

信用评级公告

联合〔2022〕2057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 2022 年面向专业投资者公开发行人续期公司债券（第一期）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 2022 年面向专业投资者公开发行人续期公司债券（第一期）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：

二〇二二年三月三十日

厦门建发股份有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券 (第一期) 信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期可续期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期可续期公司债券发行规模：不超过 10 亿元（含 10 亿元）

本期可续期公司债券期限：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，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期

偿还方式：采用固定利率，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，到期偿还本金及最后一期利息

募集资金用途：偿还公司债券

评级时间：2022 年 3 月 30 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已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业务与房地产业务为主业的上市公司，其供应链运营业务在业务规模、业务网络、运营价值链等方面具有较强竞争优势；其房地产板块品牌具备一定品牌知名度，综合开发实力较强。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、毛利率有所下滑等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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，在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务；同时，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，但利息支付的约束力较弱。公司经营现金流入量及 EBITDA 对本期可续期公司债券的保障能力强。

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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期可续期公司债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期可续期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司供应链运营业务规模较大，业务网络覆盖地域广泛，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、农副产品、轻纺

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：邢霖雪 刘丙江

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

产品、能源化工产品、机电产品、汽车以及食品等，能够有效分散行业波动风险。

3. 公司房地产业务具备一定品牌知名度，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 2020 年底，建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”）和联发集团有限公司（以下简称“联发集团”）期末土地储备面积分别为 1199.45 万平方米和 639.23 万平方米。

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。2018—2020 年，公司房地产业务收入分别为 439.99 亿元、497.90 亿元和 824.15 亿元，2020 年同比大幅增长 65.52%。2020 年，建发房地产和联发集团分别实现净利润 53.13 亿元和 11.30 亿元。截至 2020 年底，公司合同负债为 1096.94 亿元，其中预收售房款 981.45 亿元，同比增长 45.76%。

5. 公司经营现金流入量及 EBITDA 对本期可续期公司债券的保障能力强。2020 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 542.43 倍、9.72 倍和 14.39 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 2021 年 9 月底，公司全部债务为 1958.11 亿元，较 2020 年底大幅增长 67.26%；公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 81.99%和 62.55%，较 2020 年底分别增加 4.21 个百分点和 4.91 个百分点。

3. 权益稳定性较弱。截至 2020 年底，公司所有者权益中少数股东权益占 55.39%，归属于母公司所有者权益中未分配利润占 74.72%。截至 2021 年 9 月底，公司少数股东权益占所有者权益比重增加至 60.72%。

4. 毛利率下滑，经营活动产生的现金流量净额存在波动。供应链业务商品采购价格的波动和房地产结转项目毛利率水平的差异导致公司毛利率持续下降；受供应链销售回款、房地产土地购置支出和预售款周期波动的影响，公司经营活动产

生的现金流量净额波动大。

5. 本期可续期公司债一旦出现利息递延，利息支付压力较大。本期可续期公司债券具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将增加。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产(亿元)	243.96	360.66	544.57	751.06
资产总额(亿元)	2174.54	2953.99	3871.57	6508.21
所有者权益(亿元)	544.18	661.04	860.58	1172.45
短期债务(亿元)	206.42	348.20	310.29	923.64
长期债务(亿元)	513.87	619.09	860.44	1034.48
全部债务(亿元)	720.29	967.29	1170.72	1958.11
营业收入(亿元)	2803.82	3372.39	4329.49	4711.44
利润总额(亿元)	104.93	110.55	121.07	52.09
EBITDA(亿元)	129.39	128.64	143.89	--
经营性净现金流(亿元)	47.80	112.15	97.19	-576.97
营业利润率(%)	6.88	5.91	4.81	2.50
净资产收益率(%)	14.02	12.05	9.51	--
资产负债率(%)	74.98	77.62	77.77	81.99
全部债务资本化比率(%)	56.96	59.40	57.63	62.55
流动比率(%)	174.73	161.33	163.96	141.84
经营现金流动负债比(%)	4.32	6.75	4.57	--
现金短期债务比(倍)	1.18	1.04	1.76	0.81
EBITDA 利息倍数(倍)	2.80	2.82	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.57	7.52	8.14	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额(亿元)	209.45	224.38	253.83	480.49
所有者权益(亿元)	96.15	93.72	112.39	166.71
全部债务(亿元)	22.01	23.88	31.59	141.37
营业收入(亿元)	19.32	13.61	11.50	27.66
利润总额(亿元)	8.10	12.18	13.17	11.26
资产负债率(%)	54.09	58.23	55.72	65.30
全部债务资本化比率(%)	18.63	20.30	21.94	45.89
流动比率(%)	119.02	114.37	124.92	108.07
经营现金流动负债比(%)	23.64	5.32	6.11	--

注：1. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2021 年 1-9 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；5. 2020 年末及 2021 年 9 月末，所有者权益中分别包含含权债券 19.96 亿元和 75.54 亿元

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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	2022/01/19	邢霖雪 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	2008/06/24	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	2007/04/23	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

声明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受厦门建发股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、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，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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

2022 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券 (第一期) 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%。

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9月底,公司注册资本为28.63亿元,总股本为28.63亿股,其中建发集团持股比例47.38%,为公司第一大股东。厦门市人民政府国有资产监督管理委员会(以下简称“厦门市国资委”)持有建发集团100%股权,为公司实际控制人。

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

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

截至2021年9月底,公司(合并)资产总额为6508.21亿元,所有者权益合计为1172.45亿元(含少数股东权益711.90亿元)。2021年1-9月,公司实现营业收入4711.44亿元,利润总额52.09亿元。

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、本期永续期公司债券概况

1. 本期永续期公司债券概况

公司计划发行“厦门建发股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行永续期公司债券(第一期)”(以下简称“本期永续期公司债券”)。本期永续期公司债券发行金额为不超过10亿元(含10亿元),发行基础期限为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,在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。

在利率方面,本期永续期公司债券采用固定利率,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将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定,在基础期限内固定不变,其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为

初始基准利率¹加上初始利差²，后续周期的票面利率³调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

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。

在偿付顺序方面，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

本期可续期公司债券的基础期限为 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。公司续期选择权行使不受到次数的限制。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期发行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，且不受到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可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，

¹基准利率的确定方式：初始基准利率为簿记建档日前 5 个交易日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为首个周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。
²初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。

³后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 5 个交易日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为首个周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务；同时，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较小；一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将增加。

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

2021 年，国内统筹经济发展和疫情防控、积极应对经济下行压力，宏观经济政策保持了连贯性、稳定性。积极的财政政策保持了一定力度，加大了对中小微企业的支持，保持了市场主体的活跃度；稳健的货币政策灵活精准，货币供应量和社融规模同名义经济增速基本匹配。整体看，2021 年实现了“十四五”良好开局，

宏观政策稳健有效。

经初步核算，2021 年国内生产总值 114.37 万亿元，按不变价计算，同比增长 8.10%，两年平均增长 4.11%。分季度来看，GDP 当季同比增速在基数影响下逐季回落，分别为 18.30%、7.90%、4.90% 和 4.00%。从两年平均增速来看，上半年国内经济稳定修复，一、二季度分别增长 4.95%、5.47%；三季度两年平均增速回落至 4.85%，主要是受供给端约束和内生动能不足的共同影响所致；随着保供稳价和助企纾困政策的有力推进，供给端限电限产的约束有所改善，四季度经济增长有所加快，GDP 两年平均增速小幅回升至 5.19%。

三大产业中，**第三产业增速受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平**。2021 年，第一、二产业增加值两年平均增速分别为 5.08% 和 5.31%，均高于疫情前 2019 年的水平，恢复情况良好；第三产业增加值两年平均增速为 5.00%，远未达到 2019 年 7.20% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表 1 2017—2021 年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2021 年 两年平均
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.36	114.37	--
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.20	8.10	5.11
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	9.60	6.15
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	4.90	3.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	12.50	3.98
出口增速（%）	7.90	9.87	0.51	3.62	29.90	--
进口增速（%）	16.11	15.83	-2.68	-0.60	30.10	--
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.90	--
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	8.10	--
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.10	--
全国居民人均可支配收入增速（%）	7.32	6.50	5.80	2.10	8.10	5.06
一般公共预算收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	10.70	--
一般公共预算支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	0.30	--

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，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

⁴为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期计算的几何平

均增长率，下同。

需求端整体表现为外需强、内需弱的格局，内生增长动能偏弱。消费方面，2021 年国内社会消费品零售总额 44.08 万亿元，同比增长 12.50%；两年平均增速 3.98%，与疫情前水平（2019 年为 8.00%）差距仍然较大，主要是疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2021 年全国固定资产投资（不含农户）54.45 万亿元，同比增长 4.90%；两年平均增长 3.90%，较疫情前水平（2019 年为 5.40%）仍有一定差距。其中，房地产开发投资持续走弱；基建投资保持低位运行；制造业投资持续加速，是固定投资三大领域中的亮点。外贸方面，海外供需缺口、出口替代效应以及价格等因素共同支撑国内出口高增长。2021 年，国内货物贸易进出口总值 6.05 万亿美元，达到历史最高值。其中，出口金额 3.36 万亿美元，同比增长 29.90%；进口金额 2.69 万亿美元，同比增长 30.10%；贸易顺差达到 6764.30 亿美元，创历史新高。

2021 年，CPI 温和上涨，PPI 冲高回落。

2021 年，CPI 同比上涨 0.90%，扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.80%，总体呈现波动上行的态势；2021 年 PPI 同比上涨 8.10%，呈现冲高回落的态势。输入性因素和供给端偏紧等因素推动 PPI 升至高位，而随着四季度保供稳价政策落实力度不断加大，煤炭、金属等能源和原材料价格快速上涨势头在年底得到初步遏制，带动 PPI 涨幅高位回落。

2021 年，社融增速整体呈现高位回落的态势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年末，社融存量余额为 314.13 万亿元，同比增长 10.30%，增速较 2020 年末低 3 个百分点。从结构看，人民币贷款是主要支撑项；政府债券同比大幅下降，但显著高于 2019 年水平，发行错期效应使得政府债券支撑社融增速在年底触底回升；企业债券融资回归常态；非标融资规模大幅压降，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，M1 同比增速持续回落，M2 同比增速相对较为稳定，2021 年 M2-M1 剪刀差整体呈扩大趋势，反映

了企业融资需求减弱，投资意愿下降。

财政收入呈现恢复性增长，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.70%，财政收入呈现恢复性增长态势。其中，全国税收收入 17.27 万亿元，同比增长 11.90%，主要得益于经济修复、PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素。同时，2021 年全国新增减税降费超过 1 万亿元，各项减税降费政策得到有效落实。支出方面，2021 年全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.30%。其中，教育、科学技术、社会保障和就业领域支出分别同比增长 3.50%、7.20%、3.40%，高于整体支出增速，重点领域支出得到有力保障。2021 年，全国政府性基金预算收入 9.80 万亿元，同比增长 4.80%。其中国有土地使用权出让收入 8.71 万亿元，同比增长 3.50%，增速较上年（15.90%）明显放缓；全国政府性基金预算支出 11.37 万亿元，同比下降 3.70%，主要是受专项债项目审核趋严、项目落地与资金发放有所滞后等因素影响。

就业形势总体稳定，居民收入增幅放缓。

2021 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.10%，低于全年 5.50%左右的调控目标。2021 国内全国居民人均可支配收入 3.51 万元，实际同比增长 8.10%；两年平均增速 5.06%，仍未恢复到疫情前 2019 年（5.80%）水平，也对居民消费产生了一定的抑制作用。

2. 宏观政策和经济前瞻

2022 年国内经济发展面临“三重压力”，宏观政策以稳增长为重点。2021 年 12 月，中央经济工作会议指出国内经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”，提出 2022 年经济工作要稳字当头、稳中求进，政策发力适当靠前，宏观政策要稳健有效：积极的财政政策要提升效能，更加注重精准、可持续；稳健的货币政策要灵活适度，保持流动性合理充裕；实施好扩大内需战略，促进消费持续恢复，积极扩大有效投资，增强发展内生动力。在宏观政策托底作用下，2022 年国内经济或将维持稳定增长，运行在

合理区间。

2022 年经济增长更加依赖内生动力。从三大需求来看，2022 年出口的拉动作用或将有所减弱，但固定资产投资，尤其是以政府投资为主的基建投资有望发力，房地产投资增速也有望企稳回升；随着疫情影响弱化、居民增收和相关政策的刺激，消费需求增长可期，2022 年国内经济有望实现更加依赖内生动力的稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

(1) 大宗商品供应链管理服务行业

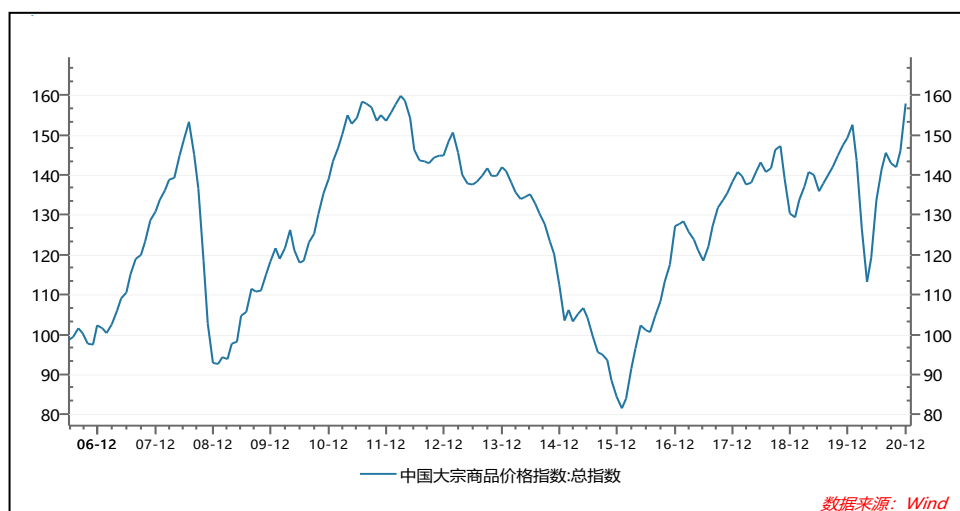
近年来，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高，能够降本增效的供应链管理需求进一步凸显。2020 年以来，在疫情冲击下，中国大宗商品价格指数于 4 月降至全年低点，而后随着疫情得到有效控制以及全球范围内出台各类经济刺激计划，大宗商品价格指数快速上升，波动增长至历史高位。随着各国疫情防控常态化，未来将进入供需再平衡阶段，未来国际大宗商品价格全面持续上涨动能有限。

供应链管理服务行业的贸易环节盈利大小主要取决于两方面因素，一方面为社会贸易总规模；另一方面为贸易产品的价格波动。目前市场上主流的供应链服务企业的盈利模式主要分

为两大部分：一部分是供应链企业自身参与到产品的流通过程中，通过对产品的买卖赚取中间差价来获得盈利；另一部分是供应链企业提供的服务，通过向企业收取服务费来盈利。大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。

从中国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，近年来，世界经济增速放缓，大宗商品价格指数波动较大，随着中国供给侧结构性改革深入，大宗商品市场的改革红利初显，截至 2019 年底，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。但受新冠疫情影响，全球经济发展不确定性加大，2020 年 1 月起原油市场大幅波动且中国大宗商品价格指数降幅明显，于 4 月降至全年低点，而后随着中国率先实现对疫情的有效控制，以及全球范围内各个国家展开经济刺激计划，使得对大宗商品的需求上升，结合疫情冲击下海外供给端尚未充分恢复，中国铁矿石、天然气、原油等基础大宗商品价格猛涨、全年进口量创新高，2020 年末大宗商品价格指数快速上升至近十年来的历史高位。

图 1 近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：Wind，联合资信整理

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

疫情爆发以来，诸多因素推动国内外大宗商品价格快速上涨。随着各国疫情防控常态化，未来将进入供需再平衡阶段，未来国际大宗商品价格全面持续上涨动能有限。国内固定资产投资增速放缓，对大宗商品需求偏弱。中国政府重视大宗商品价格攀升带来的不利影响，稳定大宗商品价格的政策接连发布，保供稳价效果已经显现。

(2) 国际贸易

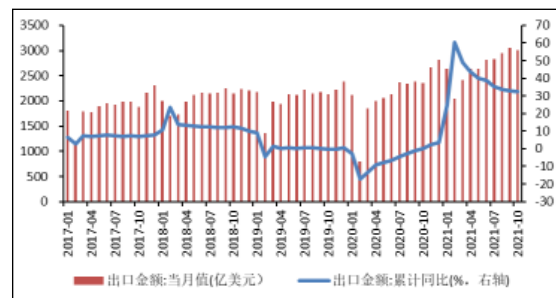
随着疫情缓和与经济复苏，国际市场需求增加利好中国外贸行业发展。中国经济恢复发展，良好的疫情防控、一系列多边贸易协定的签署为外贸进出口保持较快增长奠定基础。中国出口业绩创历史新高，进出口贸易经营企业数量同比增长。

2020 年，世界经济和全球贸易遭受疫情严重冲击，中国进出口贸易总值保持增长，但增速不佳。疫情使全球产业链及供应链先后经历了断裂和重组，绝大多数经济体贸易需求大幅萎缩，中国外贸企业普遍面临在手订单取消或延期、新订单签约困难等问题，尤其中小外贸企业受到的影响更大。但同时，2020 年中国外贸进出口实现快速回稳、持续向好，展现了强大的韧性和综合竞争力。得益于早期及时且严格的防疫工作，中国率先开启经济复苏，重振国际贸易，整体进出口贸易恢复超过预期。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，

同比增长 1.9%，外贸规模创历史新高。其中，出口 17.93 万亿元，同比增长 4%，创造了中国出口规模的历史新高；进口 14.22 万亿元，同比下降 0.7%；贸易顺差 3.7 万亿元，同比增长 27.4%。

随着疫情缓和与经济复苏，全球贸易正持续恢复并超过疫情前水平。2021 年以来，中国经济持续恢复发展，全球经济和贸易有所回暖，促进了中国外贸较快增长。中国作为亚太出口的主要引擎，2020 年出口占全球总出口的份额达到 14.7%，创历史新高；2021 年上半年，中国出口保持高速增长，占全球出口的份额为 14.6%，2021 年下半年，出口增速有所放缓，但仍保持较高水平。

图 2 中国进出口贸易总值及增速



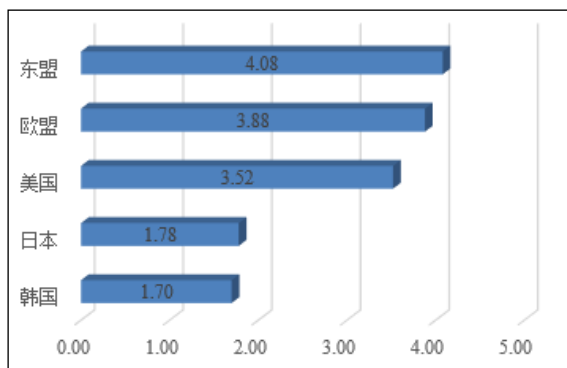
资料来源：中国人民银行，WTO 研究院

全球化依赖度高的行业备受疫情冲击，中国与主要贸易伙伴进出口保持增长。新冠疫情冲击下，全球产业链、供应链展现出其脆弱的一面。亚太、欧洲和北美三大全球生产网络的供应链和生产出现断裂、暂停和大幅减少，对深度参与全球化分工、产业复杂度高、供应链较长、依赖全球物流网络的行业影响深远，带来关键产品及零部件供应紧张。

海外需求旺盛、中国良好的疫情防控以及 2020 年以来中国签署了一系列新贸易投资协定（RCEP 等）为出口供给提供有力支撑。2021 年前三季度，中国对东盟、欧盟、美国、日本和韩国分别进出口分别增长 21.1%、20.5%、24.9%、11.2%和 17.3%。东盟继续保持中国第一大贸易伙伴地位，占中国外贸总值的 14.4%。此外，中国对“一带一路”沿线

国家、RCEP 贸易伙伴进出口分别增长 23.4% 和 19.3%。

图 3 2021 年前三季度中国对前五大贸易伙伴进出口金额（单位：万亿元）



资料来源：海关总署，联合资信整理

分产品看，2021 年前三季度，中国出口机电产品 9.15 万亿元，增长 23%，高出整体出口增速 0.3 个百分点，占出口总值的 58.8%。其中，自动数据处理设备及其零部件、手机、汽车分别增长 12%、14.4%、107%。同期，出口劳动密集型产品增长 9.5%；医药材及药品增长 108%。

2021 年前三季度，中国进出口贸易经营企业同比增加。中国有进出口实绩的企业达到 52.67 万家，同比增加 3.4 万家。其中，民营企业进出口 13.65 万亿元，增长 28.5%，占中国外贸总值的 48.2%。同期，外商投资企业进出口 10.22 万亿元，增长 14.7%；国有企业进出口 4.35 万亿元，增长 25.1%。

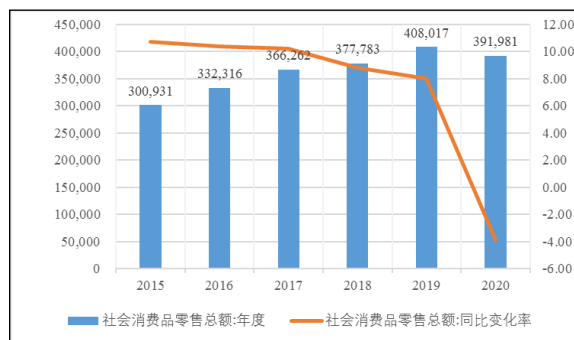
（3）国内贸易

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；受疫情影响，2020 年社会消费品零售总额呈现负增长。随着政策的进一步出台，中国贸易结构和贸易质量有望进一步优化，贸易企业将朝良性发展。

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以

外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。2020 年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年名义下降 3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

图 4 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：Wind，联合资信整理

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

整体看，全球疫情起伏不定，中国外贸发展面临的不稳定、不确定性因素依然较多；大宗商品价格受国际价格影响波动加剧，但国内下游需求仍未明显改善，疫情好转后虽外部需求有所回升，但复苏基础并不稳固。长期来看，国家始终高度重视外贸行业和国内贸易行业发展，随着政策的进一步出台，中国贸易结构和贸易质量有望进一步优化，贸易企业将朝良性发展。

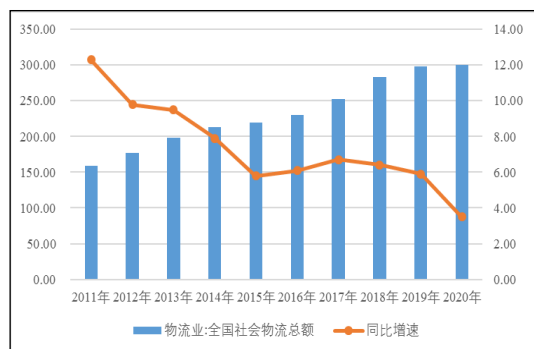
（4）物流行业

2020 年，全球范围内爆发的新冠肺炎疫情使得物流行业运行环境受到前所未有的严峻挑战，疫情常态化防控措施推高物流企业运营成本，同时行业竞争激烈，物流企业普遍经营压力加大。疫情形势好转后全球需求复苏，但海运物流不畅、交付延误导致客户弃

货，物流成本持续攀升侵蚀相关出口企业利润。

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

图 5 近年来中国社会物流总额及增长情况
(单位: 万亿元)



注：右坐标轴为同比增长率

资料来源：Wind，联合资信整理

2020 年下半年以来，随着航运需求不断上升，全球海运面临运力不足，尤其是出现集装箱空箱不足、周转率下降的现象，海运运价和运输成本大幅上涨。由于疫情形势有所好转，因船舶集中到港、提货缓慢导致港口集装箱数量增加，港口作业过载现象也十分普遍，这些也直接增加了货物仓储成本，并可能导致一些易腐或保质期短的货品面临更多的威胁。

港口拥堵、出港陆运延误导致货物交付延迟、运费居高不下甚至出运困难，交付延误将导致目的港弃货可能性直线上升。集装箱运费攀升，最受冲击的是低附加值的商品，因为利润空间小，这些商品无法承受过高的运

价，导致很多海外买家暂停下单，并把一些低货值的商品订单进行延期或者拒绝收货。同时船公司运费和附加费继续上涨，物流成本继续侵蚀相关出口企业利润。

2. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。2021 年 1-9 月，投资同比增长，但单月增速转负，竣工保持较高增长，新开工继续走弱；2021 年 7 月后单月销售同比转负，销售市场迎来下行期。

2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

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

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

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

2021 年 1—9 月，全国房地产开发投资完成额 11.26 万亿元，累计同比增长 8.80%，增速较 2020 年 1—9 月高 3.20 个百分点，但较上半年下降 6.20 个百分点，其中单 9 月开发投资完成额同比下降 3.5%，为 2020 年 2 月以来首次转负。新开工方面，2021 年 1—9 月，房屋新开工面积 15.29 亿平方米，同比下降 4.50%，较前 8 月回落 1.3 个百分点，在拿地走弱下降幅扩大；竣工面积 5.10 亿平方米，同比增长 23.40%，较前 8 个月下降 2.60 个百分点，维持较高增长。

销售方面，2021 年 1—9 月，商品房销售面积 13.03 亿平方米，同比增长 11.30%；销售额 13.48 万亿元，同比增长 16.60%；同比虽有增长，但增速较前 8 个月分别下降 4.60 个百分点和下降 6.20 个百分点；销售出现下行。受调控政策持续、市场观望情绪较重影响，2021 年 7—9 月单月销售额同比增长分别为-

7.1%、-18.7%和-15.8%。

（2）土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位。2021 年 1—9 月，房企拿地规模有所下滑，到位资金在销售回款驱动下保持增长，随着融资渠道收紧，房企对销售回款的依赖加强。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 1.73 万亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2021 年 1—9 月，房地产开发企业土地购置面积 1.37 亿平方米，同比下降 8.50%，土地成交价款 9379 亿元，同比增长 0.30%，受集中供地及贷款集中度管理影响，房地产开发企业拿地节奏有所变化。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.46%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。2021 年 1—9 月，房地产开发到位资金同比增长 11.10%，分项看，国内贷款、自筹资金、定金及预收款、个人按揭贷款增速分别为-8.40%、6.10%、25.52%和 10.75%，融资渠道收紧下，房地产开发企业资金对销售回款依赖继续加强。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况(单位:亿元)

主要开发资金来源	2018年		2019年		2020年		2021年1-9月	
	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)	金额	占比(%)
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81	18769.81	12.39
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10	59.12	0.04
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82	47211.79	31.17
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.31	53.27	85445.21	56.40
其中:定金及预收款	55418.16	33.39	61358.88	34.35	66546.83	34.46	56688.94	37.42
个人按揭	23643.06	14.25	27281.03	15.27	29975.81	15.52	24124.13	15.92
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.90	100.00	151485.92	100.00

资料来源:Wind, 联合资信整理

(3) 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变,2020年初出现短暂的货币宽松政策,但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。2021年下半年以来发生的预售资金监管从严以及房企违约事件对国内房地产企业的融资产生负面影响。

2020年以来,“房住不炒”多次被强调,2020年2月,央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看,房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表3 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要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”落实好房地产长效机制,促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》,稳健的货币政策要更灵活适度,充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用,持续深化LPR改革,有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换,不将房地产作为短期刺激经济的手段,支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化,发挥中心城市和城市群的带动作用,坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因城施策,促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期,因城施策、一城一策,从各地实际出发,采取差异化调控措施,及时科学精准调控,确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题,通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法,切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场,降低租赁住房税费负担,尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源:联合资信整理

3. 区域经济概况

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

根据《2020年厦门市国民经济和社会发展统计公报》,全年地区生产总值(GDP)6384.02亿元,按可比价格计算,比上年增长5.7%。其中,

第一产业增加值28.89亿元,增长2.5%;第二产业增加值2519.84亿元,增长6.1%;第三产业增加值3835.29亿元,增长5.5%。三次产业结构为0.4:39.5:60.1。厦门市全市户籍人口273.18万人,户籍人口城镇化率86.99%。全体居民人均可支配收入58140元,比上年增长4.1%。

工业方面,2020年厦门市全年规模以上工业增加值增长6.0%。全市规模以上工业企业

2343家，其中产值超亿元企业814家，合计产值占规模以上工业的91.1%。电子、机械两大支柱产业共有规模以上工业企业1204家，占规模以上工业企业数的51.4%，合计工业产值占规模以上工业的67.7%。

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

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

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

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年9月底，公司注册资本为28.63亿元，总股本为28.63亿股，其中建发集团持股比例为47.38%，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业务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；房地产业务具有一定品牌知名度，综合开发实力较强。

为寻求高质量、专业化发展，越来越多的制造业企业选择专注于研发、生产等核心环节，通过将其他环节外包，以追求更稳定的原材料供应和产成品分销渠道、更高效的货物和资金周转、更安全的物流仓储等。公司作为实力雄厚的供应链运营商，能够为制造业企业提供稳定可靠的、因“需”制宜的供应链综合服务。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。2021年，根据财富杂志“中国上市公司500强”排行榜，公司位列第24位。公司股票为“中证500指数”“上证公司治理指数样本股”等重要指数样本股。

公司房地产业务由其下属控股子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，注册资本21.00亿元，持股比率95.00%）和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”，注册资本20.00亿元，公司持股54.65%）运营。联发集团位列“2021中国房地产百强企业”第43

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

3. 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2021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2020年底，公司共有在职员工20895人，按照教育程度划分，本科及以上学历占比52.01%，大专学历占比26.00%，高中及以下学历占比21.99%；按岗位职责划分，业务人员占70.12%，技术人员占17.12%，财务人员占3.42%，其他人员占9.34%。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91350200260130346B），截至2022年3月25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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 3 月 25 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

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,能够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。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、反馈各个环节。

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。

风险管控方面,公司基于数十年的行业经验,针对价格风险、货权风险、信用风险等,已形成“专业化、分级化、流程化”的风险管控体系。对于大宗商品的价格风险,公司可以通过多种方式进行转嫁。公司的货物主要存放于自管仓或大型国有仓库,货权风险较小;同时公司在行业内深耕多年,有严格的客户信用资质审查机制,应收款风险较小。公司持续优化风控体系,根据公司业务发展实际以及管理模式的变化,相应调整职责、授权和风险控制指标,将业务数据、管理数据和风险控制相连接,加强内部大数据分析系统预警功能以及管理部门之间的信息互通和联动,强化对重大风险的日常监控。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020 年及 2021 年 1—9 月,公司供应链业务和房地产业务收入均呈快速增长态势,但综合毛利率有所下滑。其中供应链业务可以为公司提供稳定的收入,房地产业务可以为公司贡献较高的利润。

2018—2020 年,公司已经形成了“供应链运营+房地产”双主业格局,二者合计业务收入在主营业务收入中的占比均超过 98%,公司主营业务突出。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。

2018—2020年，公司分别实现营业收入2803.82亿元、3372.39亿元和4329.49亿元，连续增长，主要来自供应链运营业务的收入增长。分板块来看，2018—2020年，供应链运营业务收入规模快速增长，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。2020年，供应链运营业务实现营业收入3505.34亿元，较上年增长21.95%，占营业收入的80.96%，占比较上年略有下降。2018—2020年，公司房地产板块收入连续增长，主要系结转项目增加所致。2020年公司房地产板块实现收入824.15亿元，较上年增长65.52%，占营业收入的19.04%，2020年收入的大幅增长主要是由于住宅地产、商业地产和一级土地开发业务结算收入增加。

毛利率方面，2018—2020年，公司供应链业务毛利率处于较低水平，且持续下降，2020年，公司供应链业务毛利率为1.80%，较上年减

少0.90个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2018—2020年，公司房地产业务毛利率持续下降，2020年，公司房地产业务毛利率为20.89%，较上年减少8.26个百分点，主要系当期结转项目毛利率较低所致。2018—2020年，公司综合毛利率有所下降，2020年，公司综合毛利率为5.44%，较上年减少1.17个百分点。

2021年1—9月，公司实现营业收入4711.44亿元，较上年同期增长78.24%。其中，供应链运营业务收入增幅较大，为82.05%，主要系冶金原材料和农林产品等主要经营品种经营规模大幅增加叠加大宗商品价格相对处于高位运行；房地产业务销售结算规模增加，收入同比增长35.08%。公司综合毛利率为2.61%，较上年同期减少1.26个百分点，主要系低毛利率的供应链业务收入占比升至93.85%所致。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2018年			2019年		
	金额	占比（%）	毛利率（%）	金额	占比（%）	毛利率（%）
供应链运营业务	2363.83	84.31	3.00	2874.48	66.39	2.70
房地产业务	439.99	15.69	35.55	497.90	11.50	29.15
合计	2803.82	100.00	8.11	3372.39	100.00	6.61
项目	2020年			2021年1—9月		
	金额	占比（%）	毛利率（%）	金额	占比（%）	毛利率（%）
供应链运营业务	3505.34	80.96	1.80	4421.65	93.85	1.77
房地产业务	824.15	19.04	20.89	289.79	6.15	15.44
合计	4329.49	100.00	5.44	4711.44	100.00	2.61

注：公司房地产业务包含自持物业租赁收入，自持物业租赁收入规模很小

资料来源：公司提供

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，2018—2020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，公司基于“物流”“信息”“金融”“商务”四大要素，围绕“LIFT供应链服务”的三大核心工作——“整合”“规划”“运营”，为客户提供“4→n”的个性化定制服务，挖掘供应链运营链条上潜在的增值机会，为客户降低运营风险，提升运营效率。

图7 公司 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：公司提供

跟随中国产业链的全球化延伸，公司的国际化布局走在行业前列。通过合作优质龙头企业，公司不断加快全球的扩张步伐，目前已与超过170个国家和地区建立了业务关系，产品品类深入到国民经济发展的各个细分领域，涉及金属材料、浆纸产品、矿产品、农副产品、能源化工产品、机电产品、汽车、家电、轻纺产品、食品、美妆个护等多个品类，初步实现大宗商品至消费品的多品类的全球化布局。

通过实施全球化、多品类的发展战略，公司不断提升业务规模，并通过规模效应助力客户降本增效、分享增值收益，从而实现规模和效益的良性循环。另一方面，全球化、多品类的业务布局，能够提升业务发展的抗风险能力和增长速度，有利于避免单一市场、单一产业链、单一品种占比过高带来的系统性风险。公司按客户

的资信状况确定各个客户的信用等级及允许的销售、赊销额度，对赊销业务一律投保出口信用险。公司对出口贸易的外汇收入进行汇率锁定，一定程度上降低了人民币汇率波动风险，2020年汇兑收益2.64亿元。

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”）、建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”）及昌富利（厦门）有限公司（以下简称“昌富利（厦门）”）等。

表5 截至2020年底公司供应链业务主要经营子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例（%）	注册资本	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润（%）	主要经营业务
上海建发	100.00	3.00	208.05	38.48	1151.90	5.73	建发股份设立的异地平台公司之一，主要从事自营和代理各类商品和技术的进出口业务
建发金属	100.00	3.00	28.96	5.42	225.15	0.57	钢铁供应链运营业务
建发物资	100.00	3.00	18.26	3.62	91.07	0.13	钢材内贸和进出口业务，系公司钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	67.07	14.35	360.51	2.36	专业经营纸张，纸浆，板材，木片，废纸和纸制品供应

							链业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	26.33	12.37	107.03	2.16	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	53.14	10.94	248.41	1.31	进出口物流，包括国际进出口代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等
昌富利（厦门）	100.00	1.00	9.69	2.57	77.72	0.79	钢铁供应链运营业务

资料来源：公司提供

表 6 公司供应链运营主要子板块收入及占比情况（单位：亿元）

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

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

资料来源：公司提供

2018—2020年，供应链运营业务收入持续增长，2020年收入较上年增长21.95%，主要系冶金原材料、农林产品等核心业务板块业务规模增长所致，毛利率为1.80%，较上年下降0.90个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2020年，公司供应链运营业务中占比最高的为冶金原材料和农林产品，收入分别较上年增长29.15%和64.34%，占供应链业务收入的比例分别为56.44%和27.14%，为供应链业务的主要品种。

2021年1—9月，公司供应链运营业务收入为4421.65亿元（上年同期为2428.80亿元），较上年同期大幅增长，主要系供应链业务积极开拓市场，冶金原材料和农林产品等主要经营品种经营规模大幅增加所致；毛利率为1.77%同比变化不大，但仍处于较低水平。

（1）钢材

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

建发金属系首钢集团有限公司、河北津西钢铁集团股份有限公司最大战略合作伙伴，建发物资系山东钢铁集团有限公司和本钢集团有限公司等多家大型钢厂的战略合作伙伴。公司目前已形

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

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

相比传统的贸易模式，由于公司订单稳定且规模较大，与上游议价能力较强，可获得较为优惠的采购价格，同时公司通过下游订单整合，可及时与钢厂生产调配进行衔接，进而提高钢厂生产效率，降低钢厂库存占用，整个供应链过程中

的周转效率及资源调配得以提升，公司进而可赚取比传统贸易模式更多的利润。

（2）矿产品

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

一般来讲，由下游直接与矿山签订长期协议，公司与上游长期协议签订比例较小，主要根据下游客户需求进行补充采购，上游供应商包括力拓、淡水河谷、必和必拓等。

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、沙钢等国内众多大中型钢铁厂均有着稳定密切的合作。

（3）浆纸

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

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

公司浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华北、华南、山东、江浙沪地区、东北三省、湖南、湖北、西北等地区。公司纸浆销售模式一般采用现款销售，部分采用年度销售协议锁定客户的采购量，如果客户有信用的需求，会根据该客户的信用情况给予一定的账期。

纸张销售方面，公司根据客户资信情况给予客户一定的授信金额和期限，赊销给客户，对初次合作及规模较小的客户，销售和采购一般采取款到发货或货到收款的模式。

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

2018—2020 年，公司林产品销售量分别为 1370.72 万吨、1620.61 万吨和 2915.82 万吨，呈逐年增长趋势。

（4）农产品

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

目前，公司供应商主要有 Cargill、Louis Dreyfus、BUNGE、中粮、ADM、嘉能可等。在拓宽新品种的同时，公司拓宽购销渠道，与温氏、海大、新希望、漓源、双胞胎等国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系。

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

（5）汽车

汽车板块运营主体是建发汽车，主营宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、进口大众等中高端品牌，车型涵盖了小轿车、跑车及越野车等。汽车上游供应商主要为各品牌的中国国内供应商，公司主要采取签订品牌年度总授权，然后根据整体销售进度及下游客户的个别需求来确定采购量，分批审批下单；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. 房地产业务

2018—2020 年，公司房地产业务销售金额和销售面积均快速增长，同时较多的土地储备保障了公司房地产业务的可持续发展。但公司投资规模快速增长，资金压力大幅上升。多个城市出台限购、限价等政策，给公司房地产业务带来一定不利影响，公司三四线城市项目存在一定库存去化压力。2021 年 1—9 月，公司房地产业务收入同比大幅增长，但毛利率同比有所下降。

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

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

2021 年 1—9 月，公司房地产业务收入为 289.79 亿元（上年同期为 214.54 亿元），较上年同期大幅增长，主要系销售结算规模增加所致；毛利率为 15.44%，同比下降 11.41 个百分点。

表 7 2020 年公司房地产业务主要经营子公司情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

（1）建发房地产

随着房地产政策延续分类调控、因城施策的主基调，各地政府调控持续分化，一线和热点二线城市政策不断收紧，由此导致的需求外溢使部分三四线城市整体成交量增幅明显。2018—2020 年，建发房地产合同销售金额和销售面积快速增长，2020 年较上年分别增长 43.89%和

31.23%，主要集中在福州、漳州、厦门、龙岩、成都和泉州等区域。2018—2020 年，建发房地产权益口径新开工面积波动增长，2020 年同比增长 49.04%。受二线城市销售占比增加影响，2018—2020 年建发房地产签约销售均价呈连续增长趋势。

表 8 2018—2020 年建发房地产经营情况

类别	2018 年	2019 年	2020 年
权益口径新开工面积（万平方米）	424.41	368.55	549.29
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	114.18	183.56	278.07

合同销售金额（亿元）	386.71	721.97	1038.82
合同销售面积（万平方米）	256.27	404.75	531.15
签约销售均价（万元/平方米）	1.51	1.78	1.96
账面销售金额（亿元）	167.40	239.71	531.72
账面销售面积（万平方米）	132.17	206.06	325.55
期末土地储备面积（万平方米）	758.98	805.12	1199.45
权益口径新增土地投资（亿元）	207.15	341.16	697.44

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

近年来，建发房地产深耕福建省内及其他已进入成熟区域，围绕长三角、珠三角及福建区域逐步布局广州、太仓、张家港、南平、南京等地。2018—2020 年，建发房地产土地储备面积和新增土地投资规模快速增长，2020 年同比分别增长 48.98%和 104.43%，土地储备充足，按 2020 年新开工面积计算，建发房地产土地储备能够满足未来 2~3 年的开发需求。截至 2021 年 9 月底，建发房地产在建项目主要集中于厦门、杭州、漳州等地，总投资规模为（并表项目按

100%列示，且含非并表项目）4689.80 亿元，已投资规模为 4689.80 亿元。

（2）联发集团

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

表 9 2018—2020 年联发集团经营情况

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

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

土地储备方面，2018—2020 年，联发集团土地储备面积连续下降，新增土地投资规模有所波动，主要系联发集团着力去化存量项目，减缓拿地速度所致。截至 2020 年底，联发集团土地储备面积下降至 639.23 万平方米，新增土地投资规模降至 123.31 亿元，按 2020 年新开工面积计算，联发集团土地储备能够满足未来 2~3 年左右的开发需求。截至 2021 年 9 月底，联发集

团在建项目主要集中于重庆、南昌等地，合并范围内总投资规模为 1247.22 亿元，已投资规模为 857.32 亿元，尚需投资规模较大。

4. 经营效率

2018—2020 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。

2018—2020年，公司销售债权周转次数持续上升，存货周转次数波动下降，总资产周转次数持续下降，2020年分别为72.96次、2.07次和1.27次。行业同类企业对比方面，由于公司房地产业务占比较大的原因，公司经营效率处于较低水平。

表 10 2020 年同行业公司经营效率情况对比

股票简称	应收账款周转率(次)	存货周转率(%)	总资产周转率(%)	净营业周期(天)
厦门象屿	40.02	17.69	4.71	17.69
厦门国贸	99.26	7.68	3.46	45.83
建发股份	75.04	2.07	1.27	156.78

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

资料来源：Wind，联合资信整理

5. 未来发展

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

(1) 供应链运营

公司作为国内较早提出供应链运营理念并成功转型的企业，未来仍将致力于依托供应链运营平台优势，以“LIFT 供应链服务”的“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四类服务要素为基础，有效整合各类行业优质资源，创新开发供应链服务产品，提升供应链运营管理一体化综合服务能力，为客户奉献高性价比的供应链服务产品。公司自 2014 年以来供应链运营业务持续超过千亿规模，目前已成为国内领先的供应链运营商。公司将坚持五年战略发展规划确定的供应链运营商的市场定位，坚持以供应链运营为基本主业，促进核心主业做强、做大，致力于成为中国领先的、有核心竞争力的供应链运

营商。在这个定位基础上，公司推动供应链业务创新发展，并积极向新兴业态、新兴产业拓展，使公司获得“新常态”环境下可持续发展的动力，实现公司核心竞争能力的提升和可持续发展目标。

(2) 房地产板块

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

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 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—2020 年财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。公司 2021 年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。

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，公司新纳入合并范围子公司 113 家，其中非同一控制下企业合并 8 家，新设立子公司 105 家；不再纳入合并

范围子公司 22 家。2021 年 1—9 月，公司供应链板块新设立子公司 33 家，出售子公司 1 家；联发集团新设立子公司 29 家，非同一控制下企业合并 1 家；建发房产新成立子公司 144 家，非同一控制下企业合并 18 家，本期注销的子公司或孙公司 8 家，单次处置对子公司投资即丧失控制权的情形 6 家。公司合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

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

截至 2021 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 6508.21 亿元，所有者权益合计为 1172.45 亿元（含少数股东权益 711.90 亿元）。2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 4711.44 亿元，利润总额 52.09 亿元。

2. 资产质量

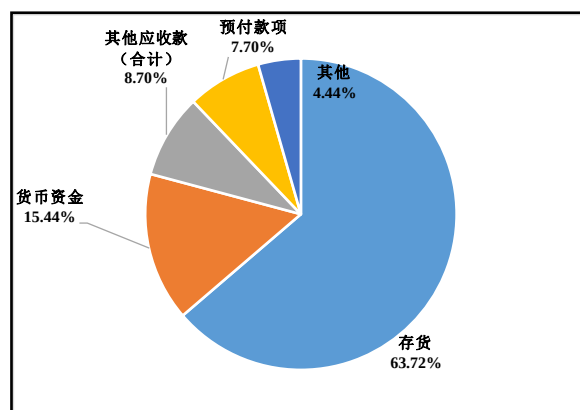
2018—2021 年 9 月底，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，货币资金规模较大，存货占比较高，资产受限比例较高，大额预付款项和其他应收款对资金形成一定占用，公司资产流动性一般。

2018—2020 年末，公司资产总额快速增长，年均复合增长 33.43%，截至 2020 年底为 3871.57 亿元，其中流动资产占 90.02%，非流动资产占 9.98%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大，符合公司以供应链运营与房地产业务为主的行业特点。

（1）流动资产

2018—2020 年末，公司流动资产快速增长，年均复合增长 34.19%，截至 2020 年底为 3485.21 亿元，主要系货币资金、预付款项和存货大幅增加所致。截至 2020 年底，公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款（合计）和存货构成。

图 8 截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司货币资金快速增长，年均复合增长 50.68%，截至 2020 年底为 538.06 亿元，较上年底增长 52.22%，主要是房地产业务销售回款增加以及融资规模增加所致；货币资金中，银行存款占 93.55%、其他货币资金占 6.45%，其他货币资金主要系银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、项目施工保证金等，上述其他货币资金中不能随时用于支付的存款 33.42 亿元，占货币资金总额的 6.21%，货币资金受限规模尚可。

2018—2020 年末，公司交易性金融资产波动增长，年均复合增长 102.30%，截至 2020 年底为 3.67 亿元，较上年底下降 45.26%，主要是持有股票和理财产品数量下降所致。

2018—2020 年末，公司应收票据波动下降，年均复合下降 31.63%，截至 2020 年底为 2.84 亿元，较上年底增长 516.17%，主要是期末已贴现未到期的商业承兑汇票余额增加所致。

2018—2020 年末，公司应收账款波动下降，年均复合下降 17.69%，截至 2020 年底为 45.59 亿元，较上年底下降 34.67%，主要是一级土地开发项目出让应收款减少所致。

2018—2020 年末，公司预付款项快速增长，年均复合增长 66.47%，截至 2020 年底为 268.51 亿元，较上年底增长 62.72%，主要是供应链业务预付采购货款以及房地产业务预付土地出让金增加所致；从账龄角度来看，预付款项账龄在

一年以内的占 99.50%，账龄较短；从集中度看，预付款项余额前五名占 22.64%，集中度一般。

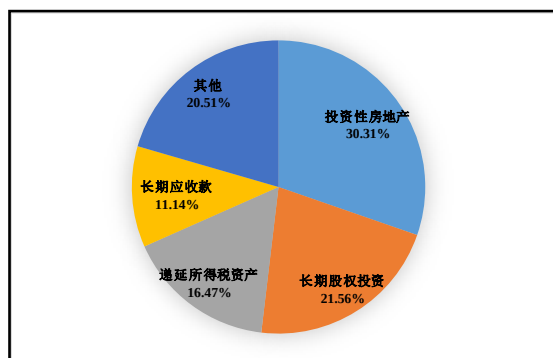
2018—2020 年末，公司其他应收款以往来款为主，快速增长，年均复合增长 54.83%，截至 2020 年底为 303.29 亿元，较上年底增长 9.16%，累计已计提坏账准备 7.45 亿元，计提比例为 2.46%；其他应收款期末余额前五名均为房地产业务合作方往来款，占比 23.52%，集中度一般；从账龄结构来看，1 年以内的占 65.16%，1~2 年的占 22.91%，2~3 年的占 5.29%，其余为 3 年以上，账龄较长，有一定回收风险。

2018—2020 年末，公司存货快速增长，年均复合增长 28.00%，截至 2020 年底为 2220.72 亿元，较上年底增长 28.17%，主要是系房地产新增项目较多，开发成本增加所致。其中，开发成本占 84.06%，开发产品占 9.14%，库存商品占 6.69%；存货累计计提跌价准备 30.14 亿元，计提比例为 1.34%。公司库存大宗商品价格波动较大，存在一定的跌价风险，位于三四线城市的房地产开发成本和开发产品存在一定跌价风险。

(2) 非流动资产

2018—2020 年末，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 27.14%，截至 2020 年底为 386.36 亿元，较上年底增长 42.04%，主要源自长期股权投资和投资性房地产的增长。截至 2020 年底，公司非流动资产主要由债权投资、长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和递延所得税资产构成。

图 9 截至 2020 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司长期应收款波动中有所增长，年均复合增长 11.69%，截至 2020 年底为 43.03 亿元，较上年底增长 46.47%，主要是房地产业务分期收款提供劳务余额增加所致。

2018—2020 年末，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 62.80%，截至 2020 年底为 83.31 亿元，较上年底增长 51.28%，主要是建发房地产和联发集团对联营企业投资增加所致。2020 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益 3.99 亿元。

2018—2020 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 20.75%。2020 年 10 月 1 日起，公司对投资性房地产的后续计量模式进行变更，即由成本计量模式变更为公允价值计量模式。截至 2020 年底，公司投资性房地产为 117.12 亿元。

2018—2020 年末，公司固定资产波动中有所增长，年均复合增长率为 14.15%。截至 2020 年底，公司固定资产为 24.40 亿元，较上年底增长 34.50%，主要是自营酒店资产增加所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 67.58%）、交通工具（占 12.25%）、电子及办公设备（占 11.83%）等构成；公司固定资产累计计提折旧 11.73 亿元，固定资产成新率 68.06%，成新率一般。

2018—2020 年末，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长 24.38%。截至 2020 年底，公司递延所得税资产为 63.65 亿元，较上年底增长 29.05%，主要为预收售房款及存货计税差异的可抵扣暂时性差异。

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

表 12 截至 2020 年底公司受限资产情况

项目	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	33.62	0.87	不能随时用于支付的银行承兑汇票保证金、保函保

			证金、进口押汇保证金及项目施工保证金等
应收票据	1.95	0.05	已背书或贴现但尚未到期未终止确认的应收票据
存货	601.54	15.54	银行借款抵押
存货	1.74	0.04	期货交易质押
一年内到期的非流动资产	0.14	0.00	存出担保保证金
其他流动资产	0.20	0.01	存出担保保证金
长期股权投资	1.96	0.05	银行借款质押
投资性房地产	30.73	0.79	银行借款抵押
固定资产	10.44	0.27	银行借款抵押
合计	682.32	17.62	--

资料来源：公司年报

截至 2021 年 9 月底，公司资产总额为 6508.21 亿元，较 2020 年底增长 68.10%，主要系货币资金、预付款项、其他应收款和存货增长所致。截至 2021 年 9 月底，公司资产总额中流动资产占 93.00%，非流动资产占 7.00%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。公司货币资金较上年底增长 37.34%，主要系公司业务规模扩大，资金需求增加，融资规模扩大所致；公司预付款项较上年底增长 73.61%，主要系供应链业务预付货款增加以及房地产业务预付土地出让金增加所致；公司其他应收款较上年底增长主要系房地产业务新增非并表项目公司，公司对其往来款增加；公司存货较上年底增长 82.71%，主要系房地产业务新建项目增加以及供应链业务商品采购规模增加所致。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

由于利润积累、可续期债券发行以及房地产业务拓展到来少数股东权益上升，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。

2018—2020 年末，公司所有者权益年均复合增长率为 25.76%，2020 年底为 860.58 亿元，主要系未分配利润增长所致。截至 2020 年底，所有者权益中归属于母公司所有者权益占 44.61%，少数股东权益占 55.39%；公司归属于母公司权益合计中实收资本占 7.46%、资本公积占 7.58%、盈余公积占 3.72%、未分配利润占 74.72%；归属于母公司所有者权益中未分配利润占比高，权益结构稳定性较弱。

截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益为 1172.45 亿元，较 2020 年底增长 36.24%，其中发行永续债导致其他权益工具增加至 75.54 亿元；公司房地产业务拓展较快，新增公司控股 51% 的项目公司，致使少数股东权益增加。其中，归属于母公司所有者权益占比为 39.28%，较去年底有所下降，少数股东权益占比为 60.72%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为 2.44%、2.66%、0.50% 和 26.12%。

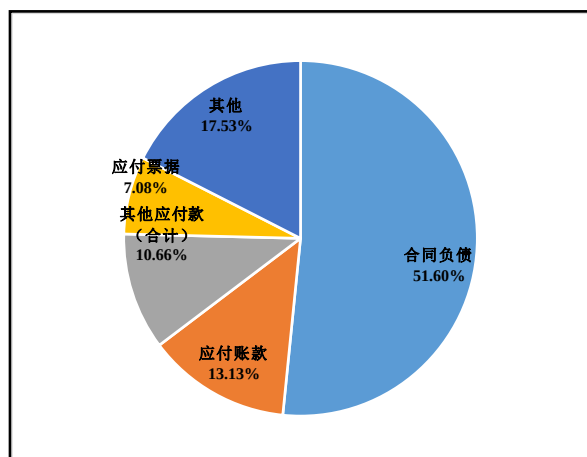
(2) 负债

随着供应链及房地产业务规模扩大，公司合同负债及有息债务快速上升，推动负债规模大幅增长有息债务规模快速增长，整体债务负担较重，债务期限结构较为均衡。

2018—2020 年末，公司负债总额快速增长，年均复合增长 35.90%，截至 2020 年底为 3010.99 亿元，主要系流动负债增长所致。截至 2020 年底，公司负债总额中流动负债占 70.60%，非流动负债占 29.40%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2018—2020 年末，公司流动负债快速增长，年均复合增长 38.53%，截至 2020 年底为 2125.67 亿元，主要系预收售房款增加所致。截至 2020 年底，公司流动负债主要由短期借款应付票据、应付账款、合同负债、其他应付款、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成。

图 8 截至 2020 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司应付票据快速增长，年均复合增长 37.56%，截至 2020 年底为 150.50 亿元，较上年底增长 15.26%，主要是供应链业务采购中以银行承兑汇票结算的业务增加所致。

2018—2020 年末，公司应付账款快速增长，年均复合增长 37.54%，截至 2020 年底为 279.03 亿元，较上年底增长 28.28%，主要是业务规模扩大，供应链应付货款及房地产应付工程款增加所致。

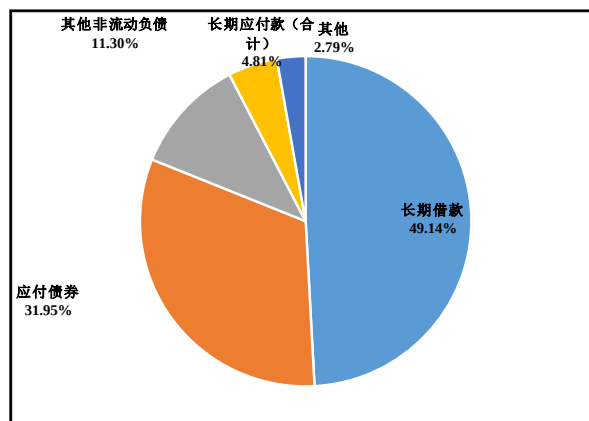
截至 2020 年底，公司合同负债为 1096.94 亿元，系原计入预收款项和递延收益的部分项目调整而来，其增长主要源自预收售房款。截至 2020 年底，该公司预收售房款为 981.45 亿元，同比增长 45.76%。

2018—2020 年末，公司其他应付款连续增长，年均复合增长 7.89%。截至 2020 年底，公司其他应付款 226.59 亿元，较上年底增长 9.48%，主要系房地产业务与合作方资金往来款增加所致。

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

截至 2020 年底，公司其他流动负债为 112.16 亿元，较上年底增长 251.36%，主要是待转销项税额和被套期项目增加所致。

图 9 截至 2020 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 30.15%，截至 2020 年底为 885.31 亿元，主要系债务融资增加所致。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和其他非流动负债构成。

2018—2020 年末，公司长期借款快速增长，年均复合增长 36.03%。截至 2020 年底，公司长期借款为 435.08 亿元，较上年底增长 21.66%，主要系随业务扩张资金需求增加所致；长期借款主要由抵押借款（占 54.01%）和保证借款（占 43.18%）构成。

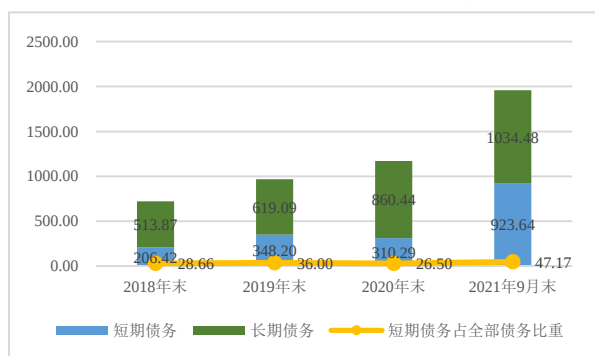
2018—2020 年末，公司应付债券快速增长，年均复合增长 16.78%。截至 2020 年底，公司应付债券为 282.88 亿元，较上年底增长 32.82%。

2018—2020 年末，公司长期应付款波动中有所增长，年均复合增长 9.47%。截至 2020 年底，公司长期应付款为 42.62 亿元，较上年底增长 128.70%，主要系房地产业务资产支持证券发行规模增加所致。

2018—2020 年末，公司其他非流动负债波动增长，截至 2020 年底为 100.00 亿元，较上年底增长系建发房地产发行 70 亿元基础设施债权投资计划所致。

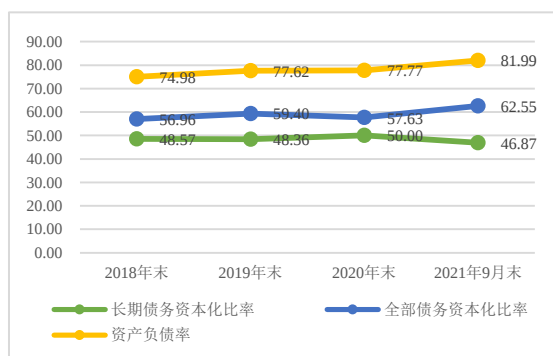
截至 2021 年 9 月底，公司负债总额为 5335.76 亿元，较 2020 年底增长 77.21%，主要系各类债务融资及合同负债增加所致。其中，流动负债占 79.98%，流动负债占比较上年底上升。

图 10 2018—2020 年末及 2021 年 9 月末公司债务结构
(单位: 亿元)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 11 2018—2020 年末及 2021 年 9 月末公司债务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2018—2020 年末, 公司全部债务逐年增长, 年均复合增长 27.49%。截至 2020 年底, 公司全部债务为 1170.72 亿元, 较上年底增长 21.03%, 主要是随着业务扩大资金需求增加所致。截至 2020 年底, 公司全部债务中短期债务占 26.50%, 长期债务占 73.50%, 以长期债务为主。2018—2020 年末, 公司资产负债率波动不大, 2020 年底为 77.77%; 全部债务资本化比率略有波动, 2020 年底为 57.63%; 长期债务资本化比率波动上升, 2020 年底为 50.00%。

截至 2021 年 9 月底, 公司全部债务 1958.11 亿元, 较上年底增长 67.26%, 主要系主业扩张带来融资需求增加所致; 债务结构方面, 短期债务占 47.17%, 长期债务占 52.83%, 结构相对均衡, 其中, 短期债务为 923.64 亿元, 较上年底增长 197.67%, 主要与控制融资成本及公司对债务结构的季节性规划有关; 长期债务为 1034.48 亿元, 较上年底增长 20.23%。

从债务指标来看, 截至 2021 年 9 月底, 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 81.99%、62.55%和 46.87%, 较上年底分别提高 4.21 个百分点、提高 4.91 个百分点和下降 3.12 个百分点。整体看, 公司债务负担较重。

截至 2021 年底, 除超短期融资券外, 公司存续债券 90.70 亿元, 其中, 于 2022 年到期的债券 40.00 亿元。

表 13 截至 2021 年底公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
20 建发 01	2022-01-09	20.00
20 建发 Y1	2022-10-21	20.00
21 建发 Y1	2023-03-25	15.70
21 建发 Y2	2023-04-21	10.00
21 建发 MTN001	2024-09-09	15.00
21 建发 MTN002	2024-12-17	10.00
合计	--	90.70

注: 表中不含超短期融资券

资料来源: Wind

4. 盈利能力

2018—2020 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, 整体盈利能力较强。2021 年 1—9 月, 公司供应链业务的增长带动营业收入增长, 利润总额有所上升, 盈利能力稳定, 但信用减值和资产减值对利润形成侵蚀。

2018—2020 年, 公司营业总收入快速增长, 年均复合增长 24.26%, 2020 年为 4329.49 亿元, 同比增长 28.38%, 主要来自供应链板块的收入增长。2018—2020 年, 公司营业成本快速增长, 年均复合增长 26.06%, 略高于收入增幅。

2018—2020 年, 公司期间费用波动下降, 年均复合下降 2.73%。2020 年, 公司期间费用为 80.62 亿元, 同比下降 12.13%。从构成看, 公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 77.24%、5.83%和 16.81%。

2018—2020 年，公司销售费用波动下降，2020 年为 62.27 亿元，同比下降 19.76%，主要系港杂运杂费下降所致；管理费用逐年增长，年均复合增长率为 11.25%，2020 年为 4.70 亿元，同比增长 14.55%，主要系中介服务费增长所致；财务费用波动下降，年均复合下降 15.22%，2020 年为 13.55 亿元，同比增长 36.81%，主要系当期融资规模增加，利息费用相应增加。

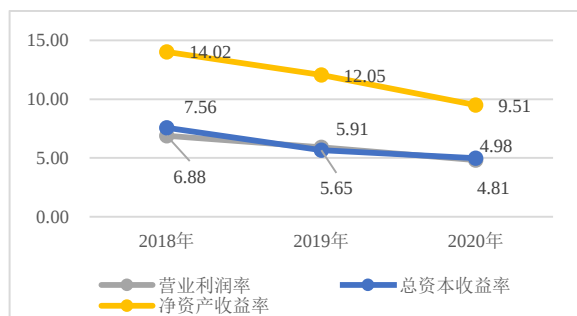
2018—2020 年，公司其他收益逐年增长，年均复合增长率为 87.54%。2020 年，公司其他收益为 2.75 亿元，同比增长 65.27%，主要系政府补助增加所致。

2018—2020 年，公司投资收益逐年增长，年均复合增长率为 45.87%，占利润总额比重分别为 5.23%、6.40%和 9.65%，对利润有一定影响。2020 年，公司投资收益为 11.68 亿元，同比增长 65.01%，主要系联发集团出售股票收益增加，以及权益法核算的长期股权投资收益增加所致。

2018—2020 年，公司资产减值损失和信用减值损失合计分别为 9.24 亿元、7.29 亿元和 22.37 亿元，2020 年同比增长 207.59%，主要系其他应收款坏账准备和存货跌价准备增加所致。

2018—2020 年，公司利润总额逐年增长，2020 年为 121.07 亿元，同比增长 9.51%。

图 13 2018—2020 年公司盈利指标



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从盈利指标看，2018—2020 年，公司营业利润率逐年下降，2020 年为 4.81%；公司总资本收益率逐年下降，2020 年为 4.98%；公司净资产收益率逐年下降，2020 年为 9.51%。因公

司权益规模增幅较大，2020 年公司各盈利指标进一步下降。与国内同行业其他上市公司比较，2020 年公司销售毛利率和净资产收益率处于行业领先水平，总资产报酬率略低于同行业其他公司。

表 14 截至 2020 年底同类供应链运营企业盈利能力指标情况

股票简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
厦门国贸	1.92	4.54	10.25
厦门象屿	1.95	4.57	9.10
建发股份	5.44	3.94	13.00

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

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 4711.44 亿元，同比增长 78.24%；利润总额 52.09 亿元，同比增长 0.43%，其中信用减值损失及资产减值损失同比大幅增长，主要系计提的应收款坏账准备和供应链运营业务计提的存货跌价准备增加所致。

5. 现金流

2018—2020 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，公司经营活动现金净流入规模有所增长，收入实现质量高；投资活动现金净流量有所波动，筹资活动现金净流量持续增长。2021 年前三季度，公司经营活动产生的现金流量与投资活动现金流量均为净流出状态。整体看，公司经营活动现金流存在波动。

经营活动方面，2018—2020 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快速增长。2020 年，公司经营活动现金流入为 5424.30 亿元，同比增长 22.75%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 4969.34 亿元，同比增长 25.59%。2018—2020 年，公司经营活动现金流出快速增长。2020 年，公司经营活动现金流出为 5327.12 亿元，同比增长 23.69%；其中购买商品、接受

劳务收到的现金为 4818.91 亿元，同比增长 32.63%。2018—2020 年，公司经营活动现金净流量分别为 47.80 亿元、112.15 亿元和 97.19 亿元。从收入实现质量看，2018—2020 年，公司现金收入比分别为 110.22%、117.33% 和 114.78%，现金收入的实现质量高。

投资活动方面，2018—2020 年，公司投资活动现金流入波动中有所下降，年均复合下降 11.07%；投资活动现金流出波动幅度较大，年均复合下降 2.56%。2020 年，公司投资活动现金流入及流出同比均呈现增长，分别为 322.05 亿元和 346.16 亿元，主要系理财产品投资和收回以及合作单位往来款增加所致。2018—2020 年，公司投资活动现金净流量分别为 42.60 亿元、-106.97 亿元和 -24.11 亿元。

2018—2020 年，公司筹资活动前现金净流量分别为 90.40 亿元、5.18 亿元和 73.08 亿元，经营活动产生的净现金流能够覆盖投资需求，公司筹资压力不大。

2018—2020 年，公司筹资活动现金流入及流出均快速增长，年均复合增长率分别为 40.34% 和 31.05%，2020 年分别为 1607.61 亿元和 1469.49 亿元，主要债务借偿增加所致。2018—2020 年，公司筹资活动现金净流量分别为 -39.46 亿元、95.68 亿元和 138.12 亿元，公司近年借债规模不断上升。

2021 年 1—9 月，公司经营活动现金流入为 6931.72 亿元，经营活动现金净流量为 -576.97 亿元（上年同期为 -136.96 亿元），为净流出状态，主要是由于供应链业务营业规模扩大，预付款项和存货期末余额增加，以及房地产业务支付地价款增加所致；投资活动现金净流量为 -173.04 亿元，为净流出状态，主要是由于房地产业务支付合作项目往来款；筹资活动现金净流量为 871.40 亿元，主要系业务规模大幅增长推升融资规模。

6. 偿债指标

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，公

司偿债指标表现良好。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力	流动比率（%）	174.73	161.33	163.96
	速动比率（%）	52.37	57.11	59.49
	经营现金/流动负债（%）	4.32	6.75	4.57
	经营现金/短期债务（倍）	0.23	0.32	0.31
	现金类资产/短期债务（倍）	1.18	1.04	1.76
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	129.39	128.64	143.89
	全部债务/EBITDA（倍）	5.57	7.52	8.14
	经营现金/全部债务（倍）	0.07	0.12	0.08
	EBITDA/利息支出（倍）	2.80	2.82	2.57
	经营现金/利息支出（倍）	1.03	2.46	1.73

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标看，2018—2020 年末，公司流动比率波动下降；速动比率逐年增长。2018—2020 年末，公司经营性现金流动负债比率波动增长；公司现金类资产分别为短期债务的 1.18 倍、1.04 倍和 1.76 倍，波动上升，现金类资产对短期债务的保障程度高。截至 2021 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 141.84% 和 46.76%，公司现金类资产为短期债务的 1.76 倍。

从长期偿债指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 129.39 亿元、128.64 亿元和 143.89 亿元；2018—2020 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.80 倍、2.82 倍和 2.57 倍；2018—2020 年末，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 5.57 倍、7.52 倍和 8.14 倍。公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高，对全部债务的覆盖程度一般。

截至 2021 年 9 月底，公司（合并）对外提供担保 15.41 亿元，公司及子公司作为原告的未决诉讼涉案金额 2.98 亿元。公司涉诉事项均为供应链业务合同纠纷，已有部分收到法院执行款，尚有部分待正式开庭审理。公司及子公司作为被告的未决诉讼无涉案金额。

截至 2021 年 9 月底，公司（合并）授信额度 2915.68 亿元，其中已使用授信额度 1730.35 亿元，尚未使用的授信额度 1190.33 亿元。公司作为

上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

截至 2020 年底，公司本部资产以其他应收款和长期股权投资为主，货币资金较为充足，负债水平较高，权益结构稳定性较强。2020 年，公司本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益，经营活动现金流为净流入状态，取得投资收益收到的现金稳健。2021 年前三季度，公司本部资产增速较快，债务负担有所加重，筹资力度明显加大。

截至 2020 年底，公司本部资产总额为 253.83 亿元，其中流动资产为 151.53 亿元，非流动资产为 102.30 亿元，主要构成为现金类资产 39.05 亿元、其他应收款 110.44 亿元和长期股权投资 94.62 亿元。截至 2020 年底，公司本部负债合计为 141.44 亿元，其中全部债务为 31.59 亿元，经营负债为 109.85 亿元；全部债务包括长期债务 19.98 亿元，短期债务 11.61 亿元。截至 2020 年底，公司本部资产负债率为 55.72%，全部债务资本化比率为 21.94%，长期债务资本化比率为 15.09%。2020 年，公司本部营业收入为 11.50 亿元，期间费用为 4.25 亿元，投资收益为 12.69 亿元，利润总额为 13.17 亿元。2020 年，公司本部经营活动现金流入为 1666.73 亿元，经营活动现金流出为 1659.32 亿元，经营活动现金流净额为 7.42 亿元。投资活动现金流入为 13.63 亿元，投资活动现金流出为 16.84 亿元，投资活动现金流净额为 -3.21 亿元。筹资活动现金流入为 188.39 亿元，筹资活动现金流出为 185.18 亿元，筹资活动现金流净额为 3.21 亿元。

截至 2021 年 9 月底，母公司资产总额 480.49 亿元，较上年底大幅增长，主要系公司货币资金、其他应收款及长期股权投资增加所致；所有者权益为 166.71 亿元，较上年底增长 48.33%，主要系公司其他权益工具增加所致；负债总额 313.78 亿元，较上年底大幅增加，主要系短期借款增加所致。母公司资产负债率 65.30%；全部债务 141.37 亿元，全部债务资本化比率 45.89%。2021 年 1—9 月，母公司营业收入 27.66 亿元，

利润总额 11.26 亿元，其中投资收益 12.99 亿元。

2021 年 1—9 月，公司母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 -122.93 亿元、-34.50 亿元、209.39 亿元。

九、本期可续期公司债券偿还能力分析

本期可续期公司债券对公司债务水平影响小。公司经营现金流入量对本期可续期公司债券发行后长期债务的保障能力强。

1. 本期可续期公司债券对公司现有债务的影响

公司本期可续期公司债券发行规模不超过 10.00 亿元，按发行上限计，分别占公司 2020 年底长期债务和全部债务的 1.16% 和 0.85%，对公司现有债务结构影响小。

以 2021 年 9 月底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，发行本期可续期公司债券后，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增至 82.01%、62.67% 和 47.11%。由于本期可续期公司债券募集资金全部用于偿还公司债券，发行后公司实际债务负担变化不大。

2. 本期可续期公司债券偿还能力分析

以 2020 年的相关财务数据为基础，本期可续期公司债券发行后，公司经营活动现金流入量为本期可续期公司债券发行后长期债务的 6.23 倍，对长期债务的保障能力强；经营活动现金净流量为本期可续期公司债券发行后长期债务的 0.11 倍；本期可续期公司债券发行后长期债务为 EBITDA 的 6.05 倍。

截至 2020 年底，公司现金类资产为 544.57 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 54.46 倍；2020 年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 5424.30 亿元、97.19 亿元、143.89 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 542.43 倍、9.72 倍和 14.39 倍；经营现金流入量及 EBITDA 对本期可

续期公司债券的保障能力强。

表 17 本期可续期公司债券偿还能力测算

项目	2020 年
发行后长期债务*（亿元）	870.44
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	6.23
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.11
发行后长期债务/EBITDA（倍）	6.05

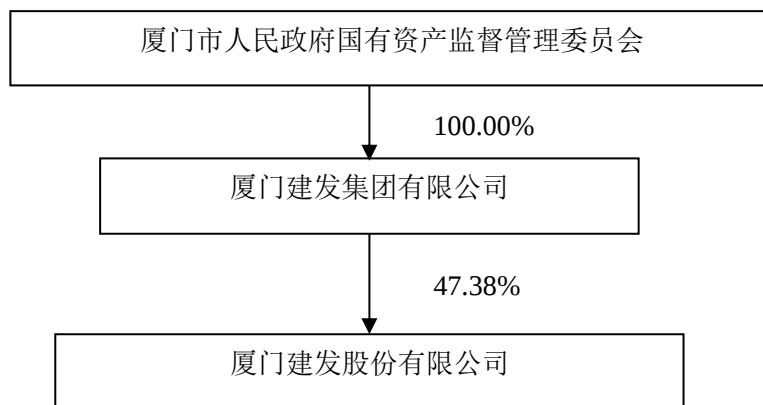
注：发行后长期债务为将本期可续期公司债券发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十、结论

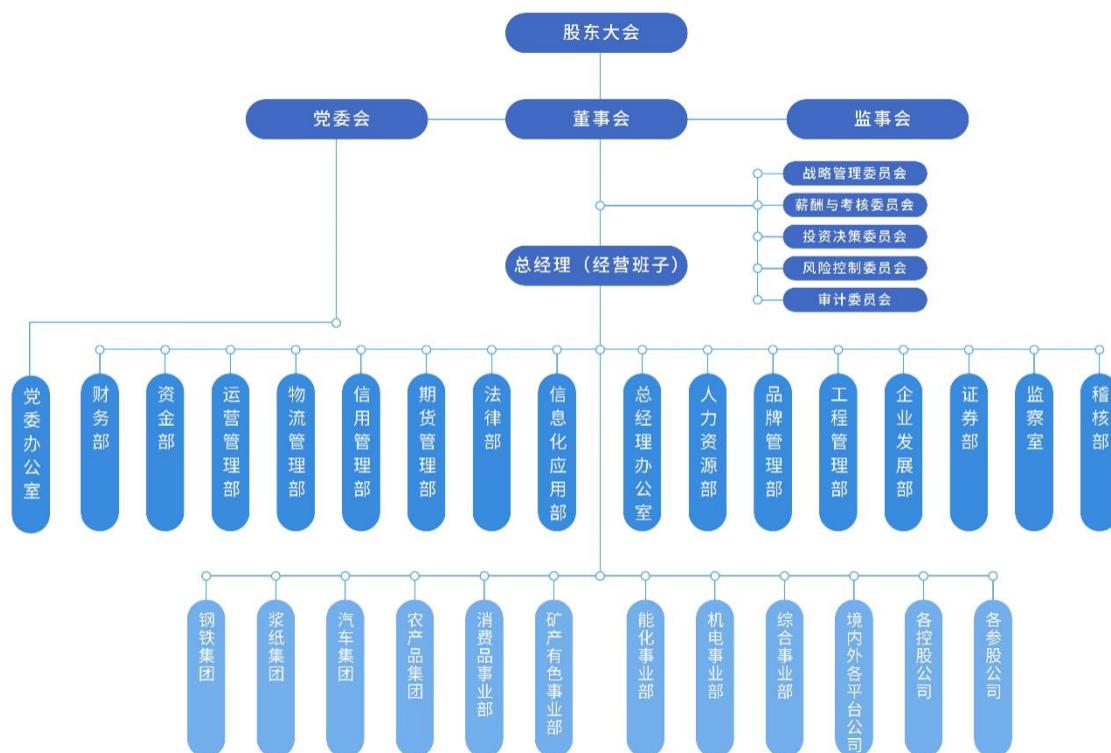
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期可续期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	243.96	360.66	544.57	751.06
资产总额(亿元)	2174.54	2953.99	3871.57	6508.21
所有者权益(亿元)	544.18	661.04	860.58	1172.45
短期债务(亿元)	206.42	348.20	310.29	923.64
长期债务(亿元)	513.87	619.09	860.44	1034.48
全部债务(亿元)	720.29	967.29	1170.72	1958.11
营业总收入(亿元)	2803.82	3372.39	4329.49	4711.44
利润总额(亿元)	104.93	110.55	121.07	52.09
EBITDA(亿元)	129.39	128.64	143.89	--
经营性净现金流(亿元)	47.80	112.15	97.19	-576.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	42.14	46.97	72.96	--
存货周转次数(次)	2.32	2.04	2.07	--
总资产周转次数(次)	1.43	1.32	1.27	--
现金收入比(%)	110.22	117.33	114.78	136.90
营业利润率(%)	6.88	5.91	4.81	2.50
总资本收益率(%)	7.56	5.65	4.98	--
净资产收益率(%)	14.02	12.05	9.51	--
长期债务资本化比率(%)	48.57	48.36	50.00	46.87
全部债务资本化比率(%)	56.96	59.40	57.63	62.55
资产负债率(%)	74.98	77.62	77.77	81.99
流动比率(%)	174.73	161.33	163.96	141.84
速动比率(%)	52.37	57.11	59.49	46.76
经营现金流动负债比(%)	4.32	6.75	4.57	--
现金短期债务比(倍)	1.18	1.04	1.76	0.81
EBITDA 利息倍数(倍)	2.80	2.82	2.57	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.57	7.52	8.14	--

注：1. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2021 年 1—9 月财务数据未经审计，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；5. 2020 年末及 2021 年 9 月末，所有者权益中分别包含含权债券 19.96 亿元和 75.54 亿元

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.30	32.02	39.05	104.33
资产总额(亿元)	209.45	224.38	253.83	480.49
所有者权益(亿元)	96.15	93.72	112.39	166.71
短期债务(亿元)	12.03	13.89	11.61	141.37
长期债务(亿元)	9.98	9.98	19.98	0.00
全部债务(亿元)	22.01	23.88	31.59	141.37
营业收入(亿元)	19.32	13.61	11.50	27.66
利润总额(亿元)	8.10	12.18	13.17	11.26
EBITDA(亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	24.42	6.42	7.42	-122.93
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.51	8.98	23.55	--
存货周转次数(次)	9.31	18.14	7.46	--
总资产周转次数(次)	0.09	0.06	0.05	--
现金收入比(%)	82.37	96.82	101.66	102.78
营业利润率(%)	23.66	28.09	37.94	10.75
净资产收益率(%)	8.31	12.55	11.46	--
长期债务资本化比率(%)	9.41	9.63	15.09	0.00
全部债务资本化比率(%)	18.63	20.30	21.94	45.89
资产负债率(%)	54.09	58.23	55.72	65.30
流动比率(%)	119.02	114.37	124.92	108.07
速动比率(%)	118.43	113.98	123.77	105.99
经营现金流动负债比(%)	23.64	5.32	6.11	--
现金短期债务比(倍)	3.85	2.30	3.36	0.74
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	/
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	/

注：2021 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

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 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 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 厦门建发股份有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券 (第一期) 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。