

信用评级公告

联合〔2021〕1631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及其拟发行的 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定厦门建发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，厦门建发股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年三月十一日



厦门建发股份有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券

(第二期) 信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期公司债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期公司债券发行规模: 不超过 14.30 亿元
(含 14.30 亿元)

本期公司债券期限: 基础期限 2 年, 在约定的基础期限末及每个续期的周期末, 公司有续期选择权, 每次续期的周期不超过基础期限, 在公司不行使续期选择权全额兑付时到期

偿还方式: 每年付息一次; 如有递延, 则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息

偿付顺序: 在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务

募集资金用途: 偿还公司债券

评级时间: 2021 年 3 月 11 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对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等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本期可续期公司债券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, 认为赎回和利率重置条款设置使本期可续期公司债券不赎回的可能性小。公司 EBITDA 对本期可续期公司债券保障能力强。

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。联合资信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可续期公司债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险极低, 本期可续期公司债券到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

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。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涉及品种丰富。公司供应链运营业务涉及品种包括金属材料、浆纸产品、矿产品、农

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	1		
			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：王进取

郭察理

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

- 副产品、轻纺产品、能源化工产品、机电产品以及汽车、食品等，可以有效分散下游行业波动风险。
3. 公司房地产开发业务品牌信誉度较好，综合开发实力较强，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 2019 年底，建发房地产集团有限公司和联发集团有限公司期末土地储备面积分别为 805.12 万平方米和 710.16 万平方米。截至 2020 年 9 月底，公司投资性房地产主要位于厦门、成都、上海等地，采用成本法计量，具有较大的物业升值潜力。
 4. 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。2017—2019 年，公司房地产业务收入分别为 292.55 亿元、405.79 亿元和 459.14 亿元，年均复合增长率为 25.28%。截至 2019 年底，公司预收款项为 810.96 亿元，较年初增长 65.35%，其中预收售房款 709.93 亿元。
 5. 公司 EBITDA 对本期可续期公司债券保障能力强。公司 2019 年 EBITDA 为 128.64 亿元，为本期可续期公司债券发行额度上限（20.00 亿元）的 6.43 倍。

关注

1. 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。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. 公司有息债务规模增长较快，整体债务负担持续加重。截至 2020 年 9 月底，公司全部债务 1298.82 亿元，较上年底大幅增长 34.12%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 82.76% 和 65.97%，较上年底分别增加 5.13 和 6.53 个百分点。
3. 经营活动现金流量净额波动大。受供应链业务商品采购和销售回款、房地产土地购置支出和预售款周期波动的影响，公司经营活动现金流量净额波动大。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产(亿元)	192.96	244.30	360.80	408.32
资产总额(亿元)	1752.95	2174.54	2953.99	3886.16
所有者权益(亿元)	437.37	544.18	661.04	670.12
短期债务(亿元)	228.77	206.63	349.32	463.19
长期债务(亿元)	467.66	513.87	619.09	835.63
全部债务(亿元)	683.83	720.50	968.41	1298.82
营业总收入(亿元)	2186.02	2803.82	3372.39	2643.34
利润总额(亿元)	66.17	104.93	110.55	50.50
EBITDA(亿元)	84.52	129.39	128.64	--
经营性净现金流(亿元)	-185.88	47.80	112.15	-136.96
营业利润率(%)	5.53	6.88	5.91	3.60
净资产收益率(%)	12.63	15.55	13.21	--
资产负债率(%)	75.06	74.98	77.62	82.76
全部债务资本化比率(%)	61.43	56.97	59.43	65.97
流动比率(%)	178.64	174.73	161.33	150.93
经营现金流动负债比(%)	-22.17	4.32	6.75	--
现金短期债务比(倍)	0.84	1.18	1.03	0.88
EBITDA 利息倍数(倍)	2.96	2.80	2.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.25	5.57	7.53	--
公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
资产总额(亿元)	201.51	209.45	224.38	278.26
所有者权益(亿元)	95.57	96.15	93.72	90.80
全部债务(亿元)	47.81	47.20	34.06	115.26
营业收入(亿元)	74.47	19.32	13.61	7.43
利润总额(亿元)	6.93	8.10	12.18	11.39
资产负债率(%)	52.57	54.09	58.23	67.37
全部债务资本化比率(%)	33.35	32.93	26.65	55.93
流动比率(%)	123.41	119.02	114.37	120.88
经营现金流动负债比(%)	9.19	23.64	5.32	--

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. 2020 年 1—9 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

主体评级历史：见附件

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

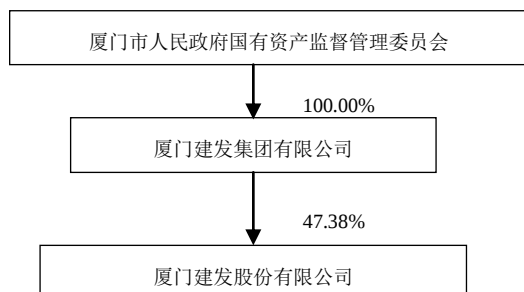
厦门建发股份有限公司

2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券 (第二期) 信用评级报告

一、主体概况

厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”或“公司”）系经厦门市人民政府厦府（1998）综034号文批准，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）独家发起，于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司。建发集团将本部与供应链运营业务相关的进出口业务部门及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司、厦门建发包装有限公司、厦门建发保税品有限公司和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入（折为国有法人股13500万股）。经中国证券监督管理委员会证监发字（1998）123号文和证监发字（1998）124号文批准，公司于1998年5月25日公开发行了人民币普通股（A股）5000万股，并于同年6月16日在上海证券交易所上市交易，股票简称“建发股份”，股票代码“600153.SH”。至此，公司总股本为18500万股，其中建发集团持有13500万股，持股比例72.97%；社会公众持有5000万股，持股比例27.03%。

图1 截至2021年2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2月24日，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。

公司经营范围为：经营各类商品和技术的进出口（不另附进出口商品目录），但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；房地产开发经营；贸易代理；其他贸易经纪与代理；谷物、豆及薯类批发；饲料批发；棉、麻批发；林业产品批发；其他农牧产品批发；酒、饮料及茶叶批发；其他预包装食品批发；第二、三类医疗器械批发；纺织品、针织品及原料批发；服装批发；鞋帽批发；煤炭及制品批发（不含危险化学品和监控化学品）；石油制品批发（不含成品油、危险化学品和监控化学品）；金属及金属矿批发（不含危险化学品和监控化学品）；其他化工产品批发（不含危险化学品和监控化学品）；其他车辆批发；汽车零配件批发；通讯及广播电视设备批发；其他机械设备及电子产品批发；其他未列明批发业（不含需经许可审批的经营项目）；第二、三类医疗器械零售；其他车辆零售；酒、饮料及茶叶零售；其他未列明零售业（不含需经许可审批的项目）；其他仓储业（不含需经许可审批的项目）；信息系统集成服务；软件开发；农产品初加工服务；其他未列明专业技术服务业（不含需经许可审批的事项）；黄金、白银的现货交易。

截至2019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；合并范围内子公司共703家，拥有在职员工18540

人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2953.99 亿元，负债合计 2292.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）661.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 308.90 亿元。2019 年，公司实现营业收入 3372.39 亿元，净利润（含少数股东损益）79.63 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 46.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 112.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 102.36 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额为 3886.16 亿元，负债合计 3216.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 670.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 323.99 亿元。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 2643.34 亿元，净利润（含少数股东损益）37.02 亿元，其中归属于母公司股东的净利润为 28.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -136.96 亿元，现金及现金等价物净增加额为 15.34 亿元。

公司注册地址：厦门市思明区环岛东路 1699 号建发国际大厦 29 层；法定代表人：郑永达。

二、本期公司债券概况

1. 本期可续期公司债券概况

公司计划发行“厦门建发股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）”（以下简称“本期可续期公司债券”），发行规模不超过人民币 14.30 亿元（含 14.30 亿元）。本期可续期公司债券债券基础期限为 2 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有续期选择权，每次续期的周期不超过基础期限。如公司行使续期选择权则债券期限延长 1 个周期，如公司不行使续期选择权则在到期时全额兑付。本期可续期公司债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期公司公开发行可续期公司

债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。基础期限的票面利率由公司与主承销商根据网下向专业投资者簿记建档的结果在预设区间范围内协商后确定，在基础期限内固定不变，其后每个续期周期重置一次，重置方式由公司与主承销商按照国家有关规定协商后确定。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。

本期可续期公司债券设置递延支付利息权，根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会〔2017〕14 号），公司将本期可续期公司债券分类为权益工具。

偿付顺序：本期可续期公司债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。

（1）续期选择权

在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权选择将本期可续期公司债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期可续期公司债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个工作日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

（2）递延利息支付选择权

本期可续期公司债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期可续期公司债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。

（3）递延支付利息的限制：

强制付息事件

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：1) 向普通股股东分红；2) 减少注册资本。

利息递延下的限制事项

若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：1) 向普通股股东分红；2) 减少注册资本。

(4) 赎回选择权

公司因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期可续期公司债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期可续期公司债券进行赎回。

公司因会计准则变更进行赎回

公司将本期可续期公司债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期可续期公司债券计入权益时，公司有权对本期可续期公司债券进行赎回。

公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期可续期公司债券。若公司不行使赎回选择权，则本期可续期公司债券将继续存续。

基于以上条款，可得出以下结论：

本期可续期公司债券如不赎回，从第 2 个周期开始，票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期可续期公司债券公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择不赎回的可能性小。

综合以上分析，本期可续期公司债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）通过对相关条款的分析，

认为赎回和利率重置条款设置使本期可续期公司债券不赎回的可能性小。

2. 本期可续期公司债券募集资金用途

本期可续期公司债券所募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债券。

本期可续期公司债券为无担保债券。

三、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。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，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。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016 - 2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90

社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

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

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要

受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75

万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 年中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目 and 刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较快速度

增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

(1) 国际贸易

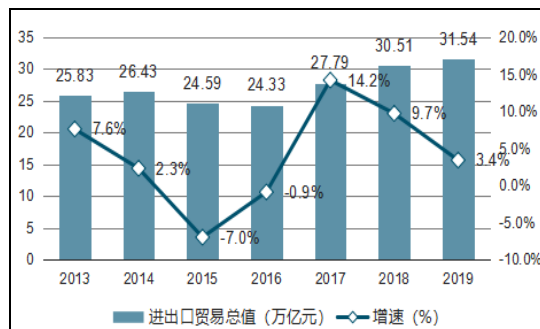
近年来，世界经济增速放缓，不稳定不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升，国内相继出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，有效降低了企业负担，虽中美贸易摩擦余温未消，但在国内完善的工业门类和制造业体系的支撑和一带一路政策的推进下，2019 年全年外贸进出口仍保持稳定增长。2020 年，面对严峻复杂的国内外形势和新冠肺炎疫情冲击，中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，2020 年全年外贸出口明显好于预期，外贸规模再创历史新高。

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，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。其中，贸易出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%；出口额增速远高于进口额增速。2019 年，中国贸易顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%，贸易顺差大幅回

升，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。

图 2 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019 年，中国对东盟进出口 4.43 万亿元，增长 14.1%；对美国进出口 3.73 万亿元，下降 10.7%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口 2.17 万亿元，增长 0.4%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%，高出整体增速 7.4 个百分点。

从外贸参与主体来看，2019 年，民营企业进出口 13.48 万亿元，增长 11.4%，占中国外贸总值的 42.7%，比 2018 年提升 3.1 个百分点。其中，出口 8.9 万亿元，增长 13%；进口 4.58 万亿元，增长 8.4%。外商投资企业进出口 12.57 万亿元，占中国外贸总值的 39.9%。国有企业进出口 5.32 万亿元，占 16.9%。民营企业首次超过外商投资企业，成为中国第一大外贸主体。

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。

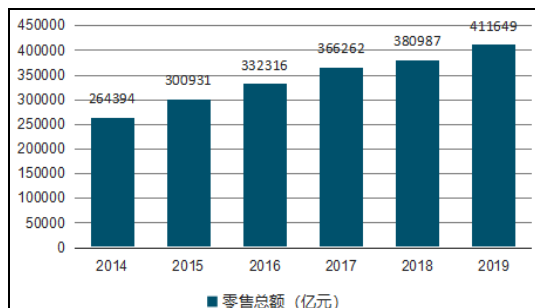
从三季度开始，外贸行业回暖，由于疫情影响，海外生产面临停滞，中国承担起了为全世界生产订单的重任，不少纺织外贸工厂出现爆单情况。随着纺织市场的爆发，整个外贸行业形势高涨，数码电子产品、皮鞋、大型机械等订单也在持续增长。特别是9月的欧美市场传统旺季，感恩节和圣诞节物资的采购带来大批订单，线上需求也不断增加。根据海关总署发布的数据，2020年，中国货物贸易进出口总值32.16万亿元人民币，比2019年增长1.9%。其中，出口17.93万亿元，增长4%；进口14.23万亿元，下降0.7%；贸易顺差3.7万亿元，增加27.4%。

（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；2020年社会消费品零售总额呈现负增长。

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年全年，社会消费品零售总额391981亿元，比上年下降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：中国产业信息网

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。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，增加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

面对纷繁复杂的国际国内形势，近年来物流行业保持总体平稳、稳中有进的运行态势，物流需求规模不断扩大，运行效率有所改善。

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。从规模总量看，2019年中国社会物流总额达到298.0万亿元，从增速看，全年社会物流总额可比增长5.9%，增速比上年回落0.5个百分点；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。从2019年变化趋势看，工业物流需求贡献率进一步趋缓，内需对物流需求增长的拉动继续增强，进口、消费相关等新动能物流需求贡献率继续提升，转型升级态势持续发展。以新产业、新业态、新模式为主要内容的新动能正在快速集聚，持续发展壮大，成为支撑物流需求结构调整的重要力量。

（4）大宗商品供应链管理服务行业

2019年，中国大宗商品价格指数呈持续增长态势，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。

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。

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，2019年以来，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。

图4 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。

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，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄，整体市场趋稳。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，景气度逐步

回升。

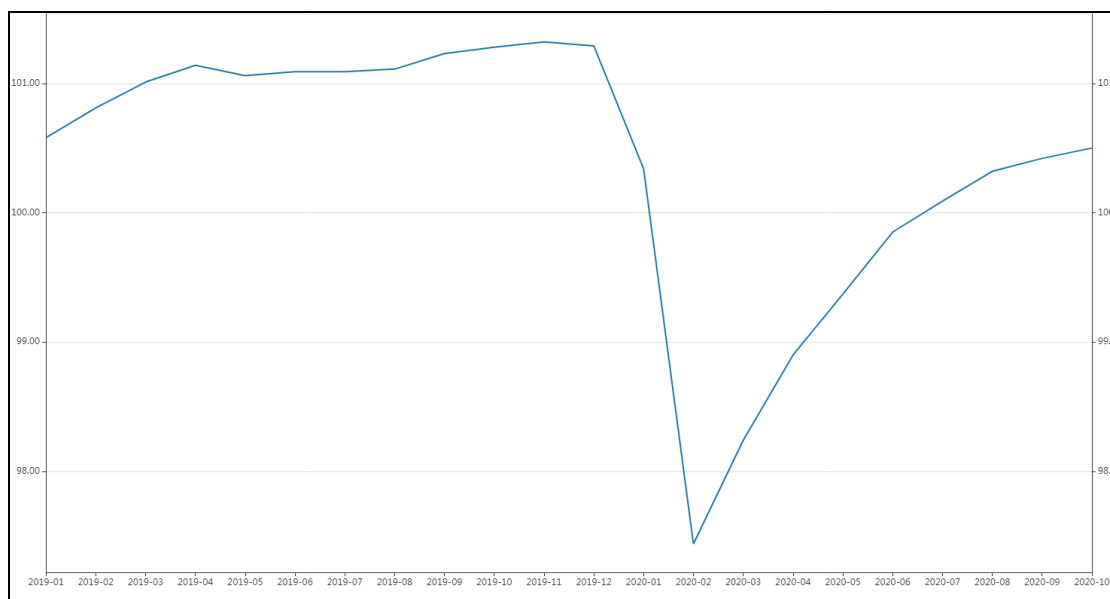
房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然2019年底政策面出现小幅宽松和边际调整，但在2020年初，“房住不炒”再次被明确，确立了稳地价、稳房价、稳预期的调控核心目标。

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的影响，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 5 2019 年—2020 年 10 月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，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。2020 年 1—9 月，全国房地产开发投资完成额 10.35 万亿元，累计同比增长 5.6%，增速较 2019 年下降 4.90 个百分点。其中，住宅开发投资完成额 7.66 万亿元，累计同比增长 6.1%。

施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿

平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较于 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。2020 年以来，受年初新冠肺炎疫情的影响，施工进度较 2019 年进一步放缓。具体来看，2020 年 1—9 月，全国房屋新开工面积 16.01 亿平方米，同比下降 3.4%，其中住宅新开工面积为 11.72 亿平方米，同比下降 4.2%。全国房屋施工面积 85.98 亿平方米，同比增长 3.1%，其中住宅施工面积 60.70 亿平方米，同比增长 4.0%。全国房屋竣工面积 4.13 亿平方米，同比下降 11.6%，其中住宅竣工面积 2.96 亿平方米，同比下降 10.5%。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面

积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线城市购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。2020 年 1—9 月，商品房销售面积 11.71 亿平方米，同比下降 1.8%；商品房销售额 11.56 万亿元，同比增长 3.7%。

3. 区域经济概况

福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，2019 年经济运行保持在合理区间，总体呈现出积极活跃的发展态势，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《2019 年厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年厦门市地区生产总值（GDP）5995.04 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 26.49 亿元，增长 0.7%；第二产业增加值 2493.99 亿元，增长 9.7%；第三产业增加值 3474.56 亿元，增长 6.6%。三次产业结构为 0.4：41.6：58.0。按常住人口计算的人均地区生产总值 142739 元，折合 20691 美

元。

工业方面，2019 年厦门市规模以上工业增加值增长 8.6%。分经济类型看，股份制企业增加值增长 13.7%，外商及港澳台商投资企业增加值增长 5.0%，其中台资企业增加值增长 9.2%；国有控股企业增加值增长 6.3%，私营企业增加值增长 15.9%。

国内贸易方面，2019 年厦门市社会消费品零售总额 1731.85 亿元，比上年增长 12.2%。按消费形态分，商品零售 1542.12 亿元，增长 12.5%；餐饮收入 189.73 亿元，增长 9.9%。对外贸易方面，全年实现外贸进出口总值 6412.89 亿元，比上年增长 6.9%，其中出口 3528.71 亿元，增长 5.7%；进口 2884.18 亿元，增长 8.3%；贸易顺差 644.53 亿元，下降 4.5%。

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。其中，福建自贸试验区国际贸易单一窗口建设走在全国前列，联通 43 个部门，服务企业 6 万多家，日单证处理破 100 万票，实现对国际贸易主要环节、主要进出境商品和主要出入境运输工具的三个全覆盖，有效压缩全省进出口货物整体通关时间，厦门口岸集装箱进出口合规成本处于全国沿海主要港口最低水平。自贸区内累计新增企业 9.4 万户、注册资本 2.1 万亿元，累计新增外资企业 4222 家，经济活力和政策便利显著，开放水平和发展动能持续提升。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 2 月 24 日，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. 企业规模及竞争力

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；房地产业务品牌美誉度较好，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“2020 中国房地产开发企业百强”第 45 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，并列“2020 中国房地产开发企业 50 强”第 37 位。

3. 人员素质

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

截至2020年9月底，公司共有董事9位（含3位独立董事），监事3位，高级管理人员6位。公司高管人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

公司董事长郑永达先生，出生于 1971 年，大学本科学历，学士学位，助理经济师；历任公司进出口六部副总经理、总经理，厦门建发包装有限公司总经理，厦门建发纸业有限公司总经理，公司总经理助理、常务副总经理、总经理等职；现任公司党委书记、董事长，建发集团党委委员等职。

公司总经理林茂先生，出生于 1968 年，大学本科学历，硕士学位，高级会计师；历任建发集团财务部副经理，公司证券部经理、董事会秘书、副总经理等职；现任公司党委委员、董事、总经理，厦门建发纸业有限公司董事长，厦门星原融资租赁有限公司董事长等职。

截至2019年底，公司共有在职员工18540人，按照教育程度划分，本科及以上学历占比 52.00%，大专学历占比 26.00%，高中及以下学历占比 22.00%；按岗位职责划分，业务人员占 65.79%，技术人员占 17.59%，财务人员占 3.16%，其他人员占 13.46%。

4. 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 2 月 20 日，公司本部无未结清的不良及关注类信贷信息记录，已结清信贷记录中有关关注类短期借款 16 笔、贴现 1 笔、银行承兑汇票 5 笔，主要系银行系统问题所致。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构较为完善，实际运行状况良好。

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

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

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

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

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

2. 管理水平

公司内部管理制度较为健全，可以满足公司的日常经营管理需要。

公司设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部、信息化

应用部等部门。截至 2019 年底，公司合并范围内各级公司共 703 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《财务管理规定》《信用管理条例》《资金管理规定》《供应链业务流程管理条例》《供应链业务运作管理条例》《贸易业务财务管理条例》《物流管理条例》《异地公司供应链业务运作管理条例》《异地公司贸易业务财务管理条例》《异地公司物流管理条例》《异地公司信用管理条例》等在内的内部控制制度。公司设立了战略管理委员会、风险控制委员会、投资决策委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等五个委员会，并分别制定了工作细则，完善了公司的治理结构。公司通过上述各项管理制度的制订，提高了公司制度化管理程度。

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。为规范公司大额合同的审批程序，并提高其时效性，公司通过设立风险控制委员会，审议金额 5000 万人民币（或等值外币）至 5000 万美元（或等值人民币）的大额合同，当合同金额超过 5000 万美元（或等值人民币），才需要提交董事会审议，以此提高决策效率。

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》，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。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019 年，公司供应链业务收入呈快速增长态势，毛利率略有下降；房地产开发业

务收入逐年增长，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。

2017—2019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、农副产品、轻纺产品、能源化工产品、机电产品以及汽车、食品等供应链服务。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。

2017—2019年，公司分别实现营业收入2186.02亿元、2803.82亿元和3372.39亿元，连续增长，年均复合增长24.21%，主要来自供应链板块的收入增长。2017—2019年，公司营业成本连续增长，年均复合增长24.13%，与营业收入增幅基本一致。2017—2019年，公司分别实现净利润48.26亿元、76.32亿元和79.63亿元，年均复合增长28.46%。

分板块来看，2017—2019年，供应链运营

业务收入规模快速增长，年均复合增长23.41%，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。2019年，供应链运营业务实现营业收入2870.44亿元，较上年增长21.64%，占营业收入的85.12%。2017—2019年，公司房地产板块收入连续增长，年均复合增长25.28%，主要系结转项目增加所致。2019年公司房地产板块实现收入459.14亿元，较上年增长13.15%，占营业收入的13.61%。公司其他业务收入占比极小，对收入规模影响很小。

毛利率方面，2017—2019年，公司供应链业务毛利率处于较低水平，且持续下降，2019年，公司供应链业务毛利率为2.61%，较上年减少0.27个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2017—2019年，公司房地产业务毛利率波动上升，2019年，公司房地产开发业务毛利率为28.69%，较上年减少6.68个百分点，主要系当期结转项目毛利率较低所致。综上，2017—2019年，公司综合毛利率波动上升，2019年，公司业务综合毛利率为6.54%，较上年减少1.35个百分点，主要受房地产业务毛利率下降影响。

2020年1—9月，公司实现营业收入2643.34亿元，较上年同期增长25.66%，其中供应链运营业务和房地产业务收入均有所增长，主要系子公司的土地一级开发业务中的“厦门2019P05”地块确认收入并结转利润所致；综合毛利率下降至3.81%，同比减少0.82个百分点。

表2 2017—2019年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年			2020年1—9月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
供应链运营业务	1884.68	86.22	3.06	2359.87	84.17	2.88	2870.44	85.12	2.61	2426.20	91.79	1.85
房地产业务	292.55	13.38	26.53	405.79	14.47	35.37	459.14	13.61	28.69	208.48	7.89	25.74
其他业务	8.78	0.40	60.49	38.16	1.36	41.36	42.81	1.27	32.31	8.67	0.33	26.44
合计	2186.02	100.00	6.43	2803.82	100.00	7.89	3372.39	100.00	6.54	2643.34	100.00	3.81

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：公司年报

2. 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，2017—2019年，公司

供应链业务收入逐年增长，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6 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，公司进口币种主要为美元，以远期国际信用证、D/P和T/T结算为主；公司进口代理业务以验货付款为主，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，2019年汇兑收益0.70亿元。

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。

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

物流集团有限公司(以下简称“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3 截至2019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	166.71	32.51	1059.66	4.88	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	29.56	4.85	169.74	0.41	钢铁供应链运营业务
建发物资	100.00	3.00	17.95	3.50	89.55	0.11	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	55.64	12.05	303.34	1.21	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	28.39	10.47	115.17	2.00	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	40.88	9.63	213.75	1.68	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

资料来源:公司提供

表4 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	2017年		2018年		2019年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
冶金原材料	1012.49	53.72	1349.01	57.16	1532.05	53.37
农林产品	387.26	20.55	482.08	20.43	578.89	20.17
其他产品	484.93	25.73	528.78	22.41	759.50	26.46
合计	1884.68	100.00	2359.87	100.00	2870.44	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

资料来源:公司提供

2017—2019年,供应链运营业务收入分别为1884.68亿元、2359.87亿元和2870.44亿元,年均复合增长23.41%。2019年,公司供应链运营业务收入较上年增长21.64%,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2.61%,较上年下降0.27个百分点,主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2019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,收入分别为1532.05亿元和578.89亿元,分别较上年增长13.57%和20.08%,占供应链业务收入的比例分别为53.37%和20.17%,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)有限公司等,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、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。2019 年公司对永丰浆纸的关联采购金额为 11.01 亿元。

2017—2019 年, 公司林产品销售量分别为 1159.76 万吨、1370.72 万吨和 1620.61 万吨, 逐年稳定增长。

(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 CARGILL INDUSTRIAL & 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。截至 2020 年 9 月底，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。在整车销售业务中，公司一律采用先收齐全款再开票发货的方式销售，同时通过与银行合作，为客户提供信用卡分期、抵押贷款等融资方式，及通过其他非银行金融机构，为客户增设多种购车融资渠道。

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

化工、机电五矿、轻工纺织和物流服务业收入规模较小，对公司供应链运营业务

影响不大。

3. 房地产开发业务

2017—2019 年，公司房地产业务销售金额和销售面积均有所增长，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 年前三季度，建发房地产实现营业收入 148.25 亿元，同比增长 138.80%，实现净利润 17.94 亿元，同比下降 10.89%；联发集团实现营业收入 97.07 亿元，同比增长 23.14%，实现净利润 6.60 亿元，同比下降 12.93%。

截至 2020 年 9 月底，公司房地产在建项目（全口径）总投资额合计 3706.75 亿元，已完成投资 2610.99 亿元，未来三年拟投资 1095.76 亿元，有一定投资压力。公司除房地产项目外无重大在建及拟建项目。

表 5 截至 2019 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	1680.33	369.72	320.73	48.03
联发集团	95.00	835.72	168.02	205.56	16.25

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。2017—2019 年，建发房地产合同销售金额和销售面积快速增长。2019 年，建发房地产合同销售金额和销售面积分别为 721.97 亿元和 404.75

万平方米，较上年分别增长 86.70%和 57.94%，主要集中在福州、漳州、厦门、龙岩、成都和泉州等区域。2017—2019 年，建发房地产权益口径新开工面积波动增长，2019 年权益口径新开工面积较上年下降 13.16%至 368.55 万平方米。受二线城市销售占比增加影响，2017—2019 年建发房地产签约销售均价呈连续增长趋势。

表 6 2017—2019 年建发房地产经营情况

类别	2017 年	2018 年	2019 年
权益口径新开工面积（万平方米）	258.78	424.41	368.55
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	142.44	114.18	183.56
合同销售金额（亿元）	199.26	386.71	721.97
合同销售面积（万平方米）	143.05	256.27	404.75
签约销售均价（万元/平方米）	1.39	1.51	1.78
账面销售金额（亿元）	169.85	167.40	239.71
账面销售面积（万平方米）	150.17	132.17	206.06
期末土地储备面积（万平方米）	712.40	758.98	805.12
权益口径新增土地投资（亿元）	291.68	207.15	341.16

注：上表中 2018—2019 年“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，2017 年“权益口径”项目的计算方式为：并表项目全额计入，非并表项目乘以股权比例再计入，2017 年“权益口径”数据未根据“2018-2019”“权益口径”项目计算方式进行追溯调整
资料来源：公司提供

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。2017—2019 年，建发房地产土地储备面积和新增土地投资规模有所增长。2019 年，建发房地产权益口径期末土地储备面积为 805.12 万平方米，新增土地投资规模 341.16 亿元，土地储备较为充足，按 2019 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 2019 年底，建发房地产在建项目主要集中于厦门、杭州、广州等地，总投资规模为（并表项目按 100%列示，且含非并表项目）1536.91 亿元，已投资规模为 1075.26 亿元，尚需投资规模较大。

(2) 联发集团

2017—2019 年，联发集团新开工面积波动下降，2019 年，联发集团新开工面积 138.79 万平方米，较上年下降 66.66%，主要系联发集团放缓开发节奏所致。2017—2019 年，联发集团合同销售金额和合同销售面积均呈波动增长趋势。2019 年，联发集团调整推盘节奏，合同销售金额和合同销售面积有所下降，签约销售面积 252.97 万平方米，对应签约销售金额为 273.04 亿元，分别较上年下降 20.27%和 21.83%，2019 年签约项目主要集中在南宁、桂林、南昌和重庆等区域。2017—2019 年，联发集团销售均价较为稳定。

表 7 2017—2019 年联发集团经营情况

类别	2017 年	2018 年	2019 年
权益口径新开工面积（万平方米）	295.03	416.27	138.79
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	99.88	176.69	177.51

合同销售金额（亿元）	258.35	349.27	273.04
合同销售面积（万平方米）	240.66	317.29	252.97
签约销售均价（万元/平方米）	1.07	1.10	1.08
账面销售金额（亿元）	111.93	157.10	166.26
账面销售面积（万平方米）	128.80	167.35	170.02
期末土地储备面积（万平方米）	854.03	796.00	710.16
权益口径新增土地投资（亿元）	146.87	117.83	144.93

注：上表中 2018—2019 年“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，2017 年“权益口径”项目的计算方式为：并表项目全额计入，非并表项目乘以股权比例再计入，2017 年“权益口径”数据未根据“2018-2019”“权益口径”项目计算方式进行追溯调整

资料来源：公司提供

土地储备方面，2017—2019 年，联发集团土地储备面积连续下降，新增土地投资规模波动下降，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 2019 年底，联发集团土地储备面积下降至 710.16 万平方米，新增土地投资规模 144.93 亿元，分布于武汉、厦门、天津等城市，按 2019 年新开工面积计算，联发集团土地储备能够满足未来 5 年左右的开发需求。截至 2019 年底联发集团在建项目主要集中于重庆、南昌等地，总投资规模为（并表项目按 100%列示，且含非并表项目）1402.76 亿元，已投资规模为 835.13 亿元，尚需投资规模较大。

4. 经营效率

2017—2019 年，公司经营效率连续下降，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。

2017—2019 年，公司应收账款周转次数分别为 62.68 次、52.65 次和 46.32 次，存货周转次数分别为 2.75 次、2.30 次和 2.03 次，总资产周转次数分别为 1.45 次、1.43 次和 1.32 次，均呈连续下降趋势。行业同类企业同比方面，由于公司房地产开发业务占比较大的原因，公司经营效率处于较低水平。

表 8 2019 年同行业公司经营效率情况对比

公司名称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
厦门国贸	6.01	62.13	2.64
厦门象屿	15.11	52.61	4.52
公司	2.04	49.20	1.32

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：联合资信根据公开资料整理

5. 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、提高盈利能力和管理水平；房地产板块的转型方针有助于提升公司抵御行业周期性波动风险的能力。

（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，2019 年已超过 2800.00 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。

八、财务分析

公司提供的 2017—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，2019 年财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司 2020 年前三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。

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，公司新纳入合并范围子公司 95 家，其中非同一控制下企业合并 4 家，新设立子公司 91 家；不再纳入合并范围子公司 15 家。2020 年 1—9 月，公司新纳入合并范围子公司 75 家，其中非同一控制下企业合并 16 家，新设立子公司 59 家；不再纳入合并范围子公司 9 家。公司合并范围变动的子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 2953.99 亿元，负债合计 2292.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）661.04 亿元，其中归属于母公司所有者权益 308.90 亿元。2019 年，公司实现营业收入 3372.39 亿元，净利润（含少数股东

损益）79.63 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 46.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 112.15 亿元，现金及现金等价物净增加额 102.36 亿元。

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额为 3886.16 亿元，负债合计 3216.04 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 670.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 323.99 亿元。2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 2643.34 亿元，净利润（含少数股东损益）37.02 亿元，其中归属于母公司股东的净利润为 28.14 亿元；经营活动产生的现金流量净额为 -136.96 亿元，现金及现金等价物净增加额为 15.34 亿元。

1. 资产质量

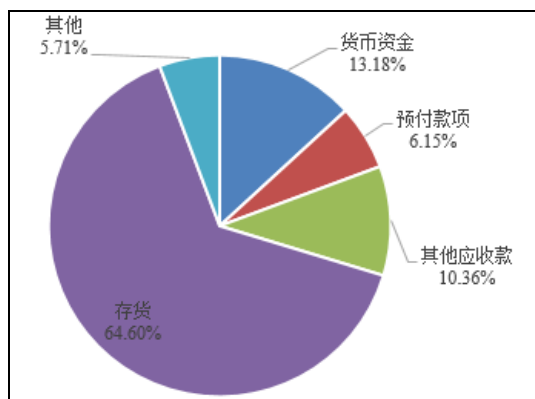
2017—2019 年，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，货币资金规模较大，存货占比较高，资产受限比例较高，大额预付款项和其他应收款对资金形成一定占用，公司资产质量一般。

2017—2019 年，公司合并资产总额持续增长，年均复合增长 29.76%。截至 2019 年底，公司合并资产总额 2953.99 亿元，较年初增长 35.84%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 90.79%，非流动资产占 9.21%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大，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

2017—2019 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 33.80%。截至 2019 年底，公司流动资产 2681.97 亿元，较年初增长 38.57%，主要系货币资金、其他应收款和存货大幅增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 13.18%）、预付款项（占 6.15%）、其他应收款（占 10.36%）和存货（占 64.60%）构成。

图7 截至2019年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司货币资金连续增长，年均复合增长46.64%。截至2019年底，公司货币资金353.49亿元，较年初增长49.16%，主要系供应链业务及房地产业务回笼资金增加所致；货币资金中，银行存款占81.38%、其他货币资金占18.62%，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62.01亿元，占货币资金总额的17.54%，受限规模较大。

2017—2019年，公司预付款项波动下降，年均复合下降5.80%，主要系供应链业务预付采购货款以及房地产业务预付土地出让金波动所致。截至2018年底，公司预付款项96.89亿元，较年初减少47.90%。截至2019年底，公司预付款项165.01亿元，较年初增长70.30%；从账龄角度来看，预付款项账龄在一年以内的占98.55%，账龄较短；从集中度看，预付款项余额前五名占16.18%，集中度一般。

2017—2019年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长37.52%。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。截至2019年底，公司其他应收款277.84亿元，较年初增长119.60%，主要系房地产业务应收合作项目往来款增加所致；累计已计提坏账准备5.22亿元，计提比例为1.84%；其他应收款期末余额前五名占41.24%，集中度较高；从账龄结构来看，

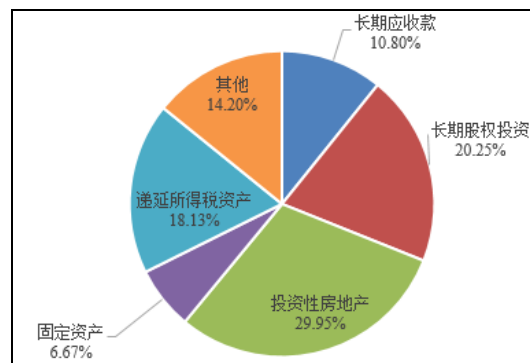
1年以内的占73.61%，1~2年的占12.98%，2~3年的占8.99%，其余为3年以上，账龄较长，有一定回收风险。

2017—2019年，公司存货连续增长，年均复合增长41.53%。截至2019年底，公司存货账面价值1732.61亿元，较年初增长27.83%，主要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87.91%，开发产品占5.52%，库存商品占6.52%；存货累计计提跌价准备10.21亿元，计提比例为0.80%。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。

（2）非流动资产

2017—2019年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长3.02%。截至2019年底，公司非流动资产272.01亿元，较年初增长13.81%，公司非流动资产主要由长期应收款（占10.80%）、长期股权投资（占20.25%）、投资性房地产（占29.95%）、固定资产（占6.67%）和递延所得税资产（占18.13%）构成。

图8 截至2019年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2017—2019年，公司长期应收款连续下降，年均复合下降33.62%。截至2019年底，公司长期应收款29.38亿元，较年初下降14.83%，主要系一级土地开发项目土地熟化出让所致。

2017—2019年，公司长期股权投资连续增长，年均复合增长39.53%。截至2019年底，公司长期股权投资55.07亿元，较年初增长75.19%，主要系房地产业务板块合作项目的投

资增加所致。2019 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益 2.98 亿元。

2017—2019 年，公司投资性房地产连续增长，年均复合增长 1.12%。截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值 81.48 亿元，较年初增长 1.44%，变化不大。公司投资性房地产主要位于厦门、成都、上海等地，采用成本法计量，具有较大的物业升值潜力。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 15.38%。截至 2018 年底，公司固定资产 18.72 亿元，较年初增长 37.42%，主要系购置房屋所致。截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 18.14 亿元，较年初下降 3.12%，主要系计提折旧所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 73.17%）、机器设备（占比 4.17%）、运输工具（占比 15.02%）、电子及办公设备（占比 6.36%）等构成；公司固定资产累计计提折旧 10.41 亿元，固定资产成新率 65.03%，成新率一般。

2017—2019 年，公司递延所得税资产连续增长，年均复合增长 33.98%。截至 2019 年底，公司递延所得税资产为 49.32 亿元，较年初增长 19.89%，主要为预收售房款及预提成本费用计税差异的可抵扣暂时性差异。

截至 2019 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 556.15 亿元，受限资产占总资产比重为 18.83%，受限比例较高；公司受限资产详情如下。

表 9 截至 2019 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	62.01	不能随时用于支付的银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等
应收款项融资	0.61	银行授信质押
存货	449.61	银行借款抵押
存货	1.52	期货交易质押
一年内到期的非流动资产	0.06	存出担保保证金
其他流动资产	0.19	存出担保保证金

债权投资	0.14	存出担保保证金
长期股权投资	11.96	银行借款质押
投资性房地产	29.08	银行借款抵押
固定资产	0.99	银行借款抵押
合计	556.15	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 9 月底，公司合并资产总额 3886.16 亿元，较上年底增长 31.56%，主要系存货增长所致。其中，流动资产占 91.87%，非流动资产占 8.13%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大；货币资金较上年底增长 14.21%主要系房地产业务销售回款增加以及融资规模增加所致；供应链和房地产业务开展致使预付款项及存货分别较上年底增长 78.82%和 40.78%。

2. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

2017—2019 年，由于利润积累，公司的所有者权益规模逐年增长，但未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。

2017—2019 年，公司所有者权益连续增长，年均复合增长 22.93%。截至 2019 年底，公司所有者权益为 661.04 亿元，较年初增长 21.48%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 46.73%，少数股东权益占比为 53.27%。归属于母公司所有者权益 308.90 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积、其他综合收益和未分配利润分别占 9.18%、8.08%、4.21%、0.16%和 78.26%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 9 月底，公司所有者权益为 670.12 亿元，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.35%，少数股东权益占比为 51.65%，权益结构较上年底变动不大。

(2) 负债

2017—2019 年，随着供应链及房地产业务

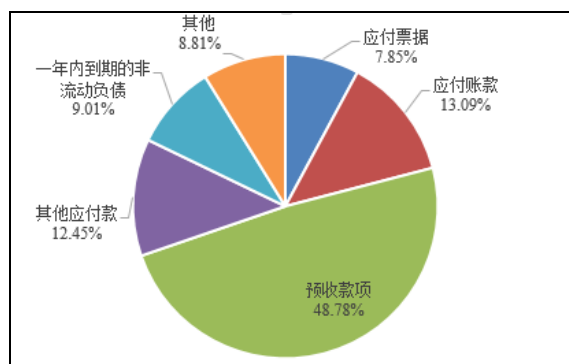
规模扩大，公司负债规模大幅增长，以流动负债为主，整体债务负担较重。截至 2020 年 9 月底，公司债务负担进一步加重，但仍属可控。

2017—2019 年，公司负债总额连续增长，年均复合增长 31.96%。截至 2019 年底，公司负债总额 2292.94 亿元，较年初增长 40.64%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 72.50%，非流动负债占 27.50%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

(1) 流动负债

2017—2019 年，公司流动负债连续增长，年均复合增长 40.69%。截至 2019 年底，公司流动负债 1662.37 亿元，较年初增长 50.07%，主要系预收款项增长所致。公司流动负债主要由应付票据(占 7.85%)、应付账款(占 13.09%)、其他应付款(占 12.45%)、预收款项(占 48.78%)和一年内到期的非流动负债(占 9.01%)构成。

图 9 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2017—2019 年，公司应付票据连续增长，年均复合增长 42.23%。截至 2019 年底，公司应付票据 130.57 亿元，较年初增长 64.17%，主要系供应链业务采购中以银行承兑汇票结算的业务增加所致；公司应付票据主要为商业承兑汇票(占 99.07%)。

2017—2019 年，公司应付账款连续增长，年均复合增长 43.85%。截至 2019 年底，公司应付账款 217.52 亿元，较年初增长 47.47%，主要系业务规模扩大，供应链应付货款及房地产应付工程款增加所致；应付账款主要由应付货款(占 33.57%)和应付开发成本款(占 64.68%)

构成。

2017—2019 年，公司预收款项连续增长，年均复合增长 55.68%。截至 2019 年底，公司预收款项 810.96 亿元，较年初增长 65.35%，主要系预收售房款增长所致；预收款项主要由售房款(占 87.54%)构成。

2017—2019 年，公司其他应付款连续增长，年均复合增长 30.17%。截至 2019 年底，公司其他应付款 206.96 亿元，较年初增长 10.27%，主要系房地产业务与合作方资金往来款增加所致。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 55.86%。截至 2019 年底，公司一年内到期的非流动负债 149.83 亿元，较年初增长 181.40%，主要系一年内到期的长期借款、应付债券和长期应付款增加所致。

(2) 非流动负债

2017—2019 年，公司非流动负债连续增长，年均复合增长 14.98%。截至 2019 年底，公司非流动负债 630.57 亿元，较年初增长 20.66%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款(占 56.71%)和应付债券(占 33.78%)构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 17.24%。截至 2019 年底，公司长期借款 357.61 亿元，较年初增长 52.10%，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 57.40%)和保证借款(占 37.36%)构成。其中，期限在 1~2 年的占 30.44%，2~3 年的占 43.32%，3 年以上的占 26.24%，期限分布较为分散。

2017—2019 年，公司应付债券连续增长，年均复合增长 12.31%，主要系公司发行公司债券所致。截至 2019 年底，公司应付债券 212.99 亿元，较年初增长 2.68%，变化不大。

2017—2019 年，公司全部债务连续增长，年均复合增长 19.00%。截至 2019 年底，公司全部债务 968.41 亿元，较年初增长 34.41%，主

要系随着业务扩大资金需求增加所致。其中，短期债务占 36.07%，长期债务占 63.93%，以长期债务为主。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 75.06%、74.98%和 77.62%，波动增长；全部债务资本化比率分别为 60.99%、56.97%和 59.43%，波动下降；长期债务资本化比率分别为 50.99%、48.57%和 48.36%，连续下降。整体看，公司债务负担较重。

截至 2020 年 9 月底，公司负债总额 3216.04 亿元，较上年底增长 40.26%，主要系合同负债增长所致。其中，流动负债占 73.55%，公司以流动负债为主；预收款项、合同负债和其他流动负债的变动主要是会计准则调整所致，同时短期融资券发行规模的增加也导致了其他流动负债的增长；其他非流动负债 100.06 亿元，较上年底增加 70.06 亿元，主要系建发房地产发行 70 亿元基础设施债权投资计划所致。

截至 2020 年 9 月底，公司全部债务较上年底快速增至 1298.82 亿元，主要系供应链及房地产业务规模扩张，融资需求增加所致。债务构成上，短期债务占比为 35.66%，长期债务占比为 64.34%，较上年底变化不大；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 82.76%、65.97%和 55.49%，较上年底分别增加 5.13 个、6.53 个和 7.13 个百分点。

截至本报告出具日，公司本部一年内到期债券共计 61 亿元，集中兑付压力尚可。

表 10 截至本报告出具日公司本部存续债券情况

证券名称	起息日	到期日期	当前余额(亿)
21 建发 SCP001	2021-01-22	2021-07-21	10
21 建发 SCP002	2021-02-08	2021-08-07	5
21 建发 SCP003	2021-02-25	2021-08-24	10
21 建发 SCP004	2021-03-08	2021-09-04	6
19 建发 01	2019-10-15	2021-10-15	10
20 建发 01	2020-01-09	2022-01-09	20
20 建发 Y1	2020-10-21	2022-10-21	20

资料来源：联合资信整理

3.盈利能力

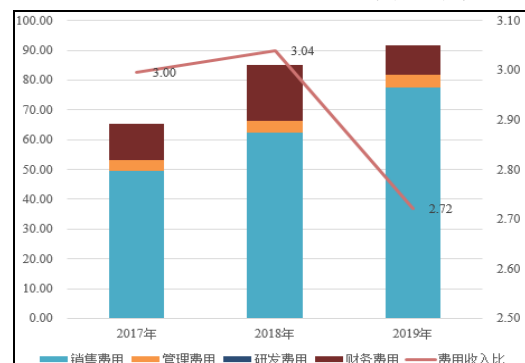
2017—2019 年，公司营业收入连续增长，费用控制能力较强，公司净利润规模逐年增长，整体盈利能力仍很强。

2017—2019 年，公司分别实现营业收入 2186.02 亿元、2803.82 亿元和 3372.39 亿元，连续增长，年均复合增长 24.21%，主要来自供应链板块的收入增长。2017—2019 年，公司营业成本连续增长，年均复合增长 24.13%，与营业收入增幅基本一致。2017—2019 年，公司分别实现净利润 48.26 亿元、76.32 亿元和 79.63 亿元，年均复合增长 28.46%。

从期间费用看，2017—2019 年，公司费用总额连续增长，年均复合增长 18.37%。2019 年，公司期间费用总额为 91.75 亿元，较上年增长 7.67%，主要系销售费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 84.59%、4.47%、0.15%和 10.80%，以销售费用为主。其中，销售费用为 77.61 亿元，较上年增长 24.24%，主要系港杂运杂费增长所致；管理费用为 4.10 亿元，较上年增长 8.04%，主要系职工薪酬增长所致；财务费用为 9.91 亿元，较上年下降 47.46%，主要系资本化利息大幅增长所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 3.00%、3.04%和 2.72%，公司费用控制能力较强。

图 10 2017—2019 年公司期间费用情况

(单位：亿元、%)



资料来源：联合资信整理

2017—2019 年，公司资产减值损失和信用减值损失合计分别为 7.65 亿元、9.24 亿元和 7.29

亿元，主要为坏账损失和存货跌价损失，分别占营业利润11.54%、8.82%和6.68%，对营业利润有一定侵蚀。2017—2019年，公司投资收益分别为18.15亿元、5.49亿元和7.08亿元，分别占营业利润27.39%、5.24%和6.49%，对营业利润有一定影响。

从盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率分别为5.53%、6.88%和5.91%，波动上升。公司总资本收益率分别为6.52%、8.01%和6.36%，波动下降。公司总资产报酬率分别为5.28%、6.32%和4.80%，波动下降。公司净资产收益率分别为12.63%、15.55%和13.21%，波动上升。2019年公司各盈利指标略有下降。与国内同行业其他上市公司比较，2019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 11 截至 2019 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	3.05	5.23	9.57
厦门象屿	3.10	4.89	8.61
建发股份	6.54	4.63	16.00

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

2020 年 1—9 月，公司实现营业收入 2643.34 亿元，较上年同期增长 25.66%，供应链业务和房地产业务收入均有所增长；销售费用 40.27 亿元，同比下降 22.19%；实现投资收益 7.40 亿元，同比增长 39.23%，主要是联发集团出售股票收益增加所致；资产减值损失规模同比增长主要是由于计提存货跌价准备增加所致；公司实现净利润 37.02 亿元，较上年同期增长 55.74%。

4. 现金流

2017—2019 年，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，公司经营活动现金流量转为净流入状态，且净流入规模大幅增长，收入实现质量高；投资活动

与筹资活动现金净额波动较大；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。

从经营活动来看，2017—2019 年，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，公司经营活动现金流入分别为 2509.61 亿元、3231.28 亿元和 4419.00 亿元，连续增长，年均复合增长 32.70%。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 2695.48 亿元、3183.48 亿元和 4306.85 亿元，连续增长，年均复合增长 26.40%。综上，2017—2019 年，公司经营活动现金净额分别为 -185.88 亿元、-47.80 亿元和 112.15 亿元，由净流出转为净流入。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 109.58%、110.22%和 117.33%，连续上升，收入实现质量高。

从投资活动来看，2017—2019 年，公司投资活动现金流入分别为 245.02 亿元、407.19 亿元和 149.27 亿元，波动下降，年均复合下降 21.95%。2018 年，公司投资活动现金流入量为 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。2019 年，公司投资活动现金流入量为 149.27 亿元，较上年下降 63.34%，主要系赎回的理财产品减少所致。2017—2019 年，公司投资活动现金流出分别为 279.02 亿元、364.59 亿元和 256.24 亿元，波动下降，年均复合下降 4.17%。综上，2017—2019 年，公司投资活动现金净额波动较大，分别为 -34.00 亿元、42.60 亿元和 -106.97 亿元。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入分别为 1012.91 亿元、816.25 亿元和 1130.10 亿元，波动增长，年均复合增长 5.63%。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出分别为 754.66 亿元、855.71 亿元和 1034.42 亿元，连续增长，年均复合增长 17.08%，主要是偿还债务支付现金增长所致。综上，2017—2019 年，公司筹资活动现金净额波动较大，分别为 258.25 亿元、-39.46 亿元和 95.68 亿元。

2020年1—9月，公司经营活动现金流量净额为-136.96亿元，为净流出状态，主要是公司房地产业务规模扩大，支付地价款和工程款金额增加；供应链业务营业规模扩大，预付款项和存货期末占用增加所致。2020年1—9月，公司投资活动现金流净额为-48.21亿元，净流出状态主要是利用闲置资金进行投资理财；筹资活动现金流量净额为199.75亿元。

5. 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，过往债务履约情况良好，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.78倍、1.75倍和1.61倍，连续下降。2017—2019年，公司速动比率分别为0.75倍、0.52倍和0.57倍，波动下降。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为0.84倍、1.18倍和1.03倍，波动上升，现金类资产对短期债务的保障程度高。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为84.52亿元、129.39亿元和128.64亿元，波动增长。2019年，公司EBITDA为128.64亿元，较上年略降0.58%。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占9.67%）和利润总额（占85.93%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为2.96倍、2.80倍和2.82倍，波动下降，EBITDA对利息的覆盖程度较高。2017—2019年，公司EBITDA全部债务比分别为0.12倍、0.18倍和0.13倍，波动上升，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

截至2020年9月底，公司（合并）对外提供担保55.53亿元，其中公司本部对参股公司厦门同顺供应链管理提供担保6.73亿元，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48.80亿元，单笔最高金额为5.88亿元，存在一定或有负债风险。

截至2020年9月底，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9.96亿元，提供的阶段性担保余额为0.13亿元。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652.58亿元，其中联发集团为237.25亿元，建发房地产为人民币415.33亿元。

截至2020年9月底，公司及子公司作为原告的未决诉讼涉案金额3.45亿元和991.75万美元。公司涉诉事项均为供应链业务合同买卖纠纷，相对公司资产规模较小，且公司已计提部分减值准备，预计不会对公司产生重大不利的影响。

截至2020年9月底，公司（合并）授信额度1876.46亿元，其中已使用授信额度880.60亿元，尚未使用的授信额度995.86亿元。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

6. 公司本部财务分析

截至2019年底，公司本部资产主要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。2019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2019年底，公司本部资产总额224.38亿元，较年初增长7.13%，主要系其他应收款增长所致。其中，流动资产138.02亿元（占61.51%），非流动资产86.37亿元（占38.49%）；从构成看，流动资产主要由货币资金（占21.29%）、其他应收款（占75.08%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占93.62%）构成。截至2019年底，公司本部货币资金为29.39亿元。

截至2019年底，公司本部负债总额130.67亿元，较年初增长15.34%。其中，流动负债120.68亿元（占92.36%），非流动负债9.99亿元（占7.64%）；从构成看，流动负债主要由其他应付款（占75.92%）、一年内到期的非流动负债（占8.11%）和其他流动负债（占8.43%）

构成,非流动负债主要由应付债券(占 99.95%)构成。截至 2019 年底,公司本部资产负债率为 58.23%,较年初上升 4.14 个百分点。

截至 2019 年底,公司本部所有者权益为 93.72 亿元,较年初下降 2.53%,主要系利润分配所致。其中,股本为 28.35 亿元(占 30.25%)、资本公积合计 26.57 亿元(占 28.35%)、未分配利润合计 26.74 亿元(占 28.53%)、盈余公积合计 12.13 亿元(占 12.95%)。公司本部所有者权益以股本和资本公积为主,权益稳定性较强。

2019 年,公司本部营业收入为 13.61 亿元,投资收益为 10.44 亿元,净利润为 11.76 亿元。

2019 年,公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 1311.84 亿元和 1305.42 亿元,经营活动现金流量净额为 6.42 亿元;投资活动现金流量净额为 8.59 亿元;筹资活动现金流量净额为-31.68 亿元。

2020 年 1—9 月,公司本部实现营业收入 7.43 亿元,确认投资净收益 10.91 亿元,确认利润总额 11.39 亿元。经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为-58.60 亿元、-3.32 亿元和 61.01 亿元,期末现金及现金余额等价物为 28.50 亿元。

九、本期可续期公司债券偿还能力分析

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,公司对本期可续期公司债券的偿还能力极强。

1. 本期可续期公司债券对公司现有债务的影响

本期可续期公司债券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,认为赎回和利率重置条款设置使本期可续期公司债券不赎回的可能性小,在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。

截至 2020 年 9 月底,公司债务总额合计 1297.39 亿元,本期拟发行债券规模为不超过 14.30 亿元,相对于目前公司债务规模,本期公司债券发债额度较小,对公司债务水平影响较小。

以 2020 年 9 月底财务数据为基础,基于“20 建发 Y1”(20.00 亿元)已发行的情况,假设本期可续期公司债券(已发行规模上限 14.30 亿元计算)发行后,在其它因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别由 82.76%、65.85%和 55.49%上升至 82.91%、66.55%和 56.49%,债务负担进一步加重。由于本期可续期公司债券募集资金用途为偿还公司债券,发行后实际债务负担变动不大。

2. 本期可续期公司债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础,公司 2019 年 EBITDA 为 128.64 亿元,为本期可续期公司债券发行额度上限(14.30 亿元)的 9.00 倍,EBITDA 对本期可续期公司债券的覆盖程度高;2019 年经营活动产生的现金流入 4419.00 亿元,为本期可续期公司债券发行额度上限的 309.02 倍,公司经营活动现金流入对本期可续期公司债券覆盖程度很高。

十、结论

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,房地产政策调整,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不利影响。

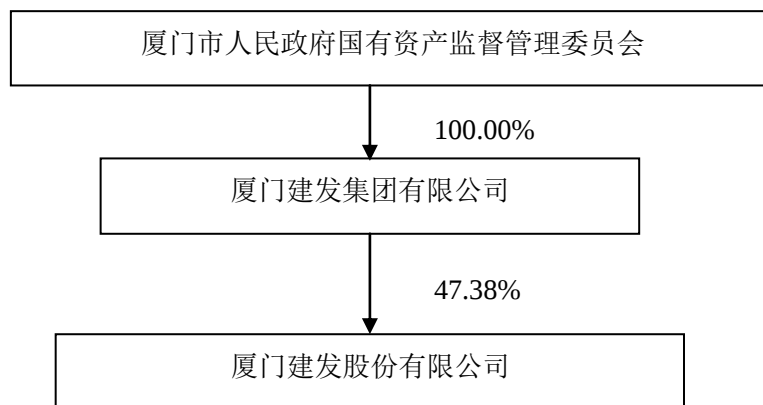
公司 EBITDA 对本期可续期公司债券保障能力强。

本期债券基础期限为 2 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有续期选择权，每次续期的周期不超过基础期限。如公司行使续期选择权则债券期限延长 1 个周期，如公司不行使续期选择权则在到期时全额兑付。

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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

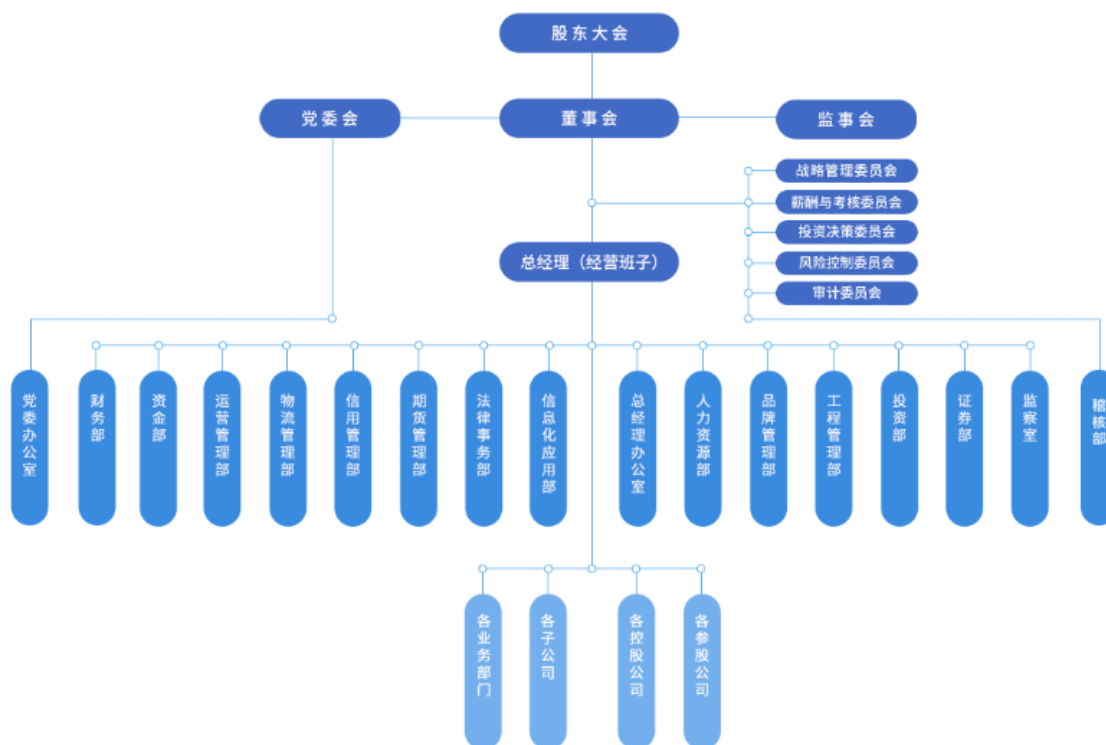
基于对公司主体长期信用以及本期可续期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期可续期公司债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2021 年 2 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	192.96	244.30	360.80	408.32
资产总额(亿元)	1752.95	2174.54	2953.99	3886.16
所有者权益(亿元)	437.37	544.18	661.04	670.12
短期债务(亿元)	228.77	206.63	349.32	463.19
长期债务(亿元)	455.06	513.87	619.09	835.63
全部债务(亿元)	683.83	720.50	968.41	1298.82
营业总收入(亿元)	2186.02	2803.82	3372.39	2643.34
利润总额(亿元)	66.17	104.93	110.55	50.50
EBITDA(亿元)	84.52	129.39	128.64	--
经营性净现金流(亿元)	-185.88	47.80	112.15	-136.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	41.88	42.14	46.97	--
存货周转次数(次)	2.75	2.30	2.03	--
总资产周转次数(次)	1.45	1.43	1.32	--
现金收入比(%)	109.58	110.22	117.33	135.50
营业利润率(%)	5.53	6.88	5.91	3.60
总资本收益率(%)	5.45	7.56	5.65	--
净资产收益率(%)	11.03	14.02	12.05	--
长期债务资本化比率(%)	51.67	48.57	48.36	55.49
全部债务资本化比率(%)	61.43	56.97	59.43	65.97
资产负债率(%)	75.06	74.98	77.62	82.76
流动比率(%)	178.64	174.73	161.33	150.93
速动比率(%)	75.49	52.37	57.11	47.81
经营现金流动负债比(%)	-22.17	4.32	6.75	--
现金短期债务比(倍)	0.84	1.18	1.03	0.88
EBITDA 利息倍数(倍)	2.96	2.80	2.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.25	5.57	7.53	--

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. 2020 年三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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	24.83	46.30	32.02	43.33
资产总额(亿元)	201.51	209.45	224.38	278.26
所有者权益(亿元)	95.57	96.15	93.72	90.80
短期债务(亿元)	37.84	37.22	24.07	85.29
长期债务(亿元)	9.97	9.98	9.98	29.96
全部债务(亿元)	47.81	47.20	34.06	115.26
营业收入(亿元)	74.47	19.32	13.61	7.43
利润总额(亿元)	6.93	8.10	12.18	11.39
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	8.72	24.42	6.42	-58.60
财务指标				
销售债权周转次数(次)	13.62	7.51	8.98	--
存货周转次数(次)	13.50	9.31	18.14	--
总资产周转次数(次)	0.36	0.09	0.06	--
现金收入比(%)	98.11	82.37	96.82	128.07
营业利润率(%)	6.71	23.66	28.09	38.32
总资本收益率(%)	6.65	7.47	9.87	--
净资产收益率(%)	7.20	8.31	12.55	--
长期债务资本化比率(%)	9.45	9.41	9.63	24.81
全部债务资本化比率(%)	33.35	32.93	26.65	55.93
资产负债率(%)	52.57	54.09	58.23	67.37
流动比率(%)	123.41	119.02	114.37	120.88
速动比率(%)	120.74	118.43	113.98	120.88
经营现金流动负债比(%)	9.19	23.64	5.32	--
现金短期债务比(倍)	0.66	1.25	1.34	0.51
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/

注：2020 年 1-9 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 主体评级历史

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2021/01/15	郭察理 王 晴	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读全文
AAA	稳定	2014/05/21	王 毓 景 雪	贸易行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2012/05/21	刘献荣 王妮娜	企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文
AA ⁻	稳定	2008/6/24	谢凌艳 张 成	债券资信评级方法（2003 年）	阅读全文
A ⁺	正面	2007/10/31	石雨欣 张志军	债券资信评级方法（2003 年）	阅读全文
A ⁺	稳定	2007/4/23	石雨欣 张志军	债券资信评级方法（2003 年）	阅读全文

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

附件 4 同行业企业对比数据

发行人	厦门象屿集团有限公司	厦门国贸控股集团有限公司	厦门国贸集团股份有限公司	厦门建发股份有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AAA	AAA
企业性质	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业	地方国有企业
经营数据时点	2019 年			
风险敞口（倍）	0.20	0.20	0.23	0.58
资产减值损失率（倍）	0.11	0.21	0.12	0.20
净营业周期（天）	42.52	47.51	59.26	162.83
财务数据时点	2019 年			
资产总额（亿元）	1393.67	1020.90	894.73	2953.99
所有者权益（亿元）	435.55	327.93	274.92	661.04
营业收入（亿元）	2841.82	2956.13	2180.47	3372.39
利润总额（亿元）	34.66	32.99	33.73	110.55
经营活动现金流净额（亿元）	33.52	-89.25	-35.78	112.15
资产负债率（%）	68.75	67.88	69.27	77.62

注：风险敞口 = (应收账款 + 应收票据 + 存货 + 预付款项 + 其他应收款) / 营业总收入；资产减值损失率 = 资产减值损失 / 营业总收入；净营业周期 = 应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 5 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

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 6-1 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 6-2 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 6-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 厦门建发股份有限公司 2021 年面向专业投资者 公开发行可续期公司债券（第二期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信评估股份有限公司（联合资信）对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（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资信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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信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，联合资信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，联合资信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。

联合资信对本次（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。