

跟踪评级公告

联合[2015] 641号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“12建发MTN1”的信用等级为AAA。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一五年五月二十六日

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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

厦门建发股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 建发 MTN1	7 亿元	2012/9/12-2015/9/12	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2015 年 5 月 26 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	78.37	89.27	83.75	79.89
资产总额(亿元)	610.81	800.45	935.23	980.68
所有者权益合计(亿元)	129.56	163.55	221.79	227.99
长期债务(亿元)	111.15	145.29	174.93	202.92
全部债务(亿元)	265.11	301.56	337.86	375.60
营业收入(亿元)	911.67	1020.68	1209.25	237.71
利润总额(亿元)	35.99	45.83	46.84	5.74
EBITDA(亿元)	42.08	50.02	51.96	--
经营性净现金流(亿元)	47.54	-19.21	-4.72	-26.17
营业利润率(%)	7.23	7.38	6.40	5.58
净资产收益率(%)	20.61	20.74	15.21	--
资产负债率(%)	78.79	79.57	76.28	76.75
全部债务资本化比率(%)	67.17	64.84	60.37	62.23
流动比率(%)	144.60	146.21	154.68	159.24
全部债务/EBITDA(倍)	6.30	6.03	6.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.87	5.13	3.67	--
经营现金流负债比(%)	12.86	-3.92	-0.88	--

注: 2013 年、2014 年公司短期债务包含其他流动负债中的短期融资券; 2014 年长期债务包含长期应付款中的 ABS 项目; 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王 毓 王 晴

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内, 厦门建发股份有限公司 (以下简称“公司”) 作为福建地区特大型上市公司, 在业务多元化、营销网络等方面具备显著优势, 已形成“供应链+房地产”双主业格局, 供应链运营业务和房地产业务的经营规模持续扩张。公司资产、权益及收入规模保持增长, 期间费用控制能力较好, 房地产项目销售良好, 2014 年利润总额继续保持增长, 公司抗宏观周期波动风险能力突出。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 同时关注, 宏观经济增速趋缓, 2014 年大宗商品价格剧烈波动及国内外需求仍不足, 经营性净现金流波动大、债务负担偏重、房地产项目在建规模较大以及非经常性损益对公司利润规模产生影响等因素对公司信用基本面的负面影响。

未来, 随着公司将充分利用从上海到津、粤、闽自贸区的商机, 提前布局的先发优势和品牌效应, 集中核心优势资源继续做大做强供应链运营业务以及 45 个房地产项目开发建成, 公司供应链运营业务及房地产业务规模有望持续扩大, 支撑公司营业收入及利润规模进一步增长。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 AAA, 评级展望为稳定, 并维持“12 建发 MTN1”的信用等级为 AAA。

优势

1. 公司供应链运营和房地产双主业格局清晰, 业务呈多元化发展, 2014 年公司营业收入和利润总额稳步增长, 资产及净资产规模不断扩大。
2. 公司房地产业务市场布局较为完善, 业务盈利能力较强。
3. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“12 建发 MTN1”保障能力很强。

关注

1. 受土地储备增多及项目开发规模较大影响，公司存货占比较大，资产流动性一般。
2. 公司房地产业务在建项目较多，未来资金需求较大。
3. 跟踪期内，公司经营活动现金流量净额持续为负。
4. 跟踪期内，公司非经常性损益对公司利润规模产生一定影响。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与厦门建发股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与厦门建发股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因厦门建发股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由厦门建发股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“12 建发 MTN1”到期日内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于厦门建发股份有限公司主体长期信用及存续期内“12 建发 MTN1”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）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。建发集团将集团本部与贸易业务相关的进出口业务部门以及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司（现更名为厦门建发国际货运代理有限公司）、厦门建发包装有限公司（现更名为厦门建发纸业公司）、厦门建发保税品有限公司（现更名为厦门建宇实业有限公司）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，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 月以募集方式设立，同年 6 月 16 日在上交所挂牌上市，股票名称：建发股份，股票代码：600153。公司首次发行总股本为 18500 万股，经送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2015 年 3 月底，公司注册资本 28.35 亿元，总股本为 28.35 亿股，其中建发集团持股 44.97%；社会公众持股 55.03%。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团 100% 股权（见附件 1-1），为公司最终控制人。

目前公司主营供应链运营和房地产业务，其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等。

公司本部设有总经理办公室、证券部、人力资源部、财务部、贸易管理部、物流管理部、法律事务部等 14 个部门（见附件 1）。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 935.23

亿元，所有者权益 221.79 亿元（含少数股东权益 51.06 亿元）；2014 年公司实现营业收入 1209.25 亿元，利润总额 46.84 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 980.68 亿元，所有者权益 227.99 亿元（含少数股东权益 51.22 亿元）；2015 年 1~3 月公司实现营业收入 237.71 亿元，利润总额 5.74 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：黄文洲。

三、宏观经济和政策环境

1、宏观经济

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将

带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司以供应链运营业务和房地产业务为主业。

1. 贸易行业

（1）国际贸易

近年来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。海关统计数据显示，2013 年中国进出口总值达到 4.16 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 7.6%，比 2012 年增速提高 1.4 个百分点；其中出口 2.21 万亿美元，同比增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，同比增长 7.3%；贸易顺差 2597.5 亿美元，同比扩大 12.8%。2014 年，中国进出口总值达到 4.30 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 3.46%，增速较 2013 年回落 4.14 个百分点，其中出口 2.34 万亿美元，同比增长 6.05%；进口 1.96 万亿美元，同比增长 0.53%；贸易顺差 3824.58 亿美元，同比扩大 47.24%。总体看，2014 年对外贸易增速出现回落。2015 年 1-3 月，受进口额大幅下降影响，中国进出口总值达到 9041.66 亿元，扣除汇率因素同比下降 6.3%；其中出口 5319.33 亿美元，同比增长 4.7%；进口 3902.33 亿美元，同比下降 17.6%；贸易顺差 1236.99 亿美元。

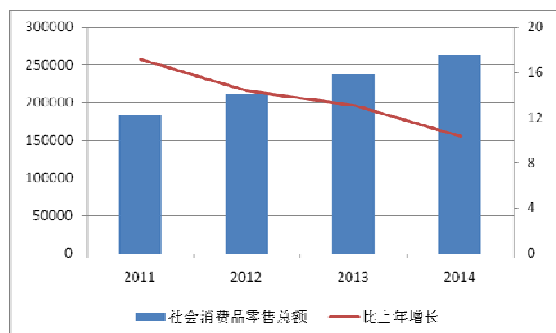
2011-2014 年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展，同时也关注到受国际需求放缓和国内成本上升等因素制约，中国未来的贸易环境将不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制。上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的良好态势，刺激国内贸易稳步发展。根据国家统计局数据，2013 年国内生产总值 471564 亿元，同比增长 9.2%；同期，社会消费品零售总额 181226 亿元，同比增长 17.1%（扣除价格因素，实际增长 11.6%）。2014 年国内生产总值 636463 亿元，同比增长 7.4%；同期，2014 年全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年 1~3 月，社会消费品零售总额 70715.3 亿元，同比增长 10.2%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国消费市场较低的起点，经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，内贸行业将迎来较好的发展机遇；但行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

（3）行业政策

中国对于具有全局性影响的自由贸易区协定进行大力扶持。中国已经与东盟、新西兰等 6 个国家和地区签订了自贸协定，与澳大利亚等 6 个国家和地区的自贸协定也正在商谈之中。具有战略意义的自贸协定以及配合战术层面的关税、产业政策将进一步拓展贸易空间，降低关税壁垒，推进外贸行业的发展。

国内贸易方面，2012 年 9 月，国务院办公厅发布了“关于印发国内贸易发展“十二五”规划的通知”（国办发〔2012〕47 号），该“十二

五”规划指明未来五年主要目标是统筹国内贸易协调发展，建立和完善现代商品流通体系，促进内贸领域服务行业大发展，全面提高流通企业竞争力，大力推进流通现代化，保障国内市场稳定运行营造规范有序的市场环境，深化国内贸易的改革开放。此内贸规划出台后，将有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

2013 年 9 月 29 日，中国（上海）自由贸易试验区正式挂牌成立；2015 年 4 月 21 日，中国（厦门）自由贸易实验区挂牌成立；这是在新形势下深入推进改革开放的重大举措。根据《中国（上海）自由贸易试验区总体方案》

（国发〔2013〕38 号）要求，自贸区按照先行先试、风险可控、分步推进、逐步完善的方式，把扩大开放与体制改革相结合、把培育功能与政策创新相结合，形成与国际投资、贸易通行规则相衔接的基本制度框架。经过两至三年的改革试验，加快转变政府职能，积极推进服务业扩大开放和外商投资管理体制改革，大力发展总部经济和新型贸易业态，加快探索资本项目可兑换和金融服务业全面开放，探索建立货物状态分类监管模式，努力形成促进投资和创新的政策支持体系，着力培育国际化和法治化的营商环境，力争建设成为具有国际水准的投资贸易便利、货币兑换自由、监管高效便捷、法制环境规范的自由贸易试验区，为中国扩大开放和深化改革探索新思路和新途径，更好地为全国服务。

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。商务部部长高虎城表示，2015 年，商务部要加快培育外贸竞争新优势，落实加快自贸区建设的精神，谋划构筑立足周边、辐射“一带一路”、面向全球的自由贸易区网络。公司地处厦门自贸区，可充分享受政策带来的好处。

未来，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸

易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

2. 房地产行业

(1) 行业分析

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产行业发展态势关系整个国民经济的稳定发展和金融安全。作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。不仅如此，土地的可得性和规模也是决定开发商进入的前提条件。

从投资结构来看，在城市化迅速发展的背景下，作为居住用途的住宅仍是市场主导需求。但是受住宅市场调控影响，部分资金逐步向商业地产转移，商业地产成为楼市调控新政的受益者，办公楼和商业营业用房等商务地产投资呈高速增长态势。2014 年，房地产开发投资 95035.61 亿元，同比增长 10.49%。其中，住宅投资 64352.15 亿元，增长 9.16%；办公楼投资 5641.19 亿元，增长 21.25%；商业营业用房投资 14346.25 亿元，增长 20.10%。

2014 年房地产市场遇冷，商品房销售面积 120648.54 万平方米，同比下降 7.58%；商品房新开工面积 179592.49 万平方米，同比下降 10.74 个百分点；商品房竣工面积累计 107459.05 万平方米，同比增长 5.94 个百分点，增速增长 3.93 个百分点；商品房施工面积 726482.34 万平方米，同比增长 9.15 个百分点，增速回落 6.75 个百分点。

需求结构方面，2014 年住宅和办公楼销售遇冷，销售面积同比均负增长，商业营业用房销售面积同比增长 7.15%，增速同比下降 2.00 个百分点。

2014 年，房地产开发企业土地购置面积 33383 万平方米，同比下降 13.99%；土地成交价款 9918.00 亿元，增长 1.03%，增速大幅回落 32.87 个百分点。

2014 年，房地产开发企业到位资金 122122 亿元，同比下降 0.11%，增速同比下降 26.61 个百分点；其中，国内贷款 21243 亿元，增长 7.98%；利用外资 639 亿元，增长 19.67%；自筹资金 50420 亿元，增长 6.31%；其他资金 49690 亿元，同比下降 8.81%。

(2) 行业发展

2014 年政府工作报告中对房地产行业发展的全面描述是要完善住房保障机制。“十二五”规划提出，建设城镇保障性住房和棚户区改造住房 3600 万套（户），到 2015 年全国保障性住房覆盖面达到 20% 左右，重点发展公共租赁住房，加快建设廉租住房，加快实施各类棚户区改造。

2014 年 4 月 22 日，住建部发布《住房城乡建设部关于做好 2014 年住房保障工作的通知》，2014 年全国城镇保障性安居工程计划新开工 700 万套以上，其中各类棚户区 470 万套以上；计划基本建成 480 万套，并加强保障性住房配套设施建设；探索发展共有产权住房，目前已确定北京、上海、深圳、成都、淮安、黄石为共有产权住房试点城市。明确了共有产权住房为新的保障性住房模式。在 2013 年 10 月，北京市住建委公布《关于加快发展中低价位自主型改善型商品住房建设的意见》，其中的自主型改善型商品住房即为共有产权住房模式。

2014 年以来，由于宏观经济增速低于预期、货币政策趋紧、银行信贷紧缩等因素影响，部分地区房地产销售出现下滑，房地产市场较为疲软，而北上广深等一线城市，由于新增人口较多，房价相对平稳。由于不同区域房地产市场走势分化严重，针对不同城市，后续房地产市场可能呈现差异化分类调控趋势，对于房价涨幅大的一线和少数二线城市，调控仍从

紧，并增加中小套型商品房和共有产权住房供应，抑制投机投资性需求，促进房地产市场持续健康发展；而对于房地产市场持续低迷的城市，在不突破调控底线的前提下，适当微调当地调控政策以促进需求释放。

3. 区域经济环境

公司位于厦门市，厦门市是中国最早成立的经济特区之一，是以外向型经济为主导的经贸港口城市。

2014年，厦门市全年地区生产总值3273.54亿元，按可比价格计算，比上年增长9.2%。其中，第一产业增加值23.74亿元，增长2.5%；第二产业增加值1499.27亿元，增长9.7%；第三产业增加值1750.53亿元，增长8.7%。三次产业结构为0.7：45.8：53.5。

2014年，厦门市全社会固定资产投资1572.95亿元，比上年增长16.7%，其中固定资产投资（不含农户）1562.16亿元，增长16.8%。分产业看，第一产业投资下降37.5%，第二产业投资增长11.2%，第三产业投资增长18.5%，三次产业投资比例为0.2:19.5:80.3。

工业方面，2014年厦门市全部工业总产值4905.44亿元，比上年增长10.8%，工业增加值1240.32亿元，增长10.5%。电子、机械两大支柱产业共有规模以上工业企业740家，占全市规模以上工业企业数的47.6%，完成工业总产值3202.37亿元，占全市规模以上工业的65.3%，对全市规模以上工业增长的贡献率为63.3%，拉动全市规模以上工业增长6.8个百分点。电子行业实现总产值1852.62亿元，增长1.2%；机械行业实现总产值1349.75亿元，增长8.6%。

房地产开发投资方面，2014年，厦门市全年房地产开发投资704.06亿元，增长32.4%，其中土地购置费242.17亿元，增长82.5%，占房地产投资的34.4%，占全社会固定资产投资的15.4%。全市商品房施工面积4219.86万平方米，增长11.5%；商品房新开工面积739.58万平方米，

增长7.3%；商品房销售面积790.21万平方米，增长0.4%，其中住宅销售510.37万平方米，下降12.2%。

2015年4月21日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积43.78平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。

总体看，厦门市是海峡西岸经济区的重要中心城市，其战略定位、稳定发展以及福建自由贸易试验区厦门片区的成立为公司的发展创造了一个良好的宏观环境。

五、基础素质分析

公司为股份制上市公司（股票名称：建发股份，股票代码：600153），是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业，经过多年发展，形成了浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务、汽车及酒类共计十大核心子业务，在全国主要城市建立了贸易分销机构，同时与70多个国家和地区建立了贸易往来关系。公司于2014年4月向股东配售，实际配股增加股份5.97亿股，截至2015年3月底，公司注册资本28.35亿元，建发集团持股44.97%，社会公众持股55.03%；厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团100%股权，为公司最终控制人。

公司连续多年入选中国进出口500强及出口200强企业名单，根据《财富》杂志“中国上市公司500强”排行榜，2014年，公司由2013年第51位上升至第46位。

公司拥有两家房地产公司，其中联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，注册资本21亿元，公司持股95%）在“2014中国房地产百强开发企业榜”中位列第52名，获得“2012

年中国房地产专业领先品牌 TOP10”、“厦门最具领导力地产品牌”等称号。联发集团主要从事房地产开发及物业租赁等，除厦门岛内的开发业务外，联发集团还着力在南昌、桂林、南宁等地区建设开发房地产项目。建发房地产集团有限公司（以下简称“建发地产”，注册资本 20 亿元，公司持股 54.65%），在“2014 年中国房地产百强开发企业榜”中位列第 39 名，获得“中国房地产百强之星”。跟踪期内，建发房地产集团完成收购香港上市公司西南环保 75% 股权，有利于公司进一步拓展房产海外投融资平台，充分地利用国际资本市场，整合境内外资源，增加企业竞争力。

总体看，公司主营业务明确，贸易网络已遍布全球，在供应链运营和房地产等业务领域具有良好的市场形象及商业信用，在行业经验、品牌信誉、营销网络等方面具有很强的竞争优势，为公司业务的开展提供了有利的支持。

六、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理体制、和管理制度等方面无重大变化情况。

七、经营分析

1. 经营概况

目前公司已形成“供应链运营+房地产”双主业格局，其他业务收入包括租赁业务收入、物业管理收入和担保公司业务等收入。2014 年，在供应链运营业务和房地产业务收入增长的带动下，公司实现营业收入 1209.25 亿元，同比增长 18.48%。从营业收入构成来看，

2014 年供应链运营业务平稳增长，首次突破千亿元人民币，实现收入 1020.97 亿元，同比增长 16.28%，仍为公司收入最主要贡献来源；房地产业务多个项目（上海、漳州、厦门、成都）竣工并确认收入，2014 年房地产业务实现收入 184.35 亿元，同比增长 50.80%，收入占比升至 15.25%；其他业务收入 3.92 亿元，同比大幅下降，是因为 2013 年子公司建发地产参与后埔-枋湖旧村改造土地一级开发，收到土地出让金分成 13.74 亿元，无营业成本，2014 年无该项业务，导致 2014 年其他业务收入和毛利率均有较大幅度下降。

从利润构成来看，2014 年，全球大宗原材料市场疲软，国内外需求仍相对不足，大宗商品价格剧烈波动，同时人工成本上升，公司供应链运营业务毛利率较去年基本持平，为 3.78%；房地产业务受新销售项目拿地成本较高影响，毛利率为 32.84%，较 2013 年基本持平；其他业务毛利率大幅下降至 59.10%，同比下降 25.56 个百分点。2014 年公司整体毛利率为 8.39%，同比略有下降。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 237.71 亿元，占 2014 年全年的 19.66%；其中供应链运营业务 219.18 亿元，占比 92.20%；房地产业务收入 16.95 亿元，占比 7.13%；其他业务收入 1.58 亿元，占比 0.67%。2015 年 1~3 月，公司供应链运营业务毛利率为 3.82%，较 2013 年底略有上升；房地产业务毛利率为 30.44%，较上年底略有下降；其他业务收入毛利率降至 29.37%。2015 年 1~3 月，公司整体毛利率为 6.50%，较 2013 年底下降 1.89 个百分点，主要是由于其他业务毛利率下降幅度大所致。

表1 2013年~2015年3月公司营业收入情况（单位：万元，%）

项目	2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	10206779.92	100	12092483.10	100	2377130.83	100.00
供应链运营业务	8780518.26	86.03	10209705.29	84.43	2191791.03	92.20
房地产业务	1222503.3	11.98	1843540.38	15.25	169498.85	7.13

其他业务	203758.36	2.00	39237.43	0.32	15840.95	0.67
营业成本	9304187.03	100	11077860.42	100	2222531.52	100.00
供应链运营业务	8451283.04	90.83	9823770.73	88.68	2093438.60	94.19
房地产业务	821650.54	8.83	1238042.31	11.18	117904.85	5.30
其他业务	31253.45	0.34	16047.38	0.14	11188.06	0.50
毛利润	902592.89	100	1014622.68	100	154599.31	100.00
供应链运营业务	329235.22	36.48	385934.56	38.03	98352.43	63.62
房地产业务	400852.76	44.41	605498.07	59.68	51594.00	33.37
其他业务	172504.91	19.11	23190.05	2.29	4652.89	3.01
毛利率	8.84		8.39		6.50	
供应链运营业务	3.75		3.78		4.49	
房地产业务	32.79		32.84		30.44	
其他业务	84.66		59.10		29.37	

资料来源：公司提供

2. 供应链运营业务

供应链运营业务为公司第一大主业，2014年公司供应链运营业务实现营业收入 1020.97 亿元，较上年增长 16.28%；但由于国内外需求不足导致各类大宗商品价格波动强烈，公司供应链运营业务毛利率为 3.78%，较 2013 年基本持平。近年来，公司不断向以供应链运营为核心的现代服务型企业转型，整合从原材料到制造商到零售终端整条产业链的物流、信息和资金资源，提升增值服务，转变传统盈利模式。2014 年公司内贸收入占比 47.82%，有助于公司抵御国际业务波动风险。

公司贸易品类以浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务、汽车及酒类共计十大核心业务板块为主。其中，纸浆业务基本实现供应链模式运作，其他业务品种的经营模式在逐步改进。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”）、厦门建发纸业集团有限公司（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”）等是公司供应链运营

板块的核心企业。

表 2 公司主要子公司供应链运营业务收入情况

（单位：亿元）

	2013年	2014年	2015年1~3月
上海建发	209.19	278.06	61.30
建发金属	45.92	50.26	10.41
建发物资	45.92	53.84	11.51
建发纸业	108.16	128.91	29.20
建发汽车	56.70	66.15	15.86
建发物流	83.61	77.70	13.45
合计	549.50	654.92	141.73

资料来源：公司提供

从商品构成看，钢铁、浆纸、矿产品和农产品是收入较大的子板块。钢铁一直是供应链业务中对收入贡献最大的子板块，主要由建发金属和建发物资负责运营，2014年公司销售钢铁共1024.87万吨，实现收入289.26亿元，同比增长20.84%；2015年1~3月，公司销售钢材共265.44万吨，实现收入63.55亿元。但由于2014年钢铁行业继续处于低迷，贸易价差空间收窄，公司钢铁贸易盈利水平受到影响。目前公司在从传统贸易向供应链运营模式转变，逐步介入钢材原材料行业，铁矿石主要从乌克兰、伊朗等进口，然后供给国内中小型钢厂。

表 3 公司近期供应链运营主要子板块收入及占比情况（单位：亿元、%）

子板块	2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	收入	占供应链运营收入比重	收入	占供应链运营收入比重	收入	占供应链运营收入比重
浆纸	98.24	11.27	117.52	11.51	27.60	12.59%
钢铁	239.38	27.47	289.26	28.33	63.55	28.99%
矿产品	99.84	11.46	115.76	11.34	28.1	12.82%
化工产品	31.11	3.57	76.50	7.49	11.09	5.06%
农产品	66.99	7.69	157.38	15.41	31.81	14.51%
机电产品	35.95	4.12	49.56	4.85	7.3	3.33%
轻纺产品	39.15	4.49	49.79	4.88	10.78	4.92%
物流服务	7.92	0.91	6.14	0.60	1.47	0.67%
汽车	51.22	5.88	64.49	6.32	15.84	7.23%
酒类	5.94	0.68	6.61	0.65	1.83	0.83%
合计	675.74	77.54	933.01	91.38	199.37	90.96%

资料来源：公司提供

公司目前是国内最大的纸张、纸浆经销商，其浆纸业务的主要经营实体为建发纸业以及参股的永丰浆纸有限公司，是公司供应链运营模式较为成功的业务，2014 年公司销售纸张、纸浆 310.01 万吨，实现收入 117.52 亿元，同比增长 19.63%；2015 年 1~3 月，公司销售纸张、纸浆 74.66 万吨，实现收入 27.60 亿元。近年来，针对国内纸张市场现状，公司不断加强与金光纸业、晨鸣纸业等大型纸厂合作，在全国各主要城市建立营销网点，拓展专业化销售渠道。公司围绕浆纸产业链，通过横向扩张市场份额和纵向深化供应链服务相结合，形成从生产到配售，为客户提供包括采购、深度物流、销售、结算等“一站式”综合服务，大力发展供应链运营模式。

矿产品方面，主要由子公司厦门建发矿业有限公司和公司本部经营。公司已经经营铁矿石业务多年，拥有丰富的市场经验和资源渠道。在销售方面，公司主要以内销为主，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有着稳定密切的合作。此外，公司还为国内外客户提供优质的钢铁原料供应链服务。近年来公司矿产品销售收入占供应链运营业务收入比重保持稳定，2014 年实

现收入 115.76 亿元，占比为 11.34%，同比增长 15.95%。

化工产品、机电产品和轻纺产品板块，公司目前采取各具特色的经营模式，为客户提供原材料及零部件采购、运输、储存、成品分销等服务。目前此部分业务规模较小，对公司的收入和利润贡献较小，但随着供应链运营模式的逐渐成熟，相关行业的利润贡献有望得到提升。

汽车板块，主要经营主体为建发汽车，目前公司共有 34 家汽车 4S 店及展厅，主营保时捷、进口大众、进口三菱、宾利、捷豹、路虎、讴歌、林肯等高端品牌，是福建地区最大的品牌汽车经销商，2014 年公司实现销售量 12039 辆、实现收入 64.49 亿元，同比增长 25.91%；2014 年进口车销售超过 7939 辆，同比增长 10.77%。公司未来将继续扩大规模并延伸服务链条，力争附加值较高的售后服务业务成为利润持续增长的重要来源。

酒类方面，公司业务主要由下属全资子公司厦门建发国际酒业集团有限公司（以下简称“建发酒业”）经营。目前建发酒业拥有全资子公司 15 家，是中国最大的葡萄酒进口商，通过代理国外高端红酒并在上海、北京、厦门、福州、杭州等主要城市开设酒庄。建发酒业主营

国内外中高端红酒和白酒，2012 年以来国内中高端酒类的消费需求明显下降，且中高端酒类的销售渠道费用、运输与仓储费用较高，在市场需求不足导致销售下降的情况下，建发酒业利润下滑幅度较大。目前建发酒业高端红酒和白酒的销售需求不足，但中低端酒类的销量仍在增长。从未来消费市场来看，酒类业务仍是可以持续经营的行业，建发酒业将继续经营酒类业务，积极采取诸如品牌的取舍、调整酒类品种、收缩经营区域、控制高端酒类采购量、加大高端酒促销力度消化库存、降低渠道费用、仓储费用、资金成本等措施。2014 年公司实现酒类业务收入 6.61 亿元，同比略有上升，但利润继续亏损，实现净利润-1.20 亿元，亏损幅度较 2013 年底有所下降。

公司物流服务业务主要由下属全资子公司建发物流及其他全资或控股子公司共 17 家负责。建发物流目前在上海、福州、泉州等地设立了分支机构，目前已成为厦华、海尔、康佳、海信、索尼、柯达、太古、翔鹭等国内外知名企业的长期合作伙伴。公司在供应链上下游环节不断延伸物流服务，一方面提高第三方物流市场的占有率，另一方面大力发展第四方物流，提高利润率。公司已初步形成了第三方物流支持第四方物流运作，第四方物流带动第三方物流发展的运营格局。公司供应链服务延伸战略实施效益逐渐显现，2014 年实现物流服务收入 6.14 亿元，同比下降 22.47%。目前公司在用仓库面积 23.11 万平方米，堆场面积 12.69 万平方，全部是公司自有产权。

总体看，跟踪期内，公司供应链运营业务收入规模稳步增长，多数子板块贸易规模不断扩大，产业链上下游及物流服务不断延伸。联合资信同时关注到公司供应链运营业务受宏观经济形势变化、商品价格波动及贸易政策调整等多重因素影响，2014 年国内经济增速趋缓，主要贸易品类价差空间收窄，对供应链业务整体盈利水平形成负面冲击。

3. 房地产板块

公司的房地产业务主要由联发集团和建发地产 2 家子公司经营，2014 年公司房地产业务板块实现收入 184.35 亿元，同比大幅增长 50.80%；毛利率为 32.84%。目前，公司项目储备主要分布在厦门，上海，成都，福州，龙岩，建阳、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州等地。两家房地产子公司外阜市场区域不同，以规避产生竞争；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。

联发集团拥有房地产开发一级资质，以房地产开发和物业租赁为主业，先后在厦门、南昌、南宁、桂林、重庆实施项目开发，在业界享有较高的声誉。2014 年实现营业收入 70.11 亿元，同比增长 6.43%；净利润 8.71 亿元，同比下降 5.91%。2014 年联发集团签约销售总面积 87.04 万平方米，同比增长 15.33%；签约销售金额 79.62 亿元，同比增长 9.81%；账面结算面积 72.44 万平方米，同比增长 30.99%；账面结算收入 59.78 亿元，同比增长 7.58%。在房地产开发方面，2014 年，联发集团新开工面积 117 万平方米，竣工面积 78 万平方米。2015 年 1~3 月，联发集团实现营业收入 8.37 亿元，同比增长 0.12%；净利润 1.22 亿元，同比增长 2.8%。

截至 2015 年 3 月底，联发集团在建住宅、商业、办公及酒店房产项目共计 24 个，分布在扬州、厦门、重庆、武汉、南昌、天津、南宁、桂林等城市，总投资 418 亿元，未来 3~5 年计划投资 124 亿元，资金需求较大。

建发地产是以房地产开发为核心，以土地一级开发、物业管理等相关行业为配套的专业化房地产集团企业，获得建设部颁发的房地产开发一级资质。建发地产开发产品日趋多元化，项目涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产、大型公建代建等，房地产开发项目主要分布成都、长沙、上海、厦门、漳州和福州等地区。2014 年，建发地产实现营业收入 124.74 亿元，

同比增长 57.12%；净利润 17.40 亿元，同比增长 7.87%。2014 年度建发地产签约销售总面积 59.94 万平方米，同比下降 22.35%；签约销售金额 98.62 亿元，同比下降 12.11%；账面结算面积 80.71 万平方米，同比增长 49.82%；账面结账面算收入 119.98 亿元，同比增长 95.15%。在房地产开发方面，2014 年，建发地产新开工面积 166.82 万平方米，竣工面积 101.07 万平方米。2015 年 1~3 月，建发地产实现营业收入 10.72 亿元，同比下降 52.62%；净利润 1.14 亿元，同比下降 53.04%。

建发地产在开发精品住宅和商业地产的同时，还承接大量地方政府代建项目，包括建发国际大厦和海峡国贸中心大厦（监管大楼）、国际会议中心及酒店、厦门海峡交流中心、国际会议展览中心、厦门档案大楼等，目前在建政府代建项目为后埔-枋湖旧村改造项目。代建项目的经营模式是公司代垫资金进行土地拆迁改造，给予村民货币和实物补偿，土地改造完成后交予政府进行招拍挂，所得土地款约 85%归还公司，形成公司收益。截至 2015 年 3 月底，后埔-枋湖旧村改造土地一级开发出让了 41.74 万平方米；2014 年，厦门岛内没有土地出让计划，所以后埔-枋湖旧村改造项目无土地出让，2014 年建发地产没有获得土地出让金。

截至 2015 年 3 月底，建发地产在建商住房地产项目 21 个，分布在厦门、漳州、福州、长沙、成都、上海、龙岩、建阳等城市，总投资 393 亿元，未来 3~5 年计划投资 129 亿元（不含代建项目投资），资金需求压力较大。

2014 年，联发集团和建发房产继续坚持深耕现有区域为主、滚动发展并适时进入新区域的土地储备策略，通过竞拍、合作、收购等多种拿地方式，多渠道争取优质土地资源，分别于厦门及周边地区、桂林、南昌、上海、苏州等地区，获得土地储备总计超 130 万平方米，确保了房地产主业的可持续健康发展，截至 2014 年底，二家公司共拥有土地储备达 1046 万平方米。

总体看，跟踪期内，公司多项房地产项目开售，销售收入大幅增长；较多的土地储备保障了其可持续发展，且土地储备分布广泛，可以较好地避免房地产市场的地区波动；但联合资信也关注到公司房地产业务投资力度较大，现金支出压力增大，受 2014 年国内房地产市场波动影响，公司在建项目未来收入及回款不确定性上升，资金周转能力承压。

4. 未来发展

2015 年公司的总方针是：“调整改革，创新发展”，公司将努力寻找国内经济“新常态”下的新机遇，主动适应、积极把握自由贸易区从上海扩展到津、粤、闽的商机，充分利用公司在以上所有自贸区域提前布局的先发优势和品牌效应，不断挖掘新商机、新模式和业务新领域，集中核心优势资源继续做大做强供应链运营业务，确保公司未来规模和效益同步增长。

对于房地产业务，公司将一方面做好现有项目的开发销售，实现经济效益的提升；另一方面将加强对互联网创新业务的研究与开展，寻找上下游产业概念性投资机会，充分利用原有庞大的业主数量，挖掘社区服务的价值潜力，线上线下互动，大胆开展多种经营，研究 O2O 在房地产业务的应用，寻求移动互联网时代新的利润增长点。

未来投资方面，除联发集团和建发地产合计 45 个房地产项目，未来 3~5 年内计划投资 253 亿元（详见前文房地产板块经营分析）。公司本部投资在建建发物流象屿堆场二期重箱堆场仓库工程，计划总投资 5089 万元，截至 2014 年底已累计投资 5050 万元，尚余投资 39 万元，目前该项目仓库主体、装修及室外施工已完成，于 2014 年 12 月竣工（进入工程产权办理及结算审核工作阶段）。总体看，公司未来投资资金需求压力较大。

八、募集资金使用情况

公司于 2012 年 9 月 12 日发行中期票据“12

建发MTN1”募集资金7亿元，期限3年。“12建发MTN1”所募集资金将用于补充营运资金和置换银行贷款。截至目前，“12建发MTN1”已全部按募集用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2012~2014年度财务报表均已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司2015年提供的一季度财务数据未经审计。

2014年新纳入合并范围子公司25家，其中新设立子公司22家，资产、净资产、收入和利润规模均较小；不再纳入合并范围子公司6家，其中股权转让2家、注销4家。合并范围变化对财务数据可比性影响小。

截至2014年底，公司合并资产总额935.23亿元，所有者权益221.79亿元（含少数股东权益51.06亿元）；2014年公司实现营业收入1209.25亿元，利润总额46.84亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额980.68亿元，所有者权益227.99亿元（含少数股东权益51.22亿元）；2015年1~3月公司实现营业收入237.71亿元，利润总额5.74亿元。

1. 盈利能力

2014年，随着供应链业务规模的扩大和房地产业务销售收入的持续增长，公司实现营业收入1209.25亿元，同比增长18.48%；公司营业成本1107.79亿元，同比增长19.06%，增幅高于营业收入增长。2014年，公司营业利润率为6.40%，较上年下降0.98个百分点。2015年1-3月，公司实现营业收入237.71亿元，为2014年全年水平的19.66%，受房地产业务和其他业务毛利润下降影响，公司整体营业利润率降至5.58%。

2014年，公司期间费用为36.59亿元，同比增长17.16%，主要是由于公司有息债务增加导致财务费用大幅上升所致。2014年公司期间费用率为3.03%，较2013年基本持平，公司期

间费用控制能力较好。

非经常性损益方面，2014年公司获得投资收益5.61亿元，同比增长84.05%，主要是因为子公司联发集团出售联营企业宏发股份的部分股权所致。2014年公司营业外收入合计为1.52亿元，同比增长8.19%，主要为政府补贴0.68亿元以及赔偿金、违约金收入0.73亿元，公司营业外收支净额0.77亿元。

受上述因素影响，2014年公司营业利润46.06亿元，较2013年小幅增长；公司实现利润总额46.84亿元，较2013年小幅增长。

盈利指标方面，2014年，公司总资本收益率和净资产收益率分别下降至6.56%和15.21%，分别下降1.25个百分点和5.53个百分点。

2015年1~3月，公司实现利润总额5.74亿元，为2014年全年的12.25%；同比下降20.06%。

总体看，跟踪期间，公司收入规模不断扩大，期间费用控制能力较好，利润总额小幅增长但盈利能力有所下降，非经常性损益对利润总额产生一定的影响。

2. 现金流及保障

2014年，随着公司销售规模的扩大，同时供应链运营业务加快回笼资金，以银行承兑汇票方式结算的贸易采购业务增加，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入同比分别增长9.73%和8.62%，分别为1282.47亿元和1310.17亿元。同期，购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出分别为1194.53亿元和1314.89亿元，同比分别增长6.61%和7.30%。2014年，公司收到其他与经营活动有关的现金16.93亿元，主要为工程进度款、代建款和往来款；支付其他与经营活动有关的现金56.71亿元，主要为支付押金及保证金。2014年公司经营活动产生的现金流量净额仍体现为净流出，为-4.72亿元。当期，公司现金收入比为106.05%，同比下降8.46个百分点，

公司经营活动获现能力尚可。

从投资活动看, 2014 年, 公司投资活动获现规模较 2013 年有所提升, 主要为收回投资和取得投资收益收到的现金, 投资活动现金流入为 9.60 亿元; 其中, 取得投资收益 3.79 亿元, 主要为子公司联发集团出售联营企业宏发股份的部分股权所致。同期, 公司投资活动现金流出 18.43 亿元, 主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金、投资支付和取得子公司支付的现金。2014 年公司投资活动产生现金流净额仍为净流出, 为 8.83 亿元。

从筹资活动来看, 2014 年, 公司筹资活动现金流入(主要为取得银行借款)和流出(主要为偿还银行借款)分别为 419.21 亿元和 415.39 亿元; 另有吸收投资收到现金 32.45 亿元和发行债券收到的现金 4.98 亿元(2014 年公司发行 5 亿元短期融资券“14 建发 CP001”); 筹资活动现金流量净额 9.33 亿元。

2015 年 1~3 月, 经营活动现金净流出 26.17 亿元, 主要是由于子公司建发地产支付土地出让金较多; 同期, 投资活动现金净额 0.89 亿元; 筹资活动现金净额为 27.15 亿元。2015 年 1-3 月, 公司现金收入比升至 124.86%。

总体看, 跟踪期内, 公司经营活动获现能力尚可, 经营活动净现金流波动大; 公司筹资活动净现金流仍体现为净流入, 但考虑到公司未来投资支出大, 对外筹资的依赖程度较高。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底, 公司资产总额 935.23 亿元, 同比增长 16.84%, 主要来自流动资产中预付款项和存货的增加。截至 2014 年底, 资产负债中流动资产占 88.41%, 非流动资产占 11.59%, 以流动资产为主, 构成较 2013 年底变化不大。

截至 2014 年底, 公司流动资产 826.85 亿元, 同比增长 15.24%, 构成主要为货币资金、预付款项和存货。

截至 2014 年底, 公司货币资金 66.43 亿元,

较 2013 年基本持平, 其中使用受限的资金包括行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等共计 8.88 亿元。

截至 2014 年底, 公司应收账款净额合计 29.83 亿元, 同比下降 38.51%, 主要是由于子公司建发地产收回厦门市湖里区财政局有关“后埔-枋湖旧村改造”项目的土地出让金分成款 26 亿元; 从账龄看, 其中 1 年以内的占 90.22%, 账龄较短; 应收账款前 5 名合计占 6.43%, 集中度分散。截至 2014 年底, 公司应收账款共计提坏账准备 2.03 亿元, 计提比例为 6.38%, 计提较充分。

截至 2014 年底, 公司预付款项 101.20 亿元, 同比增长 34.15%, 主要是由于预付供应链业务采购款增加所致; 其中 1 年以内的占 92.87%, 账龄短; 其中前 5 名合计占 20.29%, 集中度一般。

截至 2014 年底, 公司其他应收款 25.85 亿元, 同比下降 16.87%, 主要为往来款、保证金及押金、应收出口退税; 公司共计提坏账准备 1.05 亿元, 坏账计提比例 3.89%, 计提较充分。

截至 2014 年底, 公司存货 566.97 亿元, 同比增长 24.46%, 主要是房地产开发成本和开产品增加所致, 构成主要为开发成本(占 71.60%)、库存商品(占 13.96%)和开发产品(占 14.43%), 公司对库存商品计提跌价准备 0.93 亿元。

截至 2014 年底, 公司非流动资产 108.38 亿元, 同比增长 30.62%, 主要由投资性房地产、长期股权投资和长期应收款构成。

截至 2014 年底, 公司可供出售金融资产 4.96 亿元, 同比大幅增长, 主要是因为公司认购盛屯矿业非公开发行股票 1700 万股所致。

截至 2014 年底, 公司长期应收款 27.57 亿元, 由融资租赁款和分期收款提供劳务构成, 同比增长 57.78%, 主要源于分期收款提供劳务大幅增加所致(分期收款提供劳务主要是子公司厦门禾山建设发展有限公司“后埔-枋湖旧村改造”项目); 公司长期股权投资 13.45 亿元,

同比下降 4.46%，主要对以权益法核算的联营企业的投资，投资结构较上年变化不大；公司投资性房地产 33.58 亿元，同比增长 9.95%，主要为房屋及建筑物（占 94.28%），年底累计折旧和累计摊销 5.42 亿元，未计提减值准备。

截至 2014 年底，公司固定资产 9.31 亿元，同比增长 27.52%，主要由房屋及建筑物、运输设备构成和电子及办公设备构成，公司未计提减值准备；公司在建工程 2.66 亿元，同比增长 82.98%，主要是沈阳保时捷 4S 店、昆明保时捷 4S 店、建发国际大厦 2 号楼等装修新增投资导致。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 980.68 亿元，较上年底增长 4.86%，主要来自其他应收款、存货和可供出售金融资产的增加；其中流动资产占 88.50%，资产构成较 2014 年底基本持平。

总体看，跟踪期内，公司资产规模有所增长，以流动资产为主且资产结构保持稳定；流动资产中存货占比大，主要为房地产开发成本；非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资和投资性房地产构成；公司资产质量较好，流动性一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额 713.44 亿元，同比增长 12.02%，主要来自应付票据、预收款项和长期借款的增加；其中，流动负债占 74.93%，非流动负债占 25.07%，流动负债占比有所下降。

截至 2014 年底，公司流动负债 534.56 亿元，同比增长 8.93%，增加主要来源于应付票据、应付账款和预收款项。

截至 2014 年底，公司应付票据 52.25 亿元，同比增长 94.87%，主要是因为银行承兑汇票的大幅增加所致。截至 2014 年底，公司应付账款 82.72 亿元，同比增长 28.74%，主要是因为供应链运营业务规模扩大导致采购量增加。截至 2014 年底，公司预收款项 220.29 亿元，同比增长 10.10%，主要来自货款的增加。

截至 2014 年底，公司其他应付款 43.74 亿元，同比下降 6.56%，主要为预提税费及费用 29.25 亿元、往来款 7.34 亿元。截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 37.71 亿元，同比增长 13.92%，主要是新增一年内到期的中期票据“12 建发 MTN1”6.99 亿元导致。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 178.88 亿元，同比增长 22.36%，主要来自长期借款和长期应付款的增加。截至 2014 年底，公司长期借款 151.68 亿元，同比增长 19.33%，主要为抵押借款（占 56.90%）和保证借款（占 54.03%）。截至 2014 年底，公司长期应付款 12.10 亿元，同比大幅增长，主要是因为公司新增 ABS 项目 12 亿元导致，ABS 项目系后埔一枋湖片区旧村改造收益权专项资产管理计划；该专项计划发行的子公司建发地产后埔一枋湖片区旧村改造收益权专项资产支持证券，分为优先级资产支持证券和次级资产支持证券；该资产支持证券发行规模 14 亿元，其中：优先级资产支持证券发行规模 12 亿元，次级资产支持证券发行规模 2 亿元，优先级资产支持证券其中 2 亿元已到期。截至 2014 年底，公司应付债券 11.25 亿元，同比下降 38.14%，是因为公司 2012 年发行的中期票据“12 建发 MTN1”于 2015 年 9 月到期计入一年内到期的非流动负债导致。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为 752.69 亿元，较上年底增长 5.50%，主要来自短期借款、预收款项和长期借款的增加；其中流动负债占比小幅降至 72.41%，负债结构变化不大。

有息债务方面，截至 2014 年底，随着长期借款、长期应付款和应付票据的增加，公司有息债务增至 337.86 亿元，同比增长 12.04%；其中短期债务占比小幅下降至 48.22%，债务结构由短期债务向长期债务倾斜。

债务指标方面，截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率，均较 2013 年略有下降，分别为 76.28%、

60.37%和 44.09%。

截至 2015 年 3 月底，公司有息债务合计 375.60 亿元，较 2014 年底增长 11.17%，主要为短期借款和长期借款的增加，短期债务小幅下降至 45.97%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别小幅升至 62.23%和 47.09%，资产负债率较 2014 年基本持平，为 76.75%。

总体看，跟踪期内，公司负债总额及全部债务持续增长，负债结构变化不大，债务负担较重。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益合计 221.79 亿元，同比增长 35.62%，主要源自资本公积和未分配利润的增加；公司实收资本 28.35 亿元，同比增长 26.70%，是因为 2014 年 4 月公司向股东配售，实际配股增加的股份为 5.97 亿股，配股价格为 5.13 元/股，本次配股完成后，公司股份总数变为 28.35 亿股，扣除发行费用导致股本溢价增加资本公积 24.37 亿元，资本公积增长至 25.90 亿元。从构成来看，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 16.61%，资本公积占 15.17%，盈余公积占 4.46%，未分配利润占 62.99%。截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 227.99 亿元，较 2014 年底略有增长，主要来自未分配利润的增加。

总体看，跟踪期内公司所有者权益中未分配利润占比大，所有者权益稳定性较弱。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于公司流动资产增长相对较快，但存货占比大且持续增长，2014 年流动比率和小幅升至 154.68%，速动比率小幅降至 48.61%；截至 2015 年 3 月底分别为 159.24%和 47.75%。2014 年，公司经营活动现金流入量为流动负债的 2.45 倍，较 2013 年基本持平。总体看，考虑到公司流动负债中预收款项占比较大，主要为房产项目预收款，不需要公司未来进行现金支付，所以公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2014 年公司 EBITDA 增长至 51.96 亿元；随着有息债务的上升，EBITDA 利息倍数降至 3.67 倍；全部债务/EBITDA 倍数由 2013 年的 6.03 倍升至 6.50 倍。总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力保持较好水平。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得银行授信 830.33 亿元，尚未使用额度 413.14 亿元，间接融资渠道畅通；公司为深交所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保 8.02 亿元；其中，子公司联发集团对厦门软件职业技术学院担保 0.27 亿元，子公司厦门金原融资担保有限公司对外担保总额 7.75 亿元，2014 年发生代偿 1545.84 万元，联合资信将对此持续关注。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用机构代码为 G10350203000077108），截至 2015 年 4 月 28 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中不良类垫款 40 笔、贸易融资 1 笔、票据贴现 25 笔，主要是由于银行信贷系统与人行系统数据传输中产生滞后等情况导致。公司信贷过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司是以供应链运营和房地产为双主业的大型国有企业，在经营规模、业务多元化、营销网络等方面具有的显著优势；跟踪期间公司业务规模持续扩张，抗宏观周期波动风险能力突出。总体看，公司抗风险能力极强。

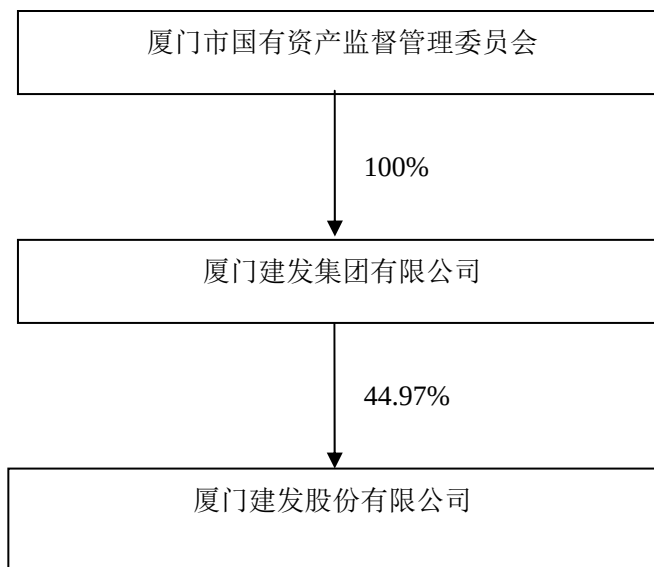
7. 存续债券偿还能力

“12 建发 MTN1”发行额度 7 亿元，2014 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 51.96 亿元和 1310.17 亿元，分别是该期债券本金的 7.42 倍和 187.17 倍。公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“12 建发 MTN1”保障能力很强。

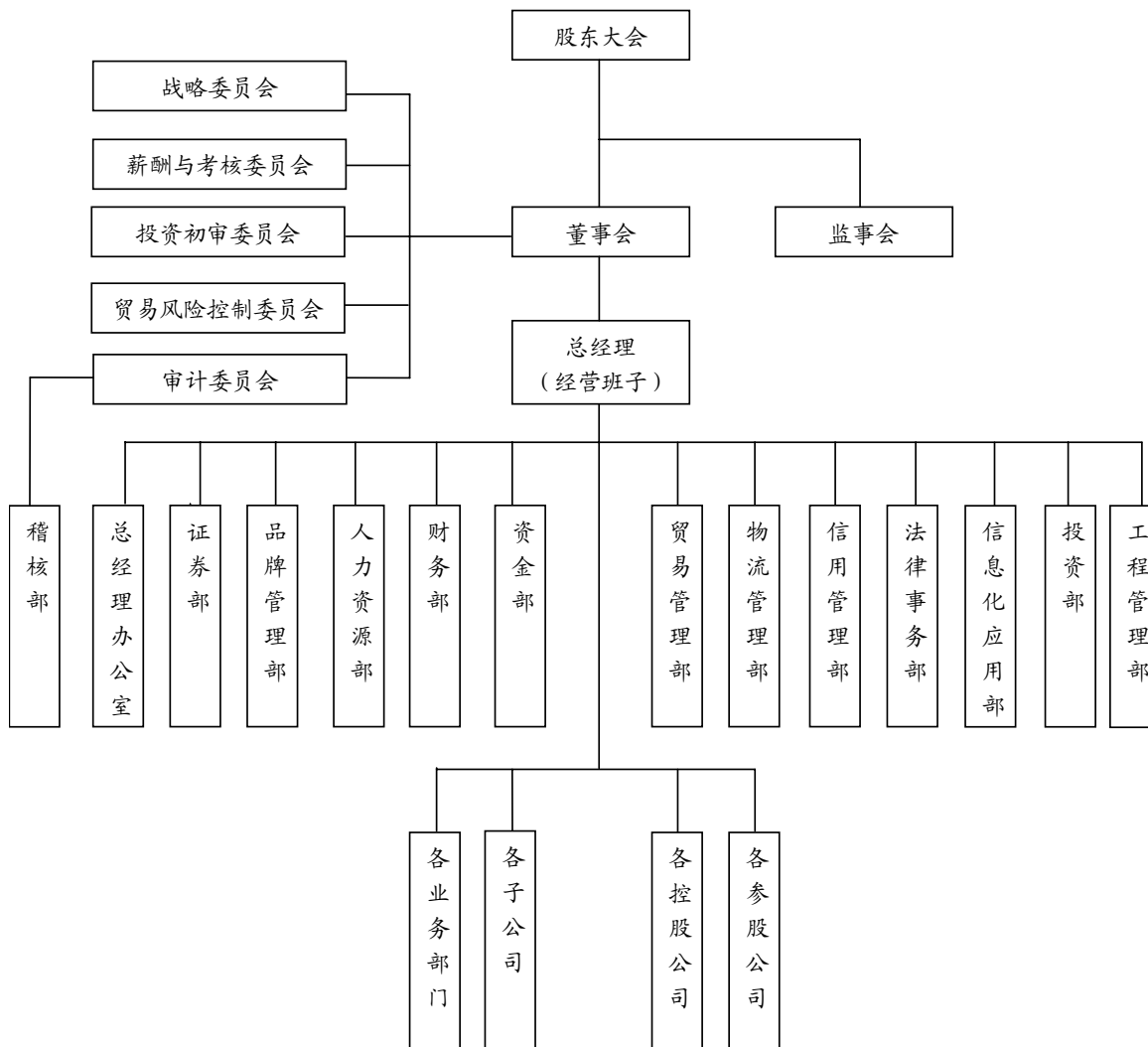
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“12建发MTN1”的信用等级为AAA。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	78.37	89.27	83.75	79.89
资产总额(亿元)	610.81	800.45	935.23	980.68
所有者权益(亿元)	129.56	163.55	221.79	227.99
短期债务(亿元)	153.96	156.27	162.93	172.68
长期债务(亿元)	111.15	145.29	174.93	202.92
全部债务(亿元)	265.11	301.56	337.86	375.60
营业收入(亿元)	911.67	1020.68	1209.25	237.71
利润总额(亿元)	35.99	45.83	46.84	5.74
EBITDA(亿元)	42.08	50.02	51.96	--
经营性净现金流(亿元)	47.54	-19.21	-4.72	-26.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.28	20.01	20.89	--
存货周转次数(次)	2.50	2.30	2.17	--
总资产周转次数(次)	1.61	1.45	1.39	--
现金收入比(%)	112.21	114.51	106.05	124.86
营业利润率(%)	7.23	7.38	6.40	5.58
总资本收益率(%)	7.87	7.81	6.56	--
净资产收益率(%)	20.61	20.74	15.21	--
长期债务资本化比率(%)	46.18	47.04	44.09	47.09
全部债务资本化比率(%)	67.17	64.84	60.37	62.23
资产负债率(%)	78.79	79.57	76.28	76.75
流动比率(%)	144.60	146.21	154.68	159.24
速动比率(%)	48.94	53.38	48.61	47.75
经营现金流动负债比(%)	12.86	-3.92	-0.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.87	5.13	3.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.30	6.03	6.50	--

注：2013 年、2014 年公司短期债务包含其他流动负债中的短期融资券；2014 年长期债务包含长期应付款中的 ABS 项目；2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。