

# 信用等级公告

联合〔2020〕2990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 2020 年永续期公司债券（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 2020 年永续期公司债券（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： 何

二〇二〇年九月十八日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 年可续期公司债券（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：不超过 20 亿元（含 20 亿元）

本期债券期限：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，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期

还本付息方式：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

评级时间：2020 年 9 月 18 日

主要财务数据：

| 项目               | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年 6 月 |
|------------------|----------|----------|----------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 1,754.30 | 2,174.54 | 2,953.99 | 3,572.01   |
| 所有者权益（亿元）        | 437.47   | 544.18   | 661.04   | 662.43     |
| 长期债务（亿元）         | 455.06   | 513.87   | 619.09   | 794.42     |
| 全部债务（亿元）         | 683.83   | 720.50   | 968.41   | 1,277.39   |
| 营业收入（亿元）         | 2,186.02 | 2,803.82 | 3,372.39 | 1,575.44   |
| 净利润（亿元）          | 48.26    | 76.32    | 79.63    | 31.73      |
| EBITDA（亿元）       | 84.52    | 129.39   | 128.64   | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | -185.88  | 47.80    | 112.15   | -229.07    |
| 营业利润率（%）         | 5.53     | 6.88     | 5.91     | 4.35       |
| 净资产收益率（%）        | 12.63    | 15.55    | 13.21    | 4.79       |
| 资产负债率（%）         | 75.06    | 74.98    | 77.62    | 81.45      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 60.99    | 56.97    | 59.43    | 65.85      |
| 流动比率（倍）          | 1.78     | 1.75     | 1.61     | 1.56       |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.12     | 0.18     | 0.13     | --         |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.96     | 2.80     | 2.82     | --         |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 4.23     | 6.47     | 6.43     | --         |

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. 2020 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、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. 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。

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，具备强大的资源整合能力。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 年末，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 6 月末，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 年末，公司预收款项 810.96 亿元，较年初增长 65.35%，其中预收售房款 709.93 亿元。

#### 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 6 月末，公司全部债务 1,277.39 亿元，较年初增长 31.91%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 81.45%和 65.85%，较年初分别上升了 3.83 个百分点和 6.42 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。

#### 分析师

王进取 登记编号（R0040218020003）

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85171281

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 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。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

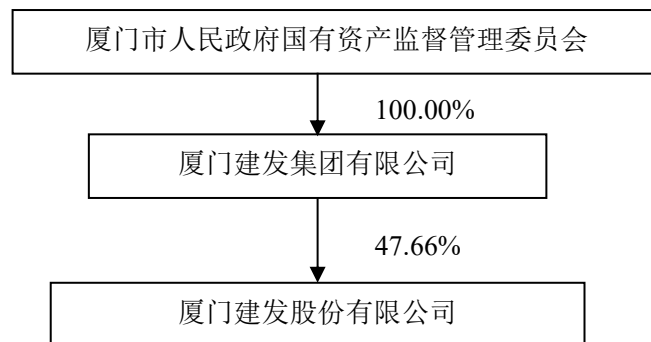


## 一、主体概况

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2020年6月末，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47.66%，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，为公司最终实际控制人。

图1 截至2020年6月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

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年末，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、投资部等部门（详见附件1）；合并范围内子公司共703家，拥有在职

员工 18,540 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,953.99 亿元，负债合计 2,292.94 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 3,372.39 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 6 月末，公司合并资产总额 3,572.01 亿元，负债合计 2,909.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）662.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益 319.63 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 1,575.44 亿元，净利润（含少数股东损益）31.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 22.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-229.07 亿元，现金及现金等价物净增加额-74.99 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、本期可续期债券概况及募集资金用途

### 1. 本期可续期公司债券概况

本期可续期公司债券名称为“厦门建发股份有限公司公开发行 2020 年可续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过人民币 20 亿元（含 20 亿元）。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，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券票面金额为 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。

本期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）和《永续债相关会计处理的规定》（财会〔2019〕2 号），公司将本期债券分类为权益工具。

偿付顺序：本期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

本期债券基础期限为 2 年，以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

#### （2）递延支付利息权

本期债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本次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次发行条款已经递延的所有利息及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。上述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

#### （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，公司有权对本期债券进行赎回。

##### 公司因会计准则变更进行赎回

公司将本期债券计入权益。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债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

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债券。若公司不行使赎回选择权，则本期债券将继续存续。

本期债券为无担保债券。

#### 2. 本期可续期公司债券募集资金使用用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金。

### 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

近年来，我国大宗商品价格指数整体呈持续增长态势，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。

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发展，供应链管理服务行业开始迅速成长。目前，我国供应链管理服务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。供应链管理服务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年末达历史低位。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2015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年中旬和2018年下半年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。但受新冠肺炎疫情影响，原油市场大幅波动且全球经济大幅萎缩，2020年一季度我国大宗商品价格指数降幅明显，由于国内疫情得到有效控制，二季度起我国大宗商品价格指数恢复上扬趋势。

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。

## （2）行业政策

我国尚未专门针对供应链管理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。

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。

2019年11月19日，中共中央、国务院提出《关于推进贸易高质量发展的指导意见》，指出要从加快创新驱动、优化贸易结构、促进均衡协调、培育新业态、建设平台体系和健全保障体系等方面推进贸易高质量发展。《关于推进贸易高质量发展的指导意见》提出到2022年，贸易结构更加优化，贸易效益显著提升，贸易实力进一步增强，建立贸易高质量发展的指标、政策、统计、绩效评价体系。

## （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

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。

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，实现经济提质增效。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。

## 2. 房地产行业

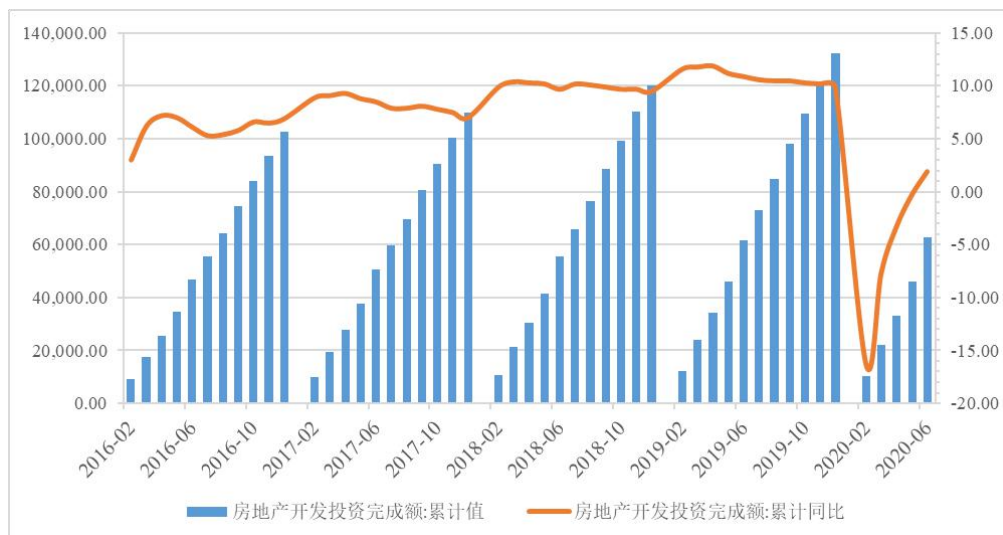
### (1) 行业概况

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，房地产投资增速在 2017 年后均保持高位，但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。受新冠疫情影响，2020 年一季度，房地产开发投资首次出现负增长；随着陆续复工，于上半年恢复正增长。

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。经过二十几年的发展，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。

从近年房地产业发展趋势来看，2017 年，我国房地产开发投资 109,798.53 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控政策影响，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 个月回落 0.20 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增长下继续维持高位。2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020 年 1—3 月，全国房地产开发投资累计完成 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，在新冠疫情影响下首次出现负增长；随着 3 月以来陆续复工，投资情况明显好转，2020 年 1—6 月，全国房地产开发投资累计完成额同比增长 1.90%，累计增速于年内首次转正。

图 3 2016—2019 年及 2020 年 1—6 月全国房地产开发投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

### (2) 市场供需

近三年，随着土地供应量增加及调控政策影响，土地出让金总额持续走高，但成交土地溢价率有所回落，房地产开发企业拿地趋于理性；2020 年 1—6 月，受疫情影响，土地市场先抑

### 后扬，房企拿地更加聚焦一二线城市。

土地是房地产开发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、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业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。

根据中指数据统计的全国 300 城市土地市场数据，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，带动土地成交面积及土地出让金总额上扬，整体溢价率下滑明显。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，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与上年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较上年明显收窄，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%；但整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产开发企业拿地趋于理性。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，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于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，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长 28% 和 18%，溢价率较上年同期增加 1 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

2020 年 1—6 月，全国 300 个城市土地供应同比微增，成交面积小幅下降，各线城市楼面均价上扬带动整体楼面均价同比增长 16%，进而土地出让金总额收涨一成，土地溢价率继续走低。受疫情影响，全国土地市场上半年先抑后扬，3 月后土地市场热度较高，房企拿地更加聚焦一二线城市。分城市看，一线城市在北京、上海和广州优质地块出让带动下，土地市场主要指标除溢价率小幅下降外均同比增长，其中土地出让金同比大幅增长 57%；二线城市土地供求同比较稳定，但溢价率同比下滑 4 个百分点；三四线城市供应同比基本不变，但成交面积下降 11%，成交均价同比走高，上涨 18%。

**2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。2020 年 1—6 月，房企在销售下滑和融资环境不放松双重影响下，资金压力仍较大。**

2016 年为去库存，信贷政策相对宽松，但随着去库存取得进展及部分城市房价上涨严重，调控政策相继出台，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。2017 年，房地产开发企业到位资金 156,052.62 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 25,241.76 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 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 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%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；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。

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。2019年4月开始，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，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019年5月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.60%，增速较上年提高1.20个百分点。其中国内贷款资金同比增长5.10%，自2019年8月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长10.70%和15.10%，增速较前11月有所回升。

2020年3月3日，央行会同财政部、银保监会召开电视电话会，再次强调：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性；4月17日的中央政治局会议也重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。预计2020年房企融资环境很难出现大幅松动。2020年1—6月，房地产开发企业到位资金83,344.37亿元，同比下降1.90%，主要系受疫情影响，销售下滑，定金及预收款下降所致；在融资环境不放松及受疫情影响销售下滑双重影响下，房企面临较大的资金压力，但随着销售逐步回暖，房企到位资金将有所改善。

**2017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，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。2020年1—6月，房地产销售受新冠疫情影响降幅明显，但复工以来销售逐步回归正常。**

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,407.82万平方米，同比增长7.70%，增速较上年大幅下降；但不同城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场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781,483.73万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486.41万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923.00万平方米，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，房地产销售面积及销售金额同比增速处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速较上年下滑6.40个百分点；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较上年下滑1.50个百分点。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年末减少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 年末增速为-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，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，增速较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

2020 年初新冠疫情引发的售楼处关闭、建筑工地停工、限制人口流动等较严格的防控措施对房地产的开工建设及销售造成较大影响。2020 年 1—3 月，全国商品房销售面积同比下降 26.30%、销售金额同比下降 24.70%，下降幅度为近二十年来新高，但好的一面是 3 月以来的逐步复工，销售面积累计增速快速回升，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点。随着疫情得到控制，前期积压的购房需求逐步释放以及房企的大力推盘，至 5 月，楼市已现强劲复苏，5 月单月销售面积同比增长 9.66%，基本回归至常态水平。2020 年 1—6 月，全国商品房销售面积同比下降 8.40%、销售金额同比下降 5.40%，下降幅度进一步缩窄。

**2017 年和 2018 年，一二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。2020 年 6 月，一线和三线城市价格有所抬升，二线城市价格小幅调整。**

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 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数增速同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数增速同比收窄 4.11 个百分点。

2020 年 6 月，百城住宅价格指数上涨 3.16%，增幅较上年同期下降 0.71 个百分点，保持收窄趋势。其中一线城市住宅价格指数上涨幅度较上年末提升 0.88 个百分点，三线城市住宅价格指数同比有所反弹，二线城市继续小幅向下调整。

### （3）行业竞争

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。

2017年，房地产市场集中度继续提高，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为24.16%和32.46%，分别较上年提高5.44和7.23个百分点；前10名和前20名房地产开发企业销售面积分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高2.84和3.82个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为26.89%和38.32%；前10名和前20名房地产开发企业销售面积占比分别为19.08%和25.74%，集中度继续提升。2019年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比均较2018年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。据CRIC统计的2019年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入5,000亿元，其中碧桂园销售额超过7,000亿元；保利发展、绿地控股、中海地产迈入3,000亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入2,000亿元阵营，另有19家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

#### （4）行业政策

**2017年以来，政府继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。**

2016年下半年以来，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。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

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”。2017年12月，中央经济工作会议指出“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”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

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”。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”。临近 2018 年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

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”。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 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；2019 年 12 月，中央经济工作会议继续重申“房住不炒”基调。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。

2020 年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020 年 2 月 16 日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020 年 2 月 21 日，人民银行召开 2020 年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020 年 5 月，两会《政府工作报告》中再提“房住不炒”及“因城施策”。同时，为了解决用地问题，国务院于 2020 年 3 月 12 日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，为减少疫情对地产影响，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。2020 年 7 月上旬，杭州、东莞及宁波相继出台政策加强楼市调控；2020 年 7 月 15 日，深圳市住建局出台《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，涉及调整商品住房限购年限、完善差别化住房信贷等调控措施，深圳楼市政策收紧。

#### （5）行业关注

**房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且 2020 年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大**

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，房地产开发企业融资环境明显改善，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，对房地产开发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开发企业存续债务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。此外，2020 年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

#### 房地产调控政策短期内不会退出

2019 年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地

产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

#### 行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，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。

##### 房地产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。

##### 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。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

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，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。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、能源产品、化工产品、机电产品以及汽车、食品、酒类等。公司的供应链服务能够为客户和合作伙伴挖掘供应链运营链条上潜在的增值机会，降低运营风险，优化业务成本，提升运营效率。

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 2,000 个合作仓库。公司拥有健全的业务网络和丰富的物流资源、雄厚的资金实力和高素质的专业人才队伍，能够有机整合商品、市场、物流、金融和信息资源，为客户定制个性化的供应链服务产品，挖掘供应链运营环节潜在的增值机会。同时，公司拥有完备的风控体系和健全的决策机制，能够保障公司供应链业务的安全性。

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

公司房地产业务由其下属控股子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，注册资本 21.00 亿元，持股比例 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，并位列“2020 中国房地产开发企业 50 强”第 37 位。

## 2. 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6月末，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9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年末，公司共有在职员工18,540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%。

## 3. 股东实力

**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。**

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。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2020年6月末，建发集团注册资本67.50亿元，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。

## 五、公司管理

### 1. 公司治理

**公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。**

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》，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。

### 2. 管理体制

**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、投资部等部门。截至 2019 年末，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 5,000 万人民币（或等值外币）至 5,000 万美元（或等值人民币）的大额合同，当合同金额超过 5,000 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。

## 六、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。

2017—2019年，公司分别实现营业收入2,186.02亿元、2,803.82亿元和3,372.39亿元，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2,870.44亿元，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。

表1 2017—2019年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

| 项目      | 2017年    |        |       | 2018年    |        |       | 2019年    |        |       |
|---------|----------|--------|-------|----------|--------|-------|----------|--------|-------|
|         | 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 | 1,884.68 | 86.22  | 3.06  | 2,359.87 | 84.17  | 2.88  | 2,870.44 | 85.12  | 2.61  |
| 房地产开发业务 | 292.55   | 13.38  | 26.53 | 405.79   | 14.47  | 35.37 | 459.14   | 13.61  | 28.69 |
| 其他业务    | 8.78     | 0.40   | 60.49 | 38.16    | 1.36   | 41.36 | 42.81    | 1.27   | 32.31 |
| 合计      | 2,186.02 | 100.00 | 6.43  | 2,803.82 | 100.00 | 7.89  | 3,372.39 | 100.00 | 6.54  |

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

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。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%，较上年下降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%，较上年下降1.35个百分点，主要受房地产业务毛利率下降影响。

2020年1—6月，公司实现营业收入1,575.44亿元，较上年同期增长23.24%，供应链业务

和房地产业务收入均有所增长；实现净利润 31.73 亿元，较上年同期增长 73.87%，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。

## 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4 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分为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、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

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2 截至2019年末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 | 1,059.66 | 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

2017—2019年，供应链运营业务收入分别为1,884.68亿元、2,359.87亿元和2,870.44亿元，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1,532.05亿元和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。

表3 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 | 1,012.49 | 53.72 | 1,349.01 | 57.16 | 1,532.05 | 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         |
| <b>合计</b> | <b>1,884.68</b> | <b>100.00</b> | <b>2,359.87</b> | <b>100.00</b> | <b>2,870.44</b> | <b>100.00</b> |

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

### （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、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 1,159.76 万吨、1,370.72 万吨和 1,620.61 万吨，逐年稳定增长。

#### （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 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

汽车板块运营主体建发汽车是福建地区最大的品牌汽车经销商。截至 2019 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、抵押贷款等融资方式，及通过其他非银行金融机构，为客户增设多种购车融资渠道。

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

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

### 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。

表 4 截至 2019 年末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 | 1,680.33 | 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，建发房地产签约销售金额和销售面积快速增长。2019 年，建发房地产签约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 5 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连续增长。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 年末，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）1,536.91 亿元，已投资规模为 1,075.26 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，联发集团签约销售金额和签约销售面积均呈波动增长趋势。2019 年，联发集团调整推盘节奏，签约销售金额和签约销售面积有所下降，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 6 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 年末，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 年末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）1,402.76 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 7 截至 2019 年末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 | 6.01        | 62.13        | 2.64        |
| 厦门象屿 | 15.11       | 52.61        | 4.52        |
| 建发股份 | <b>2.04</b> | <b>49.20</b> | <b>1.32</b> |

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

## 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、中美贸易战和新冠疫情影响等因素的影响，大宗商品存在一定的价格波动风险，对公司收入和毛利率造成较大影响。

### （2）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。

### （3）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。联发集团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

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 2,800.00 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。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

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 年半年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。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 年末，公司合并资产总额 2,953.99 亿元，负债合计 2,292.94 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 3,372.39 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 6 月末，公司合并资产总额 3,572.01 亿元，负债合计 2,909.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）662.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益 319.63 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 1,575.44 亿元，净利润（含少数股东损益）31.73 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 22.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额-229.07 亿元，现金及现金等价物净增加额-74.99 亿元。

### 2. 资产质量

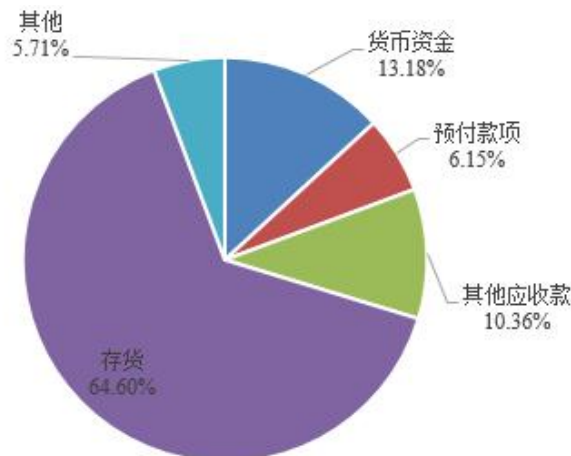
2017—2019 年，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，货币资金规模较大，存货占比较高，资产受限比例较高，大额预付款项和其他应收款对资金形成一定占用，公司资产质量一般。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 29.76%。截至 2019 年末，公司合并资产总额 2,953.99 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，公司流动资产连续增长，年均复合增长 33.80%。截至 2019 年末，公司流动资产 2,681.97 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 5 截至 2019 年末公司流动资产构成



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 年末，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 年末，公司预付款项 96.89 亿元，较年初减少 47.90%。截至 2019 年末，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。

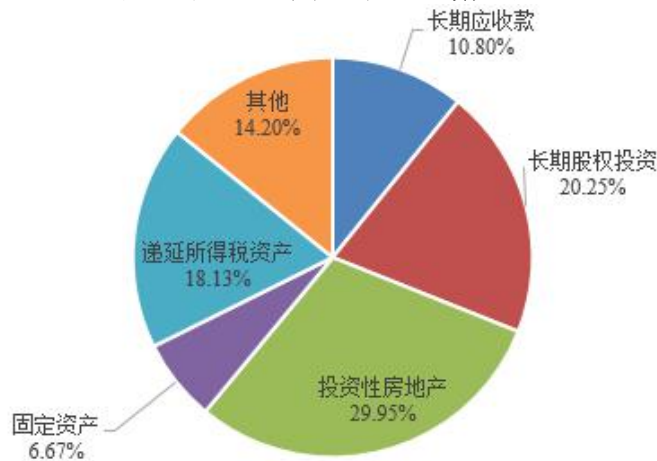
2017—2019 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 37.52%。截至 2018 年末，公司其他应收款 126.52 亿元，较年初减少 13.88%，主要系应付往来款减少所致。截至 2019 年末，公司其他应收款 277.84 亿元，较年初增长 119.60%，主要系房地产业务应收合作项目往来款增加所致；累计已计提坏账准备 5.22 亿元，计提比例为 1.84%；其他应收款期末余额前五名占 41.24%，集中度较高；从账龄结构来看，1 年以内的占 73.61%，1~2 年的占 12.98%，2~3 年的占 8.99%，其余为 3 年以上，账龄较长，有一定回收风险。

2017—2019 年，公司存货连续增长，年均复合增长 41.53%。截至 2019 年末，公司存货账面价值 1,732.61 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 年末，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 6 截至 2019 年末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 年末，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，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 39.53%。截至 2019 年末，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，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 1.12%。截至 2019 年末，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。公司投资性房地产按成本法计量，具有一定升值空间。

2017—2019 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 15.38%。截至 2018 年末，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 年末，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持续增长，年均复合增长 33.98%。截至 2019 年末，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 年末，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 8 截至 2019 年末公司受限资产情况（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 6 月末，公司合并资产总额 3,572.01 亿元，较年初增长 20.92%，主要系存货增长所致。其中，流动资产占 92.02%，非流动资产占 7.98%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

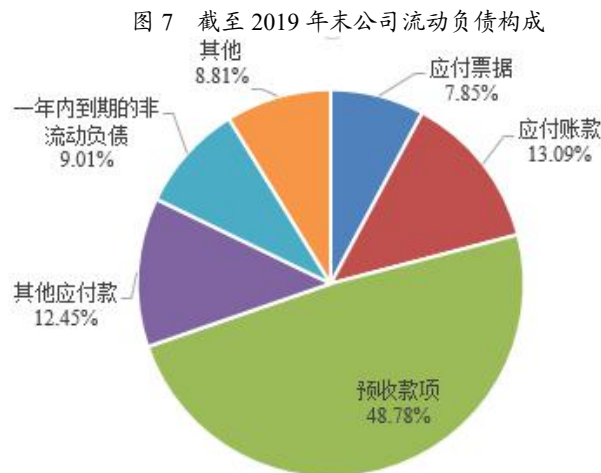
### 3. 负债及所有者权益

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 6 月末，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 年末，公司负债总额 2,292.94 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 年末，公司流动负债 1,662.37 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。



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 年末，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 年末，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 年末，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 年末，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 年末，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 年末，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。

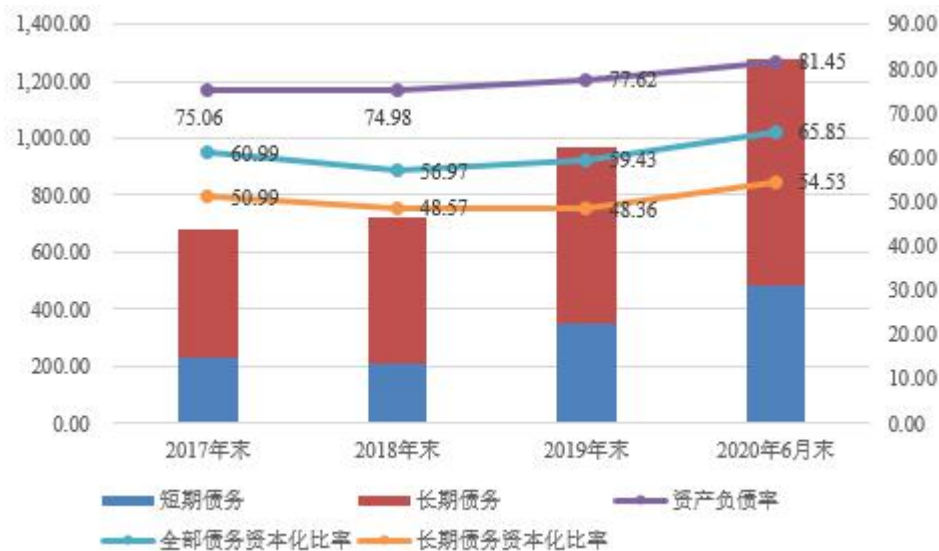
2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 17.24%。截至 2019 年末，公司长期借款 357.61 亿元，较年初增长 52.10%，主要系随业务扩张资金需求增加所致；长期借款主要由抵押借款（占 57.40%）和保证借款（占 37.36%）构成。其中，期限在 1~2 年的占 30.44%，2~3 年的占 43.32%，3 年以上的占 26.24%，期限分布较为分散。

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 年末，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 年末，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 6 月末，公司负债总额 2,909.58 亿元，较年初增长 26.89%，主要系合同负债增长所致。其中，流动负债占 72.21%，非流动负债占 27.79%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 6 月末，公司全部债务为 1,277.39 亿元，较年初增长 31.91%，其中，短期债务为 482.97 亿元（占 37.81%），长期债务为 794.42 亿元（占 62.19%），较年初增长 28.32%。截至 2020 年 6 月末，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 81.45%、65.85%和 54.53%，较年初分别上升 3.83 个百分点、6.42 个百分点和 6.17 个百分点，债务负担进一步加重。

图 8 近年来公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合评级整理

### （3）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 年末，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 6 月末，公司所有者权益为 662.43 亿元，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.25%，少数股东权益占比为 51.75%，权益结构较年初变动不大。

### 4. 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 2,186.02 亿元、2,803.82 亿元和 3,372.39 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9 2017—2019年公司期间费用情况（单位：亿元、%）



资料来源：联合评级整理

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。公司总资产收益率分别为6.52%、8.01%和6.36%，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9 截至2019年末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         |
| <b>建发股份</b> | <b>6.54</b> | <b>4.63</b> | <b>16.00</b> |

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

2020年1—6月，公司实现营业收入1,575.44亿元，较上年同期增长23.24%，供应链业务和房地产业务收入均有所增长；实现净利润31.73亿元，较上年同期增长73.87%，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。

## 5. 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 2,509.61 亿元、3,231.28 亿元和 4,419.00 亿元，持续增长，年均复合增长 32.70%。2017—2019 年，公司经营活动现金流出分别为 2,695.48 亿元、3,183.48 亿元和 4,306.85 亿元，持续增长，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 1,012.91 亿元、816.25 亿元和 1,130.10 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 1,034.42 亿元，持续增长，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—6 月，公司经营活动现金流量净额为-229.07 亿元，投资活动现金流净额为-104.56 亿元，筹资活动现金流量净额为 258.54 亿元。

## 6. 偿债能力

公司作为国有上市公司，融资渠道通畅，未使用授信额度很大，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 6 月末，公司对关联方提供担保余额合计 38.20 亿元，担保比率为 5.78%。被担保方主要为合作房地产项目公司。截至 2020 年 6 月末，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 9.23 亿元，提供的阶段性担保余额为 0.68 亿元。此外，公司

为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保 657.56 亿元，公司或有负债风险可控。

截至 2020 年 6 月末，公司及子公司作为原告的未决诉讼涉案金额 3.45 亿元。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 6 月末，公司及其下属子公司获得金融机构授信总额为 1,812.27 亿元，尚未使用的授信额度为 940.07 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 2020 年 8 月 14 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 22 笔关注类记录，主要系银行系统问题所致。

#### 7. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，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 年末，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 年末，公司本部货币资金为 29.39 亿元。

截至 2019 年末，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 年末，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 年末，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 1,311.84 亿元和 1,305.42 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。

### 八、本期可续期公司债券偿还能力分析

#### 1. 本期可续期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2020 年 6 月末，公司债务总额合计 1,277.39 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 20.00 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。

根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会〔2017〕14 号）和《永续债相关会计处理的规定》（财会〔2019〕2 号），公司将本期债券分类为权益工具，可有效降低公司资产负债率。若将本期债券仍计入应付债券科目，以 2020 年 6 月末财务数据为基础，假设本期债券（20.00 亿元）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分别由 81.45%、65.85%和 54.53%上升至 81.56%、66.20%和 55.15%，债务负担进一步加重。

## 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，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 6.43 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般；2019 年经营活动产生的现金流入 4,419.00 亿元，为本期债券发行额度（20.00 亿元）的 220.95 倍，公司经营活动现金流入对本期债券覆盖程度高。

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。

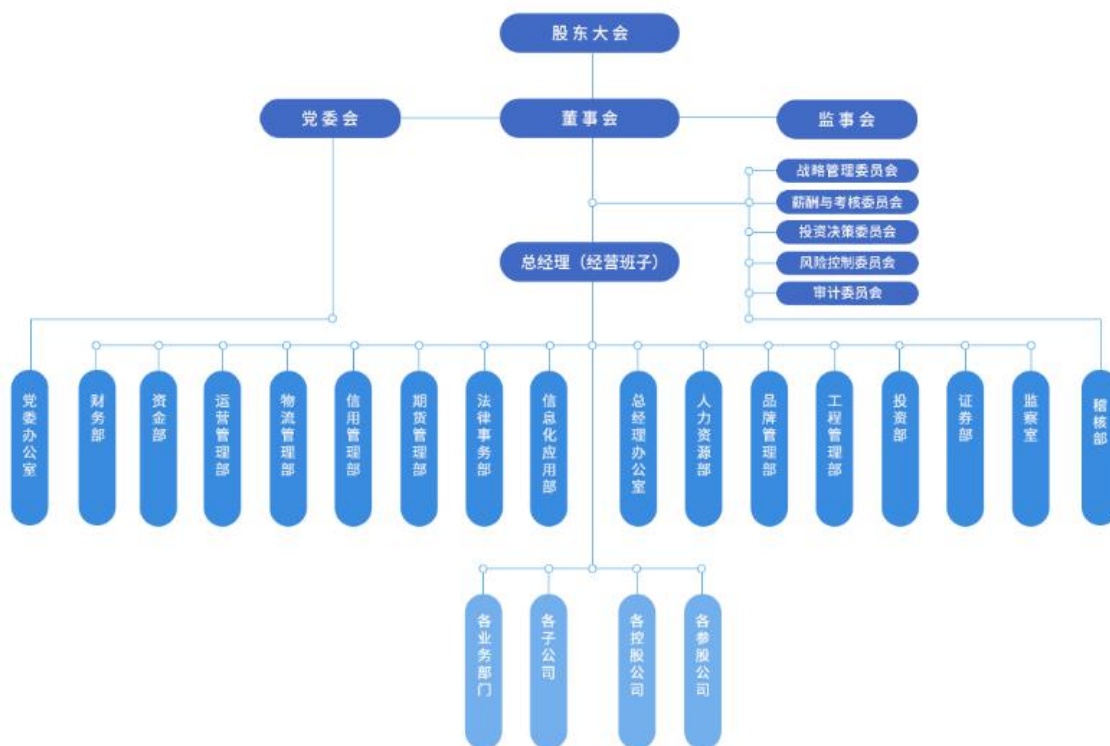
## 九、综合评价

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 截至 2019 年末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               | 2017 年   | 2018 年   | 2019 年   | 2020 年 6 月 |
|------------------|----------|----------|----------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 1,754.30 | 2,174.54 | 2,953.99 | 3,572.01   |
| 所有者权益（亿元）        | 437.47   | 544.18   | 661.04   | 662.43     |
| 短期债务（亿元）         | 228.77   | 206.63   | 349.32   | 482.97     |
| 长期债务（亿元）         | 455.06   | 513.87   | 619.09   | 794.42     |
| 全部债务（亿元）         | 683.83   | 720.50   | 968.41   | 1,277.39   |
| 营业收入（亿元）         | 2,186.02 | 2,803.82 | 3,372.39 | 1,575.44   |
| 净利润（亿元）          | 48.26    | 76.32    | 79.63    | 31.73      |
| EBITDA（亿元）       | 84.52    | 129.39   | 128.64   | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | -185.88  | 47.80    | 112.15   | -229.07    |
| 应收账款周转次数（次）      | 62.68    | 52.65    | 46.32    | --         |
| 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     | 0.48       |
| 现金收入比率（%）        | 109.58   | 110.22   | 117.33   | 131.15     |
| 总资本收益率（%）        | 6.52     | 8.01     | 6.36     | --         |
| 总资产报酬率（%）        | 5.28     | 6.32     | 4.80     | --         |
| 净资产收益率（%）        | 12.63    | 15.55    | 13.21    | 4.79       |
| 营业利润率（%）         | 5.53     | 6.88     | 5.91     | 4.35       |
| 费用收入比（%）         | 3.00     | 3.04     | 2.72     | 1.92       |
| 资产负债率（%）         | 75.06    | 74.98    | 77.62    | 81.45      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 60.99    | 56.97    | 59.43    | 65.85      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 50.99    | 48.57    | 48.36    | 54.53      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.96     | 2.80     | 2.82     | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.12     | 0.18     | 0.13     | --         |
| 流动比率（倍）          | 1.78     | 1.75     | 1.61     | 1.56       |
| 速动比率（倍）          | 0.75     | 0.52     | 0.57     | 0.52       |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.84     | 1.18     | 1.03     | 0.73       |
| 经营现金流动负债比率（%）    | -22.13   | 4.32     | 6.75     | -10.90     |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 4.23     | 6.47     | 6.43     | --         |

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. 2020 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                                                                                           |
|-------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                                |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                   |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                                |
| 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 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%                                                            |
| 费用收入比             | (管理费用 + 销售费用 + 财务费用 + 研发费用) / 营业收入 × 100%                                                      |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                                |
| 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%                                                                            |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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                                                                             |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                                |
| 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)                                                            |
| <b>本期公司债券偿债能力</b> |                                                                                                |
| 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 2020 年可续期公司债券（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，以及包括递延支付利息权在内的可续期债券下设特殊条款，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。

