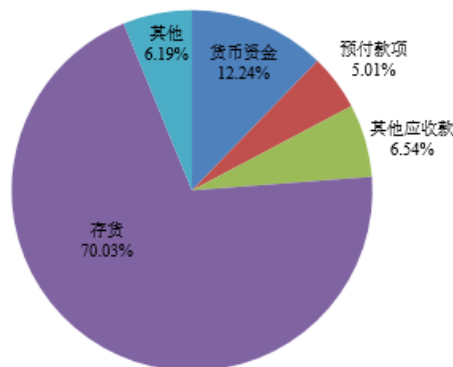
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 31.11%，流动资产和非流动资产均有所增长。截至 2018 年底，公司资产总额 2,174.54 亿元，较年初增长 23.95%，主要系房地产存货的增长所致；其中，流动资产占比 89.01%，非流动资产占比 10.99%，公司资产结构以流动资产为主，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。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 34.38%，主要系存货增长所致。截至 2018 年底，公司流动资产为 1,935.54 亿元，较年初增长 29.21%，主要由货币资金（占 12.24%）、预付款项（占 5.01%）、存货（占 70.03%）和其他应收款（合计，占 6.54%）构成。

图 4 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长46.57%，主要系银行借款大幅增加所致。截至2018年底，公司货币资金236.99亿元，较年初增长44.16%；货币资金中，银行存款占79.54%、其他货币资金占20.46%，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，上述其他货币资金中不能随时用于支付的存款47.87亿元，占货币资金总额的29.12%，受限规模较高。

2016—2018年，公司预付款项波动减少，年均复合减少17.50%，主要系房地产业务预付土地出让金波动所致。截至2018年底，公司预付款项96.89亿元，较年初减少47.90%；从账龄角度来看，预付款项账龄在一年以内的占95.12%，账龄较短；从集中度看，预付款项余额前五名占比16.31%，集中度一般。

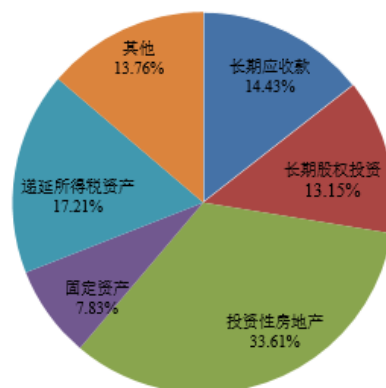
2016—2018年，公司其他应收款（合计）波动增长，年均复合增长19.81%。截至2018年底，公司其他应收款126.52亿元，较年初减少13.88%，主要系应付往来款减少所致；其他应收款计提坏账准备5.79亿元，计提比例4.38%；其他应收款期末余额前五名占34.95%，集中度较高；从账龄结构来看，1年以内的占65.49%，1~2年的占20.05%，2~3年的占3.12%，3~4年的占3.12%，其余为4年以上部分，账龄较长，有一定回收风险。

2016—2018年，公司存货逐年增长，年均复合增长48.68%，主要系房地产新增项目较多，开发成本增加所致。截至2018年底，公司存货1,355.40亿元，较年初增长56.70%；其中，开发成本占比85.91%，开发产品占比6.32%，库存商品占比7.75%；存货计提跌价准备10.21亿元，计提比例0.75%，其中库存商品计提比例4.22%，开发产品计提比例1.27%，开发成本计提比例0.40%。公司库存大宗商品价格波动较大，面临一定的跌价风险，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。

（2）非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长11.27%。截至2018年底，公司非流动资产239.00亿元，较年初减少6.25%；非流动资产主要由长期应收款（占14.43%）、长期股权投资（占13.15%）、投资性房地产（占比33.61%）、固定资产（占7.83%）和递延所得税资产（占17.21%）构成。

图5 截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司长期应收款波动减少，年均复合减少19.01%。截至2017年底，公司长期应收款为66.68亿元，较年初增长26.82%，主要系下属公司厦门禾山建设发展有限公司“后埔-枋湖旧村改造”项目应收款增加所致。截至2018年底，公司长期应收款34.49亿元，较年初减少

48.27%，主要系建发房产“后埔-枋湖旧村改造”项目土地熟化出让所致。

2016—2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 12.75%，主要系增加对厦门益武地置业有限公司、上海众承房地产开发有限公司等联营企业投资所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资 31.43 亿元，较年初增长 11.12%。2018 年，公司权益法下确认的长期股权投资损失 1.10 亿元。

2016—2018 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 12.89%。截至 2017 年底，公司投资性房地产为 79.68 亿元，较年初增长 26.43%，主要系自持项目配套物业增加所致。截至 2018 年底，公司投资性房地产 80.32 亿元，较年初增长 0.80%。公司投资性房地产主要由房屋及建筑物构成（占 93.64%）。公司投资性房地产按成本法计量，具有一定升值空间。

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 26.64%，主要系购置房屋所致。截至 2018 年底，公司固定资产 18.72 亿元，较年初增长 37.42%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 47.26%）、机器设备（占比 3.53%）、运输工具（占比 14.98%）、电子及办公设备（占比 5.83%）等构成；公司固定资产成新率为 61.11%，成新率一般。

2016—2018 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 67.39%。截至 2017 年底，公司递延所得税资产为 27.48 亿元，较年初增长 87.13%，主要系资产减值准备和预提费用、以及内部交易未实现损益增加使可抵扣暂时性差异增大所致。截至 2018 年底，公司递延所得税资产 41.14 亿元，较年初增长 49.73%，主要系预收款项、可抵扣亏损以及预提成本费用增加使可抵扣暂时性差异增大所致。

截至 2018 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 392.73 亿元，受限比例为 20.94%，受限比例较高；公司受限资产详情如下。

表 7 截至 2018 年公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	47.87	银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等
存货	299.06	用于抵押借款
固定资产	3.07	用于抵押借款
投资性房地产	30.89	用于抵押借款
长期股权投资	11.84	用于质押借款
合计	392.73	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 2,624.54 亿元，较年初增长 20.69%，主要系供应链业务预付款项增长所致；其中，流动资产占比 90.29%，非流动资产占比 9.71%，流动资产占比进一步上升。

总体看，近年来，公司资产规模有所增长，以流动资产为主，货币资金规模较大，存货占比较高，资产受限比例较高，大额预付款项和其他应收款对资金形成占用，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 31.84%，流动负债和非流动负债均有所增长。截至 2018 年底，公司负债合计 1,630.36 亿元，较年初增长 23.81%，主要系预收售楼款和应付债券的增长所致；其中，流动负债占比 67.94%，非流动负债占比 32.06%，负债结构以流动负债为主。

（1）流动负债

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 30.69%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 1,107.74 亿元，较年初增长 31.90%，主要系应付票据及应付账款、预收账款和其他应付款增长所致；公司流动负债以应付票据及应付账款（占 20.50%）、预收款项（占 44.27%）和其他应付款（占 17.57%）为主。

2016—2018 年，公司应付票据及应付账款逐年增长，年均复合增长 15.75%。截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 227.04 亿元，较年初增长 33.82%，主要系房地产业务新增开发项目较多，应付工程款增加所致；其中，应付票据占比 35.03%，应付账款占比 64.97%。截至 2018 年底，公司应付票据主要为商业承兑汇票（占比 99.24%）；应付账款主要由货款（占比 51.94%）和工程款（占比 47.16%）构成。

2016—2018 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 34.11%，主要系售房款增加所致。截至 2018 年底，公司预收款项 490.44 亿元，较年初增长 46.57%；预收款项主要由货款（占比 17.70%）和售房款（占比 81.85%）构成。

2016—2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 64.43%。截至 2018 年底，公司其他应付款 194.65 亿元，较年初增长 59.35%，主要系房地产业务收合作方资金往来款增加所致；其他应付款主要由预提税费及费用（占 26.24%）和往来款（占 62.88%）构成。

（2）非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债合计逐年增长，年均复合增长 34.39%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 522.62 亿元，较年初增长 9.56%，主要系应付债券、长期应付款和其他非流动负债增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 44.99%）、应付债券（占比 39.69%）、长期应付款（占比 6.81%）和其他非流动负债（占比 6.87%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 17.14%。截至 2017 年底，公司长期借款为 260.15 亿元，较年初增长 51.82%，主要系房地产业务融资规模扩大所致。截至 2018 年底，公司长期借款 235.12 亿元，较年初减少 9.62%，主要系借款将于一年内到期转至流动负债所致；从构成来看，长期借款主要由抵押借款（占比 49.95%）和保证借款（占比 45.64%）构成；从期限来看，长期借款 2020 年到期 37.97 亿元，2021 年到期 81.66 亿元，其余在 2022 年及以后到期，到期时间分布较为分散。

2016—2018 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 41.24%。截至 2018 年底，公司应付债券 207.42 亿元，较年初增长 22.83%，主要系房地产业务融资规模扩大所致；从期限来看，应付债券 2020 年到期 86.00 亿元，2021 年到期 91.00 亿元，其余在 2022 年及以后到期。2020 年公司面临一定的集中偿付压力。

2016—2018 年，公司长期应付款逐年增长，年均复合增长 115.93%。截至 2018 年底，公司长期应付款 35.57 亿元，较年初增长 181.33%，主要系子公司建发房产发行购房尾款资产支持专项计划支持证券所致。

2016—2018 年，公司其他非流动负债逐年增长，年均复合增长 23.87 倍。截至 2017 年底，公司其他非流动负债为 26.04 亿元，较年初的 0.06 亿元大幅增加，主要系子公司建发房地产和联发集团委托中意资产管理公司向投资人发行受益凭证募集资金所致。截至 2018 年底，公司其他非流动负债 35.88 亿元，较年初增长 37.81%，主要系联发集团委托资产管理公司向投资人发行受益凭证募集资金所致。

2016—2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 27.01%，主要系公司加大长期债务融

资力度所致。截至 2018 年底，公司全部债务 720.60 亿元，较年初增长 5.37%；债务结构中，短期债务占比 28.69%，长期债务占比 71.31%，公司债务结构以长期债务为主。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 74.15%、75.06%和 74.98%，长期债务资本化比率分别为 45.72%、50.99%和 48.57%，均波动上升；全部债务资本化比率分别为 57.73%、60.99%和 56.97%，波动下降。整体看，公司债务负担较重。

截至 2019 年 6 月底，公司负债合计 2,087.01 亿元，较年初增长 28.01%，主要系供应链业务及房地产业务预收款项增长所致；其中，流动负债占比 72.82%，非流动负债占比 27.18%，负债结构仍以流动负债为主。截至 2019 年 6 月底，公司全部债务 933.91 亿元，较年初增长 29.60%；债务结构中，短期债务占比 40.39%，长期债务占比 59.61%，短期债务有所增长，但公司债务结构仍以长期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.52%、63.47%和 50.87%。

总体看，近年来，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，整体债务负担较重，面临一定的集中偿付压力。

（3）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 29.00%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 544.18 亿元，较年初增长 24.39%，主要系未分配利润累积所致；其中，归属于母公司的所有者权益 275.56 亿元（占比 50.64%），少数股东权益 268.62 亿元（占比 49.36%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比 10.29%，资本公积占比 8.87%，盈余公积占比 4.30%，未分配利润占比 76.54%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益规模较大，稳定性较弱。

截至 2019 年 6 月底，公司所有者权益合计 537.53 亿元，较年初减少 1.22%；其中，归属于母公司的所有者权益 275.10 亿元（占比 51.18%），少数股东权益 262.43 亿元（占比 48.82%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比 10.31%，资本公积占比 8.83%，盈余公积占比 4.31%，未分配利润占比 76.37%，权益结构较年初变动不大。

总体看，近年来，随着公司利润积累，公司的所有者权益规模增长较快，未分配利润和少数股东权益占比较高，权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司分别实现营业收入 1,455.91 亿元、2,186.02 亿元和 2,803.82 亿元，逐年增长，年均复合增长 38.77%，主要来自供应链板块的增长；其中，2018 年收入同比增加 28.26%。公司营业成本分别为 1,339.17 亿元、2,045.50 亿元和 2,576.56 亿元，年均复合增长 38.71%，与营业收入增幅相当，毛利率保持稳定。2016—2018 年，公司分别实现净利润 39.50 亿元、48.26 亿元和 76.32 亿元；归属于母公司所有者的净利润 28.56 亿元、33.31 亿元和 46.72 亿元。

期间费用方面，2016—2018 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 36.30%。2018 年，公司费用总额 85.21 亿元，较上年增长 30.13%；其中，销售费用占比 73.31%，管理费用与研发费用合计占比 4.57%，财务费用占比 22.13%，以销售费用为主。2016—2018 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 28.72%，主要系供应链业务规模扩大，销售人员薪酬支出增长所致；2018 年，公司销售费用 62.47 亿元，较上年增长 25.91%。2016—2018 年，公司管理费用与研发费用逐年增长，年均复合增长 7.56%，主要系办公费和职工薪酬增加所致；2018 年，公司管理费用 3.89 亿元，较上年增加 12.93%。2016—2018 年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长 98.14%，主要系债务规模扩大，利息支出增加所致。2018 年，公司财务费用 18.86 亿元，较上年增长 51.75%。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 3.15%、3.00%和 3.04%，波动下降，公司费用控制能力较强。

2016—2018年，公司资产减值损失分别为1.78亿元、7.65亿元和9.24亿元，增幅较大，主要为坏账损失和存货跌价损失，分别占营业利润3.44%、11.54%和8.82%，对营业利润有一定侵蚀。2016—2018年，公司投资收益分别为7.93亿元、18.15亿元和5.49亿元，分别占营业利润15.32%、27.39%和5.24%，对营业利润有一定影响。

盈利指标方面，2016—2018年，公司营业利润率分别为6.29%、5.53%和6.88%，主要系毛利润较高的房地产开发业务波动增长所致。2016—2018年，公司总资产报酬率分别为6.15%、6.27%和7.69%，逐年上升；总资本收益率分别为8.48%、8.11%和10.27%；净资产收益率分别为13.31%、12.62%和15.55%，波动上升。整体看，公司盈利能力总体保持稳定。与国内同行业其他上市公司比较，2018年公司销售毛利率、总资产报酬率和净资产收益率均处于行业中上水平。

表 8 截至 2018 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	3.43	6.18	9.42
象屿股份	2.75	5.60	9.24
五矿发展	3.63	-1.71	-11.39
建发股份	8.11	6.21	18.26

注：Wind 与联合评级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；联合评级整理

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 1,278.34 亿元，较上年同期增长 10.60%，供应链运营业务与房地产开发业务收入均有所增长；净利润 18.25 亿元，较上年同期增长 20.38%，主要系主营业务毛利增长所致，其中，归属于母公司所有者的净利润 13.77 亿元。

总体看，近年来，公司营业收入增长较快，费用控制能力较强，投资收益和资产减值损失对营业利润有一定影响，公司整体盈利能力很强。

5. 现金流

从经营活动看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入逐年增长，年均复合增长 35.93%；2018 年，公司经营活动现金流入量为 3,231.38 亿元，较上年增长 29.25%，主要系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所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出逐年增长，年均复合增长 33.10%，主要系供应链业务规模扩大及房地产业务支付地价款及拍地保证金增加所致；2018 年，公司经营活动现金流出 3,183.48 亿元，较上年增长 18.53%。综上，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-48.11 亿元、-185.88 亿元和 47.8 亿元，从净流出转为净流入。2016—2018 年，公司现金收入比率分别为 113.13%、109.58%和 110.22%，波动下降，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入波动减少，年均复合减少 7.67%；2018 年，公司投资活动现金流入 407.19 亿元，较上年增长 66.19%，主要系收回较多理财产品以及收回合作单位往来款增加所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出波动减少，年均复合减少 18.78%，主要系对外投资波动减少所致。综上，2016—2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-74.99 亿元、-33.90 亿元和 42.60 亿元，从净流出转为净流入。

从筹资活动看，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长 23.07%；2017 年，公司筹资活动现金流入 1,012.81 亿元，同比增加 87.93%，主要系公司融资规模扩大所致；2018 年，公司筹资活动现金流入 816.25 亿元，同比减少 19.41%，主要系取得借款收到的现

金减少所致。2016—2018 年，公司筹资活动现金流出逐年增长，年均复合增加 45.00%，主要系偿还债务支付的现金逐年增长所致。综上，2016—2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 131.96 亿元、258.15 亿元和 -39.46 亿元，从净流入转为净流出。

2019 年 1—6 月，公司经营活动现金流量净额为 -28.04 亿元、投资活动现金流量净额为 -15.56 亿元，筹资活动现金流量净额为 97.82 亿元。

总体看，近年来，受供应链业务规模扩大以及房地产业务预收售房款增加的影响，公司经营活动现金流状况有所好转；公司逐渐缩减投资规模，对筹资活动的依赖有所下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率分别为 1.65 倍、1.78 倍和 1.75 倍，波动上升；速动比率分别为 0.71 倍、0.75 倍和 0.52 倍，波动下降；受短期债务规模波动影响，现金短期债务比分别为 0.73 倍、0.84 倍和 1.18 倍，波动上升。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 逐年增加，年均复合增加 46.27%，主要系利润总额增长所致。2018 年，公司 EBITDA 为 156.31 亿元，同比增加 57.12%；其中，折旧和摊销占比 3.32%，计入财务费用的利息支出占比 29.55%，利润总额占比 67.13%，EBITDA 以利润总额为主。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.56 倍、2.28 倍和 2.14 倍，逐年下降，EBITDA 对利息的覆盖水平尚可；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.16 倍、0.15 倍和 0.22 倍，波动上升，EBITDA 对全部债务的覆盖水平尚可。

截至 2019 年 6 月底，公司对外提供担保 26.82 亿元，占净资产的 4.99%。被担保方主要为合作房地产项目公司，公司或有负债风险可控。此外，公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保 399.48 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司及子公司作为被告的未决诉讼涉案金额 1.20 亿元，相对公司资产规模较小，预计不会对公司产生重大不利的影响。

截至 2019 年 6 月底，公司及其下属子公司获得金融机构授信总额为 1,453.79 亿元，尚未使用的授信额度为 788.93 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G10350203000077108），截至 2019 年 9 月 18 日，公司未结清中无关注类及不良类信贷信息记录，已结清中有 8 笔欠息记录，均为银行系统原因造成。

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

7. 公司本部财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额 209.45 亿元；其中，流动资产 122.95 亿元（占 58.70%），主要为其他应收款（68.66 亿元）和货币资金（46.16 亿元），非流动资产 86.49 亿元（占 41.29%），主要为长期股权投资（79.22 亿元）。

截至 2018 年底，公司本部负债合计 113.29 亿元，流动负债 103.31 亿元（占 91.19%），非流动负债 9.98 亿元（占 8.81%）；流动负债主要为其他应付款（55.44 亿元）和其他流动负债（25.19 亿元）；非流动负债全部为应付债券。公司本部有息债务合计 22.01 亿元，长短期债务占比相当。

截至 2018 年底，公司本部所有者权益合计 96.15 亿元，其中实收资本 28.35 亿元，资本公积 26.57 亿元、未分配利润 30.69 亿元。

2018 年，公司本部实现营业收入 19.32 亿元，投资收益 8.95 亿元，利润总额 8.10 亿元。

2018年，公司经营活动现金流入量和流出量分别为1,422.01亿元和1,397.59亿元，经营活动现金流量净额为24.42亿元；公司投资活动现金流量净额为5.33亿元；公司筹资活动现金流量净额为-8.62亿元。

总体看，公司本部业务收入规模小，经营活动和投资活动获取现金规模较大，公司本部偿债压力较小。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2019年6月底，公司债务总额合计933.91亿元，本期拟发行债券规模为不超过10.00亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券发债额度较小，对公司债务水平影响较小。

以2019年6月底财务数据为基础，假设本期债券（10.00亿元）发行后，在其它因素不变的情况下，长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为51.32%、63.72%和79.60%，分别较发行前上升了0.44个百分点、0.25个百分点和0.08个百分点，债务负担进一步加重。考虑到本期债券募集资金将用于偿还公司各项债务，实际债务指标较测算值会有所下降。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以2018年的相关财务数据为基础，公司2018年EBITDA为156.31亿元，为本期公司债券发行额度（10.00亿元）的15.63倍，EBITDA对本期债券的覆盖程度较高；2018年经营活动产生的现金流入3,231.28亿元，为本期公司债券发行额度（10.00亿元）的323.13倍，公司经营活动现金流入对本期债券覆盖程度高；2018年经营活动产生的现金流量净额为47.80亿元，为本期公司债券发行额度（10.00亿元）的4.78倍，公司经营活动现金流入对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，考虑到公司供应链业务销售网络遍布全球，具有良好的市场形象及商业信用，在行业经验、品牌信誉、网络营销等方面具有一定的竞争优势；房地产业务依托联发集团和建发房地产快速增长，土地储备充足，支撑了房地产业务的可持续发展，未来公司供应链业务与房地产业务并举的经营格局将进一步促进公司综合竞争力持续提升，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

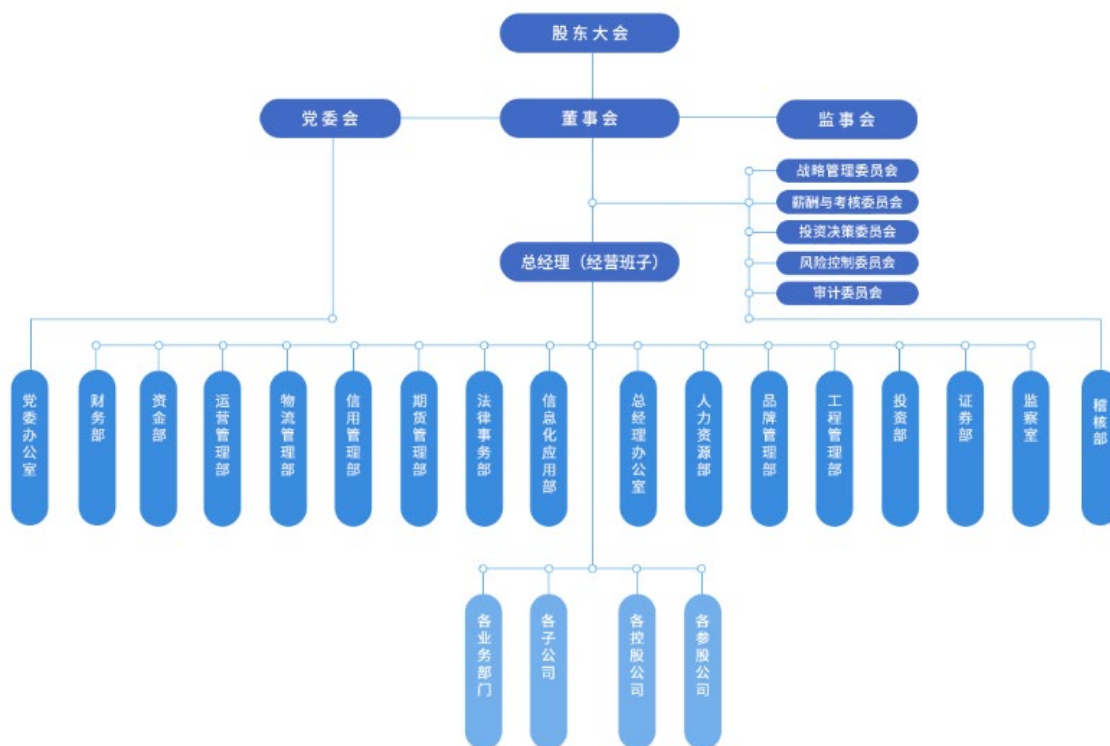
九、综合评价

公司作为以供应链运营与房地产开发为主业的上市公司，其供应链运营业务在业务规模、业务网络、运营价值链、信用与价格风险管控体系等方面具有较强竞争优势；其房地产板块品牌信誉度较好、综合开发实力较强。近年来，公司营业收入增长较快、供应链运营业务盈利能力稳定、房地产业务盈利能力较强。同时，联合评级也关注到钢铁、化工等行业产能过剩，房地产政策调整，公司三、四线城市土储面积占比较高，有息债务规模增长较快且存在一定集中偿付压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司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，公司整体竞争力有望增强，公司经营状况有望保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 厦门建发股份有限公司组织结构图



附件 2 厦门建发股份有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	1,264.96	1,754.30	2,174.54	2,624.54
所有者权益（亿元）	327.00	437.37	544.18	537.53
短期债务（亿元）	171.30	228.83	206.73	377.24
长期债务（亿元）	275.38	455.06	513.87	556.68
全部债务（亿元）	446.68	683.89	720.60	933.91
营业收入（亿元）	1,455.91	2,186.02	2,803.82	1,278.34
净利润（亿元）	39.50	48.26	76.32	18.25
EBITDA（亿元）	73.06	99.49	156.31	--
经营性净现金流（亿元）	-48.11	-185.88	47.80	-28.04
应收账款周转次数（次）	44.71	62.68	52.65	--
存货周转次数（次）	2.21	2.75	2.30	--
总资产周转次数（次）	1.29	1.45	1.43	0.53
现金收入比率（%）	113.13	109.58	110.22	133.45
总资本收益率（%）	8.48	8.11	10.27	--
总资产报酬率（%）	6.15	6.27	7.69	--
净资产收益率（%）	13.31	12.62	15.55	3.37
营业利润率（%）	6.29	5.53	6.88	4.56
费用收入比（%）	3.15	3.00	3.04	3.01
资产负债率（%）	74.15	75.06	74.98	79.52
全部债务资本化比率（%）	57.73	60.99	56.97	63.47
长期债务资本化比率（%）	45.72	50.99	48.57	50.87
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	2.28	2.14	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.15	0.22	--
流动比率（倍）	1.65	1.79	1.75	1.56
速动比率（倍）	0.71	0.75	0.52	0.52
现金短期债务比（倍）	0.73	0.84	1.18	0.82
经营现金流动负债比率（%）	-7.42	-22.13	4.32	-1.85
EBITDA/本期发债额度（倍）	7.31	9.95	15.63	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2. 2019 年半年报财务数据未经审计，相关指标未年化。3. 公司其他流动负债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. 本报告中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 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转率	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	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 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 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%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债 + 拆入资金

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 厦门建发股份有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年厦门建发股份有限公司年报公告后的两个月，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

厦门建发股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。厦门建发股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注厦门建发股份有限公司的相关状况，如发现厦门建发股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如厦门建发股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至厦门建发股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送厦门建发股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年九月二十七日