

厦门建发股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2012年5月21日

财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 3 月
资产总额(亿元)	268.86	412.82	522.54	576.25
所有者权益(亿元)	57.34	75.57	100.97	107.46
长期债务(亿元)	44.26	92.37	101.63	103.06
全部债务(亿元)	136.08	191.87	246.04	265.94
营业收入(亿元)	405.51	660.96	802.54	186.29
利润总额(亿元)	16.57	28.36	36.47	6.47
EBITDA(亿元)	18.39	31.68	42.45	--
营业利润率 (%)	7.62	7.81	7.56	6.93
净资产收益率(%)	23.12	28.35	27.62	--
资产负债率(%)	78.67	81.69	80.68	81.35
全部债务资本化比率(%)	70.35	71.74	70.90	71.22
流动比率(%)	132.15	145.10	143.81	140.20
全部债务/EBITDA(倍)	7.40	6.06	5.80	--

注: 2012年1季度财务数据未经审计。

分析师

刘献荣 王妮娜

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

联合资信评估有限公司(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和房地产为主业的上市公司,在经营规模、业务多元化、营销网络等方面具有的显著优势。同时,联合资信也关注到公司债务负担重,未来计划资本支出规模较大,资产流动性一般,供应链运营业务一定程度上受全球经济形势变化、商品价格波动和贸易政策调整的影响,房地产业务受宏观调控和经济周期波动影响大等多种因素可能对公司经营及发展造成的不利影响。

公司经营规模不断扩大,充足的土地储备支撑了房地产业务的可持续发展,公司综合竞争力有望提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司已确立了供应链运营和房地产双主业格局,业务运作模式清晰,经营规模持续扩大。
2. 公司业务呈多元化发展,一定程度上分散了经营风险。
3. 公司在贸易、房地产方面经营历史长,在品牌信誉、营销网络等方面具有一定的竞争优势。

关注

1. 公司供应链运营业务易受全球经济波动和贸易政策调整的影响,房地产业受国家宏观政策调整和经济周期波动影响较大。
2. 受土地储备增多及项目开发规模扩大影响,公司存货占比较大,资产流动性一般。
3. 公司近年业务规模扩张,外部融资需求增

加，有息债务规模迅速扩大，债务负担重。

4. 公司房产业务在建拟建项目较多，未来计划资本支出规模较大。

一、主体概况

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有限公司)、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2012年3月底,公司总股本为22.38亿股,其中建发集团持有10.38亿股,占46.38%;社会公众股12亿股,占53.62%。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。

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2012年3月底,公司拥有直接投资的下属全资、控股子公司和参股公司共192家,其中全资子公司152家,控股子公司26家;参股公司14家。

截至2011年底,公司合并资产总额522.54亿元,所有者权益(含少数股东权益20.30亿元)100.97亿元;2011年公司实现营业收入802.54亿元,利润总额36.47亿元。

截至2012年3月底,公司合并资产总额576.25亿元,所有者权益(含少数股东权益22.98亿元)107.46亿元;2012年1~3月公司实现营业收入186.29亿元,利润总额6.47亿元。

公司注册地址:厦门市鹭江道52号海滨大厦六楼;法定代表人:黄文洲。

二、基础素质分析

1. 企业规模和竞争实力

目前,公司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,公司2011年列第49位;据中国对外经济贸易统计学会统计,公司列“2010年中国对外贸易500强企业”第117位,“2011年福建企业100强”第1位;公司股票入选“上证红利指数样本股”、“沪深300指数”、“上证公司治理指数样本股”等重要指数样本股。

公司拥有两家房地产公司,其中联发集团有限公司(以下简称“联发集团”,注册资本180000万元,公司持股95%)在“2008中国房地产品牌价值研究TOP10”评选中位列华南第8位;在“2011中国房地产百强开发企业总榜单”中位列第60名,并荣获“2011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”,公司持股54.65%)

在“2011 中国房地产百强榜”中位列第 50 名，曾荣获“中国房地产百强之星”、“中国房地产地方公司品牌价值 TOP10（华南地区）”等称号，房地产综合开发实力一直居厦门市前三位。截至 2012 年 3 月底，建发股份共有未开工的土地储备 291 万平方米，未销售的土地储备超过 600 万平方米，主要集中在厦门、福州、漳州、长沙、上海和成都。

公司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一定的竞争优势，为公司业务的开展提供了有利的支持。目前，公司的贸易网络已遍布全球，不但在福建省及东南沿海享有很高的知名度，在全国同行业中也拥有较高的知名度和认同，并成为公司的优势所在。

2. 人员素质

截至 2012 年 3 月底，公司在职员工 8630 人，无需承担费用的离退休职工。从学历构成情况看，本科及以上学历 3605 人，占 42%，大专学历的 2421 人，占 28%。公司员工文化素质普遍较高。

目前公司董事、监事和高级管理人员合计 16 人。公司法定代表人黄文洲先生，47 岁，会计师，历任建发集团财务部经理、总经理助理、副总经理、公司副总经理、总经理，现任公司董事长。公司总经理张勇峰先生，52 岁，硕士研究生学历，国际商务师，毕业于南昌陆校无线电专业，曾任厦门建发电子公司副总经理，厦门建发通讯系统公司副总经理、总经理，公司总经理助理、副总经理、常务副总经理；现任公司董事、总经理。公司高管人员具有多年的外贸进出口工作经历，企业和外贸业务经验丰富。

总体看，公司员工文化素质普遍较高，高管人员行业经验和管理经验丰富，有利于公司长远发展。

3. 股东状况

建发集团是公司的独家发起人，前身为厦门经济特区建设发展公司。厦门经济特区建设发展公司是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。建发集团主要从事股权投资业务，不从事具体生产经营业务。建发集团注册资本 35 亿元人民币，法定代表人为王宪榕。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的部署、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。建发集团主要控、参股企业有：建发股份、建发地产、厦门建发旅游集团有限公司、厦门航空有限公司等。

截至 2011 年底，建发集团（合并）资产总额 666.37 亿元，所有者权益（含少数股东权益）145.36 亿元；2011 年建发集团实现营业收入 828.57 亿元，利润总额 40.47 亿元。截至 2012 年 3 月底，建发集团持有公司的股份共 10.38 亿股，其中质押 1.80 亿股（占公司总股本的 8.04%）。

建发集团是福建省厦门市资产规模最大的国有独资企业集团，并连续多年位居福建省企业集团 100 强首位。建发集团从 1984 年开始从事进出口贸易，在公司成立以前就已经是一家在业内声名卓著的贸易公司。公司成立后，作为建发集团核心子公司，在人员和运营等方面得到了建发集团的大力支持，不仅取得了建发集团的进出口经营权，而且继承了其贸易网络。

4. 外部环境

区位优势

厦门市是中国首批实行对外开放的五个经济特区之一。2009 年 5 月，国务院发布《关于支持福建省加快建设海峡西岸经济区的若干意见》，提出加强沿海能源基础设施建设，

推进产业结构升级，建设海峡西岸先进制造业基地，继续发挥海峡西岸经济区对外开放的先行作用。福建省在海峡西岸经济区中居主体地位，厦门作为海峡西岸经济区的重要中心城市，经济特区经济发展的战略定位和强劲发展为公司的发展创造了一个良好的外部环境。

贸易物流业务方面，厦门拥有在福建东南沿海的经济龙头地位和厦门港进出口的综合优势，厦门港拥有东渡、海沧、鹭江、杏林等 7 个港区、77 个生产性泊位，已跻身国内大型一类港、世界集装箱大港 50 强之列。2011 年，厦门市全年进出口总值 701.67 亿美元，比上年增长 23.0%，其中，出口 426.47 亿美元，增长 20.7%；进口 275.20 亿美元，增长 26.8%。厦门一直以来是中国东南沿海对外贸易的重要口岸，随着对台合作的深化，厦门被列为首批两岸包机直航点、海上直航口岸，率先实现“大三通”；房地产业务方面，厦门已确定了海湾型城市的发展轮廓和海峡西岸经济区重要中心城市的战略定位，并获得了联合国人居奖，其独特的地理优势、自然景观及人文环境吸引了众多人士前来定居，拉动了厦门房地产行业的发展。

政策支持

税收方面，2007 年公司本部及在厦门注册的子公司企业享有特区优惠所得税税率为 15%。根据新所得税法，其中 2008 年按 18% 的税率执行，2009 年按 20% 税率执行，2010 年按 22% 税率执行，2011 年按 24% 税率执行，2012 年按 25% 税率执行。

总体看，区域经济的持续繁荣及特区优惠政策为公司的成长提供了良好的外部环境。

三、管理体制

1. 治理结构

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》及《关于上市公司建立独立董事制度的指导意见》等规范性文件的要求，

设立了董事会、监事会。公司实行董事会领导下的总经理负责制。按照证监会《关于在上市公司建立独立董事制度的指导意见》中的有关规定，公司制定了独立董事工作制度等规则，聘请了 3 名独立董事对公司的决策、管理和财务进行监督，对董事会的科学决策起到了积极作用。

根据公司管理的实际需要，公司内部设立了贸易管理部、物流管理部、信用管理部、投资部等 13 个职能部门，协助总经理管理日常工作。

公司是供应链运营和房地产开发为主营业务的综合型公司，控股股东是以资产投资为主的资产经营公司，二者不存在同业竞争的关系。公司拥有独立的生产、采购及销售系统，独立进行产品采购与销售。公司拥有独立的财务部门，拥有独立完整的会计核算体系和财务管理制度，公司的资金使用由公司的管理层或董事会按照规定做出决策，不存在控股股东干预公司资金使用情况。

总体看，公司法人治理结构完善，管理部门设置合理，职责清晰，管理制度较为完善。公司与控股股东之间股权关系清晰，经营独立。

2. 管理制度

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

在业务控制方面，公司管理层在执行业务

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

在信息控制方面，公司建立了有效的企业信息系统，员工能充分理解和执行公司的政策和程序，信息能够及时传达到应被传达到的人员，各下属单位信息能够及时、畅通的反馈到决策层。公司的信息系统内部控制具有完整性、合理性及有效性。

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

总体看，公司整体运作规范，综合管理水平较高，法人治理结构完善。

四、生产经营

1. 经营概况

通过几年的不断努力，公司于2009年正式确立了“供应链运营+房地产”双主业格局。其中供应链运营业务，是将之前分类的贸易、物流两块业务进行整合提升，通过供应链运营的深度和广度，立足优势领域，做精纵向，拓展横向，逐步形成掌握供应资源和销售渠道，中间提供物流、金融、信息等增值服务的经营模式，并已形成浆纸、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；房地产业务则主要依托联发集团和建发地产进行运营；其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等。

2009~2011年，公司营业收入逐年增长，年均复合增长率达40.68%，主要源于公司不断推进向供应链运营的战略转型，再加上全球经济复苏，进出口贸易和国内贸易大幅增长。从营业收入构成来看，2009~2011年，公司供应链运营业务收入一直占主导地位，2011年公司实现主营业务收入801.37亿元，其中供应链运营业务721.35亿元，占90.02%；房地产业务78.31亿元，占9.77%；其他业务1.71亿元，占0.21%。

表1 2009年-2012年3月底公司主营业务情况（单位：万元，%）

项目	2009年		2010年		2011年		2012年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	4055096.70	100	6609552.71	100	8013701.30	100	1862891	100
供应链运营业务	3450146.53	85.08	5998607.46	90.76	7213481.93	90.02	1688458	90.64
房地产业务	485461.16	11.97	493653.23	7.47	783121.11	9.77	165218	8.87
其他业务	119489.01	2.95	117292.02	1.77	17098.27	0.21	9215	0.49
营业成本	3694151.64	100	6014737.70	100	7303532.73	100	1717179	100
供应链运营业务	3279150.16	88.77	5697896.96	94.73	6855356.00	93.86	1605698	93.51
房地产业务	325505.68	8.81	231638.04	3.85	440916.21	6.04	108085	6.29
其他业务	89495.79	2.42	85202.70	1.42	7260.52	0.10	3396	0.20
毛利润	360945.06	100	594815.00	100	710168.57	100	145712	100
供应链运营业务	170996.37	47.37	300710.50	50.56	358125.93	50.43	82760	56.80

项目	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1-3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房地产业务	159955.47	44.32	262015.18	44.05	342204.90	48.18	57133	39.21
其他业务	29993.22	8.31	32089.32	5.39	9837.75	1.39	5819	3.99
毛利率	8.90		9.00		8.86		7.82	
供应链运营 业务	4.96		5.01		4.96		4.90	
房地产业务	32.95		53.08		43.70		34.58	
其他业务	33.51		37.66		57.54		63.15	

资料来源：公司提供

从利润构成来看，2009~2011 年，公司供应链运营业务呈上升趋势，且占利润的比例一直最高；房地产业务利润占比仅次于供应链运营业务，近三年均在 44% 以上；其他业务利润占比较低。2011 年公司毛利润 71.02 亿元，其中供应链运营业务占 50.43%，房地产业务占 48.18%，其他业务占 1.39%。从毛利率看，供应链运营业务毛利率基本稳定但仍处于较低水平，房地产业务和其他业务毛利率一直居高位，2011 年分别达 4.96%、43.70%、57.54%。公司整体毛利率呈小幅波动下降趋势，主要是受供应链运营业务和房地产业务毛利率下降拉低，整体毛利率在 2011 年和 2012 年 3 月分别下降至 8.86%、7.82%。

2012 年 1-3 月，公司实现营业收入 186.29 亿元，其中供应链运营业务 168.85 亿元，占 90.64%；房地产业务收入 16.52 亿元，占 8.87%。受房地产毛利率下降影响，公司业务整体毛利率较上年下降了 1.04 个百分点。

2. 供应链运营业务

(1) 行业分析

①进出口贸易

行业现状

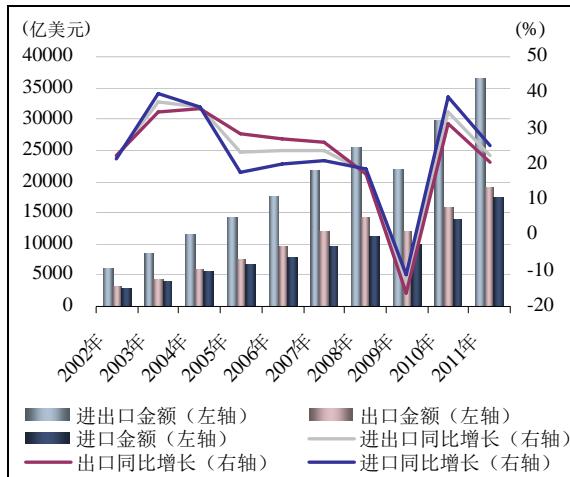
经济全球化是当今世界经济的主要特征，世界经济一体化趋势为中国广泛参与国际分工与合作提供了重要战略机遇。自 2002 年中国正式加入世界贸易组织以来，为中国充分利用经济全球化机遇创造了有利的条件，中国对外贸易增长速度连续 6 年保持在 20% 以上。2004 年开始，中国已成为世界第三大进出口

国，中国经济也已成为世界经济的重要组成部分。2008 年和 2009 年，因受美国次贷危机引发的国际金融危机影响，中国对外贸易进出口增速大幅回落。2009 年下半年以来，在低基数效应和世界经济见底反弹的带动下，中国外贸开始加快复苏。2010 年随全球经济复苏及外汇市场人民币升值影响，中国货物贸易进口超过 1.4 万亿美元，成为世界第二大进口国，占世贸总量的 10%，进出口总额增长速度实现较快恢复，且增速高于 GDP 增幅。进入 2011 年，在外围经济复苏乏力，以及国内通货膨胀压力下，中国进、出口均呈现出增速回落的态势。

根据海关总署发布的统计数据，2011 年，中国外贸进出口总值 36420.6 亿美元，同比增长 22.5%，增速较 2010 年回落 12.2 个百分点。其中出口 18986 亿美元，同比增长 20.3%，增速较 2010 年回落 11 个百分点；进口 17434.6 亿美元，同比增长 24.9%，增速较 2010 年回落 13.9 个百分点。中国对外贸易增势放缓，进出口增速、贸易顺差同比都有所回落，整体顺差不断收窄。

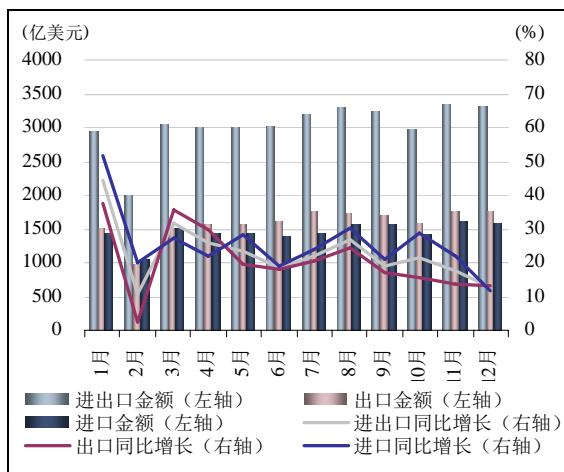
从 2011 年各月来看，上半年出口增速仍维持较快水平，下半年受国际整体经济形势恶化影响，出口增速开始回落；进口方面，受益于“扩大进口”的政策以及人民币的升值，1 月-10 月增速较为稳定，11 月-12 月期间，国内经济增长有所放缓，从而带动进、出口金额同比增速双双大幅回落。

图1 近年来中国对外贸易进出口总额情况



资料来源：海关总署

图2 2011年1-12月中国对外贸易进出口情况



资料来源：海关总署

2011年，受国际形势恶化、中国实施扩大内需政策，以及人民币年内升值近4.86%等综合影响，中国贸易顺差有所收窄，2011年实现贸易顺差1551.4亿美元，较上年收窄14.5%，顺差总额创06年来最低。

从贸易方式看，一般贸易增势明显优于加工贸易，贸易方式结构继续改善。据海关总署统计，2011年，中国一般贸易进出口19245.9亿美元，增长29.2%，占同期中国进出口总值的52.8%，所占比重较2010年提升2.7个百分点。其中出口9171.2亿美元，增长27.3%，高出同期出口总体增速7个百分点，进口10074.7亿美元，增长31%，高出同期进口总体增速6.1

个百分点；一般贸易项下出现逆差903.5亿美元，扩大85.8%。同期，中国加工贸易进出口13052.1亿美元，增长12.7%。其中出口8354.2亿美元，增长12.9%；进口4697.9亿美元，增长12.5%。加工贸易项下的顺差为3656.3亿美元，扩大13.4%。

从贸易伙伴看，中国贸易伙伴多元化趋势明显，其中对欧美日传统市场增长平稳，对新兴市场国家贸易增长强劲。2011年，中欧贸易总值5672.1亿美元，增长18.3%。中美贸易总值为4466.5亿美元，增长15.9%。中国与东盟贸易总值为3628.5亿美元，增长23.9%。其中，中国对东盟出口1700.8亿美元，增长23.1%；自东盟进口1927.7亿美元，增长24.6%；对东盟贸易逆差226.9亿美元，扩大37.1%。中日贸易总值为3428.9亿美元，增长15.1%。而对巴西、俄罗斯和南非等国家贸易进出口总值分别增长34.5%、42.7%和76.7%，均高于同期中国总体进出口增速。

从贸易主体结构看：外商投资企业继续占据主导地位，民营企业出口能力增强。2011年，外商投资企业进出口18601.6亿美元，增长16.2%，占同期中国进出口总值的51.1%，所占比重下降2.8个百分点。同期，民营企业（包括集体、私营企业及其他企业）进出口10212.8亿美元，增长36%，高出同期中国进出口总体增速13.5个百分点，占同期中国进出口总值的28%，比上一年提升2.8个百分点。此外，国有企业进出口7606.2亿美元，增长22.2%。

从商品结构看，呈现出传统优势持续稳固、新竞争优势不断增强、商品质量和效益不断提高的趋势。2011年，中国机电产品和高新技术产品出口仍保持了稳定增长，出口增幅分别为16.3%和11.5%。传统优势产品出口显示较强竞争力，纺织纱线、织物及制品、服装及衣着附件和鞋类出口分别增长了22.9%、18.3%和17.1%，出口商品价格平均上涨10%，高于去年同期8.4个百分点，与此同时，资源能源型产品出口则大幅减少，钢坯、煤和成品油的

出口量分别下降了 96.6%、20.8% 和 6.7%。

2012 年一季度，中国实现外贸进出口总额 8594 亿美元，同比增长 7.3%；其中，出口 4300 亿美元，增长 7.6%，进口 4294 亿美元，增长 6.9%，增速进一步回落，并处于历史较低水平；受飞机和汽车的进口大幅增加影响，2 月进出口贸易出现逆差 42.5 亿美元，受此影响，一季度实现贸易顺差仅 6.6 亿美元，顺差较 2011 年四季度进一步收窄。

2012 年一季度，机电产品出口额保持增长，机电产品、高新技术产品分别实现出口额 2530 亿美元和 1273 亿美元，同比分别增长 9.1% 和 7.3%；轻工产品出口增速大幅放缓，部分产品出口同比下降。机电产品出口的增加表明中国高技术、高附加值的产品正逐步替代传统行业占据对外贸易的重要地位，同时也表明中国以地产调控、以消费替代投资为代表的产业结构调整开始取得成效。随着人民币的升值，国外奢侈品的国内市场将进一步打开。

2012 年一季度，中国对欧出口负增长，但与新兴市场贸易仍呈较快增长态势。中国对欧盟出口增速从去年三季度的 18.2% 回落到四季度 6.5%，2012 年一季度对欧盟出口则下降了 1.8%，其中对意大利下降 29.4%，对德国下降 2.9%。与此同时中国与新兴市场国家贸易增长仍然较快，与金砖国家贸易额同比增长 14%，与东盟贸易额增长 9.2%。

行业关注

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道，2011 年人民币对美元升值近 4.86%。人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，

尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响。

伴随贸易环境日益趋紧，中国贸易摩擦也不断增多。2008 年国际金融危机以来，各国为了保护本国工业加强了各种形式的贸易壁垒，中国在国际市场上遭遇了空前的贸易摩擦，外部贸易环境日趋复杂。目前中国已连续 17 年成为全球遭遇贸易摩擦最多的国家，摩擦形式不断翻新，涉及产业不断扩大，发起国别不断增加，体制机制性问题逐渐增多。据世界银行统计，自 2008 年 11 月 15 日 20 国集团领导人华盛顿金融峰会以来，20 国中有 17 国实施了 47 项新的贸易限制措施。据 2009 年 3 月份《WTO 审核成员国应对金融危机措施的报告》，过去几个月各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等。

2010 年中国遭遇的贸易摩擦达到了历史最高点，个案所涉及的贸易金额也达到了历史最高水平。根据商务部网站的统计，2010 年 1-8 月，共有 17 个国家（地区）对中国发起 79 起贸易救济调查（其中，反倾销 50 起，反补贴 9 起，保障措施 13 起，特保 7 起），涉案总额约 100.35 亿美元，同比分别增长 16.2% 和 121.2%。进入到 2011 年，贸易摩擦仍较严重，2011 年 1 至 11 月，中国遭遇了 60 项贸易调查。中国整个新能源领域乃至战略性新兴产业成为贸易保护主义的新目标。标志性的事件是，美国商务部决定对中国输美太阳能电池(板)发起反倾销和反补贴调查，启动了对华清洁能源领域的首个“双反”调查。

行业政策

政策方面，2008 年以来，国际金融危机引发的全球性经济放缓对中国外贸出口的影响开始加速显现。为了降低国际金融危机的负面影响，中国于 2008 年 8 月 1 日、11 月 1 日和 12 月 1 日连续大规模上调劳动密集型产品和机电产品的出口退税率。2008 年出口退税率上

调所涉及商品共计出口 6484.4 亿美元，增长 14.7%，增速回落 11.5 个百分点，合计占同期中国出口总额的 45.4%。

财政部、海关总署、国家税务总局对有关进口设备税收优惠政策进行相应调整，取消进口设备免征进口环节增值税政策，对 2008 年 11 月 9 日及之前获得《国家鼓励发展的内外资项目确认书》的项目，于 2009 年 6 月 30 日及以前申报进口的设备及其配套技术、配件、备件，按原规定继续执行免征关税和进口环节增值税的政策，2009 年 7 月 1 日及以后申报进口的，一律恢复征收进口环节增值税。2009 年进一步完善征税和通关政策措施，便利加工贸易产品内销。

2010 年外贸经济形势有所好转，财政部和国家税务总局联合下发《关于取消部分商品出口退税的通知》，从 2010 年 7 月 15 日起，406 种商品的出口退税将遭取消，此前，这 406 种商品均享受 5% 到 17% 不等的出口退税率。此次财税部门取消出口退税的部分产品主要是“两高一资”产品，是按照低碳节能和淘汰落后产能的方向进行的，也是减少国际摩擦的措施之一。

2011 年以来，世界经济增速相对减缓，贸易摩擦和人民币升值仍是制约中国经济稳步发展的关键因素，为应对贸易环境变化，中国不断调整进出口退税政策，优化贸易结构，主要体现在两个方面：一是进口税收政策。继续扩大鼓励软件和集成电路产业以及科学研究所需设备享受免征进口关税及进口环节增值税。如出台《国务院关税税则委员会关于调整部分商品进口关税的通知》，自 2011 年 7 月 1 日起，对汽油等 33 个税目商品下调进口关税税率。二是出口退税政策。继续出台税收扶持政策，拉动国内经济迅速增长。如财政部、国家税务总局下发《关于边境地区一般贸易和边境小额贸易出口货物以人民币结算准予退（免）税试点的补充通知》，放宽边境贸易出口退税企业享受范围，以及《国家税务总局关

于代理出口货物相关税收问题的公告》等文件，修订代理出口货物视同内销的税收处理。同时扩大高新技术企业出口货物免抵税范围等。

进入 2012 年，在全国进出口工作会议上，商务部部长陈德铭指出，2012 年要保持外贸政策的稳定性和连续性，保持出口退税政策基本稳定，完善退税机制，加快退税进度。同时，支持企业培育自主品牌、完善国际营销网络、建设研发设计中心。严格控制“两高一资”商品出口，巩固传统商品竞争优势，扩大高技术含量、高附加值商品出口，加快战略性新兴产业国际化。

总体看，中国对外贸易的发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关，近几年，中国对外贸易增势放缓，顺差不断收窄，贸易平衡状况继续改善，贸易方式构成逐渐改变，贸易伙伴趋于多元化，进出口产业、产品结构调整与升级加快，行业政策不断调整。从长期来看，汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进使得中国贸易平衡状况将日益改善，政策鼓励下的产业及产品结构调整与升级将带动中国贸易企业国际竞争力进一步增强。但短期内，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

②国内贸易

近年来，中国国内贸易快速发展，特别是 2008 年以来，为应对国际金融危机的冲击，国家出台了一系列扩大内需、促进消费等政策措施，对保持国内贸易稳定发展起到了明显的促进作用。市场规模进一步扩大，社会消费品零售总额保持了持续快速增长态势。

据国家统计局统计数据显示，社会消费品零售总额由 2006 年的 7.9 万亿元增加到 2010 年的 15.7 万亿元，增长 98.3%，年均增长 18.1%。2006~2010 年，全国限额以上批发零售企业主要商品零售额中，年均增速最快的是

汽车类(39%)、建筑及装潢材料类(37.9%)、家电和音像器材类(20.3%)、通讯器材类(15.9%)和金银珠宝类(38.1%)。2010 年对社会消费品零售总额贡献率最高的商品主要集中在汽车类(32.3%)、石油及制品类(19.9%)和食品饮料烟酒类(10.8%)。一些新型高科技产品、消费比重不大的升级消费品，已逐渐成为市场新宠。如家电和音像器材、金银珠宝、通讯器材等对市场销售的贡献率分别达到 6.6%、3% 和 1.1%。国内贸易步入了快速发展期，成为改革开放以来发展最快的期间之一。

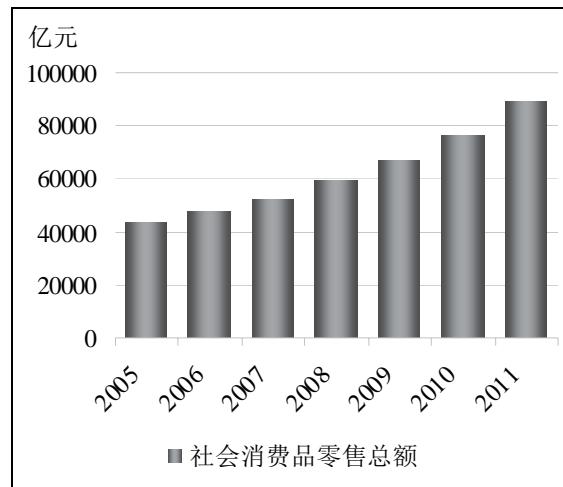
2011 年以来，在持续扩大内需政策的支持下，国内贸易继续保持稳定增长。据国家统计局统计，2011 年全年社会消费品零售总额 181226 亿元，同比名义增长 17.1%。据商务部监测，全国 3000 家重点零售企业销售额同比增长 15.9%，增速比 2010 年放缓 2.2 个百分点，从历史数据看，仍处于较快增长区间。其中吃、穿类商品销售额分别增长 17.9% 和 18.5%，比上年上升 1.9 和 0.4 个百分点。住行类商品销售增速回落。建筑及装潢材料销售额增长 9.0%，汽车销售额增长 3%，分别比上年回落 0.2 和 23.4 个百分点。食用农产品价格小幅上涨。

2012 年一季度，社会消费品零售总额增速略有放缓，社会消费品零售总额 49319 亿元，同比名义增长 14.8%（扣除价格因素实际增长 10.9%），增速较上年同期略有下降 1.54 个百分点。

从政策层面看，2005 年以来，党中央、国务院和地方各级政府实施了一系列扩内需、保增长的政策措施，尤其是 2008 年以来，为应对美国次贷危机引发的国际金融危机，大范围、强力度出台了扩大消费的一揽子政策措施，充分抓住居民收入水平提高、消费结构升级的有利时机，以耐用消费品为切入点，运用财政补贴手段刺激消费，实施了家电、汽车下乡和以旧换新等直接促进消费的政策，挖掘消费潜力，扩大了即期消费，促进了城乡消费持续较快增

长。同时也带动了家电、汽车流通服务网络和再生资源回收利用体系建设，促进了循环经济发展。2011 年，为减轻中低收入者纳税负担，全国人大常委会通过修改后的个人所得税法，将个税起征点提高至 3500 元，于 2011 年 9 月 1 日起施行。个税的调整将有助于拉动内需，扩大居民消费。进入 2012 年，在宏观经济下行背景下，国家新一轮扩大内需政策将陆续出台，2012 年 5 月，国务院常务会议决定，安排财政补贴 265 亿元，启动推广符合节能标准的空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器，推广期限暂定一年；安排 22 亿元支持推广节能灯和 LED 灯；安排 60 亿元支持推广 1.6 升及以下排量节能汽车；安排 16 亿元支持推广高效电机。

图 3 2005~2011 年全国社会消费品零售总额



资料来源：国家统计局

总体上看，2012 年在外需疲软，投资放缓的背景下，拉动内需对保持中国经济稳定增长将具有更为重要的作用，为此今年以来国家陆续出台了一系列拉动内需的政策，以实现保增长目标，为国内贸易的平稳发展创造了有利条件。从长期看，近年来国内贸易呈快速发展态势，经济发展的地区、城乡、产业结构的不平衡性以及中国仍处在并长期处在工业化和城镇化加速推进的阶段为国内贸易发展进一步发展提供良好的外部支撑，未来发展空间较大。

总体看，近年来国内贸易呈快速发展态势，经济发展的地区、城乡、产业结构的不均衡性以及中国仍处在并长期处在工业化和城镇化加速推进的阶段为国内贸易进一步发展提供良好的外部支撑，未来发展空间较大。

③物流业务

物流业是融合运输业、仓储业、货代业和信息业等的复合型服务产业，是国民经济的重要组成部分，在促进产业结构调整、转变经济发展方式和增强国民经济竞争力等方面发挥着重要作用。世界经济一体化进程的加速和中国进出口贸易的持续增长也使得社会对现代物流的需求日益迫切。

近年来中国物流业总体规模快速增长，服务水平显著提高，发展环境和条件不断改善。根据中国物流与采购联合会统计，2000~2010年，全国社会物流总额年均增长23%，全国物流业增加值年均增长14%。2010年全国社会物流总额125.4万亿元，较2008年增长39.49%。从社会物流总额的构成看，工业品物流总额113.1万亿元，按可比价格计算，同比增长14.6%，增幅比上年提高0.5个百分点，占社会物流总额的比重为90.2%，是带动社会物流总额增长的主要因素。进口货物物流总额9.4万亿元，按可比价格计算，同比增长22.1%，增幅比上年提高34.9个百分点，表明中国进口货物物流重回快速增长通道。农产品物流总额、再生资源物流总额和单位与居民物流总额同比分别增长4.3%、39.5%和14.7%。2011年全国物流业增加值为3.2万亿元，同比增长13.9%，占服务业增加值的15.7%，与上年基本持平。总体来看，社会物流总额仍然保持平稳较快增长，且增势更加平稳。

近年来，一些制造企业、商贸企业开始采用现代物流管理理念、方法和技术，实施流程再造和服务外包，传统运输、仓储、货代企业实行功能整合和服务延伸，加快向现代物流企业转型，物流业发展水平显著提高。社会物流总费用与GDP的比率是衡量一个国家物流效

率的标志，比率越低，物流效率越高。2011年全国社会物流总费用8.4万亿元，同比增长18.5%。与GDP的比率为17.81%，与上年基本持平。而发达国家该比率均在10%左右，中国物流效率仍有待提高。

图4 2006年~2011年中国物流总额及增长率



资料来源：中国物流与采购联合会

交通设施规模迅速扩大，为物流业发展提供了良好的设施条件。物流园区加快建设，仓储、配送设施现代化水平不断提高，近年来一批区域性物流中心正在形成。目前中国东部地区已经形成了以各大城市群为中心的五大区域性物流圈格局：以北京、天津、沈阳、大连和青岛为中心的环渤海物流圈；以上海、南京、杭州和宁波为中心的长江三角洲物流圈；以厦门和福州为中心的环台湾海峡物流圈；以广州和深圳为中心的珠江三角洲物流圈；以武汉和郑州为中心的中原物流圈。

和发达国家相比较，中国物流业的总体水平仍然偏低，存在一些问题：全社会物流运行效率偏低；社会化物流需求不足和专业化物流供给能力不足的问题同时存在，“大而全”、“小而全”的企业物流运作模式还相当普遍；物流基础设施能力不足，尚未建立布局合理、衔接顺畅、能力充分、高效便捷的综合交通运输体系，物流园区、物流技术装备等能力有待加强；地方封锁和行业垄断对资源整合和一体化运作形成障碍；物流技术、人才培养和物流标准还不能完全满足需要，物流服务的组织化和集

约化程度不高。

此外，2011 年以来，由于物流业受到燃料和人工成本上升影响，利润率同比大幅下滑，因欧美相继发生债务危机，宏观经济短期下滑风险对物流业也造成较大的负面冲击。根据对重点物流企业统计调查数据显示，2012 年 1~2 月物流企业主营业务收入同比增长 16.6%，比上年同期回落 18 个百分点，主营业务成本占主营业务收入比重为 89.9%，比规模以上工业企业高 5.1 个百分点。1~2 月重点物流企业主营业务收入利润率为 5.5%，比去年同期回落 3.7 个百分点。

为适应经济全球化趋势的客观要求，“十二五”规划纲要再次强调大力发展现代物流业，明确指出加快建立社会化、专业化、信息化的现代物流服务体系，大力发展第三方物流；优先整合和利用现有物流资源，加强物流基础设施的建设和衔接，提高物流效率，降低物流成本；推动农产品、大宗矿产品、重要工业品等重点领域物流发展；优化物流业发展的区域布局，支持物流园区等物流功能集聚区有序发展；推广现代物流管理，提高物流智能化和标准化水平。

为应对国际金融危机影响、促进平稳较快发展、培育新经济增长点，2009 年 2 月 25 日国务院审议并原则通过物流业调整振兴计划，指出必须加快发展现代物流，建立现代物流服务体系，以物流服务促进其他产业发展；加快企业兼并重组，培育一批服务水平高、国际竞争力强的大型现代物流企业。

2012 年 1 季度中国物流运行总体平稳，社会物流需求呈趋稳态势，社会物流总费用快速增长，物流业增加值稳步增长，同时物流业固定投资有所回落，物流服务价格保持低位。根据中国物流信息中心数据显示，2012 年 1 季度，中国社会物流总额 38.6 万亿元，按可比价格计算，同比增长 10.9%。社会物流总费用 1.9 万亿元，同比增长 12.2%，增幅同比回落 5.7 个百分点，社会物流总费用与 GDP 的比率为

17.9%，与去年同期持平，显示出经济运行中的物流成本依然较高。物流相关行业固定资产投资完成额 0.5 万亿元，同比增长 7.7%，比去年同期回落 20.9 个百分点；物流服务价格低位运行。

总体看，2011 年中国社会物流总需求增速虽然趋缓，但物流专业化、社会化进程在结构调整中明显加快，物流业整体发展仍保持良好态势，未来经济的持续发展以及政策力促物流企业兼并重组，培育大型物流企业，将促进行业运行效率提升和优胜劣汰，物流业中长期发展前景良好。

（2）公司供应链运营

2005 年开始，由于传统贸易业务效益下降，公司向供应链管理转型，以提高盈利能力，并在纸业上取得成功。经过多年发展，目前公司已从上市时单纯以进出口贸易及港口贸易配套服务为主，向以供应链运营为核心的现代服务型企业转型。2009~2011 年，供应链运营业务一直为公司第一大主业，年复合增长率为 44.59%，2011 年为 721.35 亿元，较上年增长 20.25%，主要原因是公司抓住全球经济复苏、进出口市场恢复和国家经济政策相对宽松的有利时机，积极开拓业务，业务规模和经营效益均快速增长，实施供应链运营战略获得显著效益。

目前公司拥有贸易类全资或控股子公司 95 家、物流类全资或控股子公司 16 家，负责供应链运营业务的经营，并形成了浆纸、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业务板块。全资子公司上海建发、建发金属、建发物资、建发纸业、建发汽车及建发物流是公司供应链运营板块的核心企业。

表2 2009年-2012年1-3月公司主要子公司供应链运营
业务收入情况 单位:亿元

	2009年	2010年	2011年	2012年1-3月
上海建发	43.62	164.33	177.32	16.87
建发金属	2.97	15.29	38.53	12.58
建发物资	8.62	34.85	38.92	6.65
建发纸业	67.06	81.31	81.09	16.80
建发汽车	10.69	33.30	46.05	11.65
建发物流	19.46	43.96	62.12	15.03
合计	152.42	373.04	444.03	79.58

资料来源：公司提供

公司供应链运营业务中，钢铁和化工产品是收入较大的两个子板块，其收入约占41%以上。

表3 公司2011年及2012年1-3月公司供应链运营主要子板块收入及占比情况 单位：万元

子板块	2011年		2012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
浆纸	767317	10.64%	168813	10.05%
钢铁	1962176	27.20%	488528	29.08%
矿产品	737274	10.22%	184028	10.95%
化工产品	1011269	14.02%	181622	10.81%
农产品	229059	3.18%	35693	2.12%
机电产品	193192	2.68%	59857	3.56%
轻纺产品	312237	4.33%	84132	5.01%
物流服务	72964	1.01%	19653	1.17%
汽车	431794	5.99%	111099	6.61%
酒类	100026	1.39%	18270	1.09%

资料来源：公司提供

从上表看，钢铁、浆纸、矿产品和化工产品是收入较大的子板块。钢铁供应链业务是近年来公司增长最快的行业，主要由建发金属和建发物资负责运营，目前公司是本钢、鞍钢、首钢、河钢等钢铁巨头的前十位经销商。经营的钢材品种主要有螺纹钢、线材、热轧、冷轧、镀锌、钢坯、中厚板等，销售市场集中在福建、京津唐、江浙沪、两广及山东等地。公司拟通过五年时间，逐步建立“建发钢铁超市”业务模式，为此拟在青岛地区建设钢材市场，将其打造为贸易、金融、电子商务、仓储、加工配送一体化的钢铁供应链服务平台。

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。公司通过向各大

造纸厂提供木浆、竹浆、废纸等造纸原料，同时经销造纸厂的纸张产品，销售终端客户为国内众多印刷厂与出版企业。针对日益扩大的国内纸张市场，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。

矿产品、农产品、化工产品、机电产品、轻纺产品是公司正在重点培育的几个主要业务板块，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。

汽车板块，目前公司共有23家汽车4S店及展厅，主营保时捷、进口大众、进口三菱、宾利等高端品牌，是福建地区最大的品牌汽车经销商，2011年进口车销售超过5350辆，同比增长超过35%，目前公司已经成为保时捷在中国最重要的合作伙伴之一，也是保时捷汽车全球十大经销商之一。公司未来将继续扩大规模并延伸服务链条，力争售后服务业务成为利润持续增长的重要来源。

酒类方面，公司目前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。随着国内消费升级趋势增强，国外进口红酒以及国内高端白酒仍处于供不应求阶段，公司拥有品牌、信誉和渠道优势，预计酒类业务将会增长较多。

公司物流服务业务主要由下属全资子公司建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”，注册资本30000万元，公司持股100%）及其他全资或控股子公司共16家负责。建发物流是一家集国际货物运输代理、报关报检、货物运输、仓储、装卸、分拨配送、流通加工、包装等为一体的专业物流企业，现拥有20多万平方米的仓储物流园区及完善的物流信息

系统和配套设施，并在上海、福州、泉州等地设立了分支机构，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。

2008年建发物流参与供应链管理，秉持供应链、物流一体化经营战略，向供应链上下游环节延伸物流服务，一方面不断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。2010年8月建发物流通过国家认可的物流行业5A资质评审。

2008年受全球金融危机影响，公司供应链运营中贸易业务下降，商品价格波动大，尤其矿产品、纸浆及各种原材料价格波动幅度较大。2009年起，公司抓住全球经济复苏及中国宽松的经济政策之机，大力发展进出口贸易，业务量大幅上升，公司经营良好。公司专门成立了贸易风险控制委员会，负责对公司大宗商品、大额贸易合同和大额客户授信额度进行管控，以规避大宗商品经营风险。此外，在风险控制方面，公司加快货款回笼，慎用信用政策，出口和内贸业务尽量采取向信用保险公司投保，保障货权和货款的安全。

公司客户遍及世界70多个国家和地区，进出口贸易地区主要分布在欧盟、东盟、南美、非洲、美国、东欧等，主要经营商品均有长期固定合作的上下游客户。在国内贸易市场，除福建外，公司在北京、上海、广东等地均设立了销售公司。

总体看，公司依靠相关专业、规模、渠道和资金等优势，构建了上控资源、下控渠道，中间提供物流、金融、信息等增值服务的经营模式，业务规模增长迅速，盈利空间扩大。同时，联合资信也注意到公司供应链运营业务一定程度上受全球经济形势变化、商品价格波动和贸易政策调整的影响。

3. 房地产板块

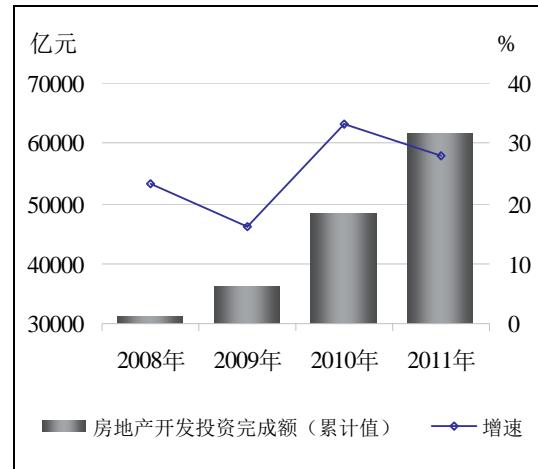
(1) 行业分析

行业现状

房地产行业是国民经济的基础性传统行业之一，与建筑、建材、工程机械等60余个行业密切相关，是与国民经济高度关联的产业。在经历了2003年~2007年的快速发展阶段后，房地产业已成为国民经济重要支柱产业之一，进入2008年，由于受金融危机及国家调控政策影响，房地产市场整体陷入低迷，房地产行业开始进入调整转型阶段，2009年以来，为对冲经济下行风险，国家相继出台了刺激经济的相关政策，房地产行业开始快速增长。但伴随着房价的过快上涨，相继出现了一系列问题，政府对房地产的政策取向发生了转变，由支持逐步转向收紧。2011年由于受国家宏观调控影响，房地产行业增速有所放缓，但整体仍呈增长态势。

从房地产开发投资完成情况看，房地产开发投资仍高速增长。2011年全国共完成房地产开发投资61740亿元，比2010年增长27.9%，增速下降5.3个百分点。

图5 房地产开发投资完成额情况

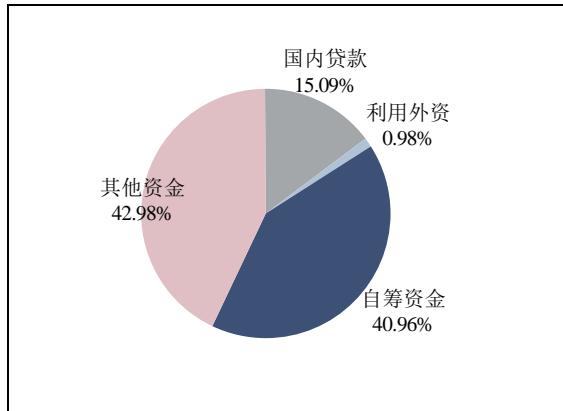


资料来源：wind 资讯

从房地产资金来源情况看，利用外资、自筹资金大幅增长，其他资金增速平稳。据wind数据显示，2011年房地产开发企业本年资金来源83245.94亿元，比上年增长14.2%，增速较上年下降12.1个百分点。其中，国内贷款12563.79亿元，与上年基本持平；利用外资813.63亿元，增长2.9%，增速较上年的64.93%大幅下降；自

筹资资金34093.4亿元，增长27.99%，较上年下降20个百分点；其他资金35775.12亿元，增长8.57%，增速较上年下降9个百分点。

图6 2011年房地产行业资金来源情况



资料来源：国家统计局

从土地市场供求情况看，全国土地市场价格齐涨。2011年住房用地市场运行保持了较为平稳的状况。据国土资源部数据显示，截至2011年12月底，全国未竣工房地产项目用地约为前三年房地产用地平均供应量的3.4倍，未竣工土地总体能够满足持续开发需要。市场上地价涨幅回落，土地市场趋于理性。2011年第4季度，全国主要监测城市各用途平均地价增速持续放缓，商业、住宅、工业地价环比增速连续三个季度回调，同比增速连续两个季度回调；第4季度，住宅平均地价环比增幅已跌落至0，环比负增长的城市由上一季度的12个增加到37个。

从商品房市场供求情况看，商品房供给增幅放缓，销售量进一步回落。2011年全国房地产开发企业房屋施工面积50.80亿平方米，比上年增长25.3%；房屋新开工面积19.01亿平方米，增长16.2%；虽房屋施工面积进一步增长，但房屋建筑竣工率（竣工面积/施工面积）却由2010年的18.7%下降至2011年的17.6%，下降了1.1个百分点，商品房供给增幅放缓。与此同时，在一系列房地产市场调控政策作用下，全年商品房销售面积10.99亿平方米，比上年增长4.9%，增幅回落5.2个百分点；商品房销售额5.91万亿元，增长12.14%，增幅回落6.72个百分

分点。

表4 2011年全国房地产行业主要开发指标

指标	2011年	增长率(%)
本年完成投资额(万亿元)	6.17	27.9
房屋施工面积(亿平方米)	50.80	25.3
房屋竣工面积(亿平方米)	8.92	13.3
房屋新开工面积(亿平方米)	19.01	16.2
商品房销售面积(亿平方米)	10.99	4.9
商品房销售额(万亿元)	5.91	12.14

资料来源：wind 资讯

从商品房销售价格看，调控效果在限购城市逐步显现，百城价格指数开始下跌。2010年随着《国务院关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》等调控措施的实施，从2010年5月份开始，房屋销售价格同比涨幅连续8个月回落，2010年12月份新建住宅和二手住宅销售价格同比涨幅分别为7.6%和5.0%，比涨幅最高的4月份回落7.8和5.5个百分点。进入2011年，受房地产调控政策进一步升级及货币政策仍然维持紧缩政策取向等多种因素综合影响，房地产市场呈下行趋势，进入9月份，调控效果在限购城市进一步显现，百城住宅均价出现近一年来的首次下跌，9月~11月一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是东部沿海的上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，主流品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。

进入2012年，在“坚持房地产调控不动摇”的政策取向的背景下，2012年第1季度，房地产市场景气继续回落，3月份国房景气指数降至96.92，比上月回落近1个百分点。从房地产市场运行数据看，呈现价量齐跌态势。2012年第1季度，房地产开发房屋销售面积15239万平方米，同比减少13.6%，增幅比去年同期减少28个百分点，比上季度减少7.5个百分点。居住地价和住房价格全面下降，2012年第1季度，居住用地价格下降，降幅为

0.04%。70 大中城市房价环比持续下降，同比涨幅持续下降至负增长。1-3 月各月份，70 大中城市新建住宅价格环比分别下降 0.1%、0.1%、0.15%，同比分别上涨 0.75%、上涨 0.15%、下降 0.3%。与此同时，房地产开发投资增幅较快回落，购置土地面积和住房新开工面积负增长。2012 年第 1 季度，房地产开发完成投资 10927 万元，同比增长 23.5%，增幅比去年同期减少 11 个百分点。房地产开发企业购置土地面积继续负增长，同比减少 3.9%，增幅比去年同期减少 37 个百分点。

市场竞争

从整个房地产市场看，该市场属于垄断竞争市场结构，但具体到区域或项目，房地产市场为寡头垄断市场，甚至是垄断市场。随着房地产行业市场竞争的升级，资本实力将成为企业竞争的主导因素，实力雄厚、具有相当规模和品牌优势、规范成熟的房地产企业将成为市场的领导者。具体而言，在当前持续调控的背景下，房企间的市场竞争格局表现为，各梯队企业在积极寻求突破，行业将面临重新洗牌机会。事实上，2012 年 1 季度，万科春节期间市场的促销，保利的囍春行动，中海的再度打折，龙湖的十亿周末，新城控股的春季攻势，招商的周年庆，华润的价格优惠，越秀地产的广州价格调整等等都说明企业在逆市中寻找机会。

据《2012 年度第一季度中国房地产企业销售 TOP50》显示，2012 年一季度仅万科、中海、绿地、保利保持了百亿优势，龙头老大万科以 288 亿元的销售额保持住了榜首的位置。尽管 2012 年一季度多数企业出现销售业绩下降的趋势，但仍不乏业绩逆市增长的企业，具体为以下三类企业：(1) 区域深耕型企业。以新城控股、越秀地产和建业地产等为代表，这些企业往往能够通过与地方政府的合作取得拿地便利的优势，并运用自身楼盘集中的特点加快去化速度。(2) 具央企背景的企业。在当前资金紧张、销售乏力的局面下，央企往

往能通过自身的资源禀赋优势，获得资金、提升效率、加快布局。(3) 成本控制型企业。西南区域中的金科集团、蓝光实业，以及江苏的新城控股都是成本控制型企业的典范，从管理、营销和融资全方位控制费用支出，这些企业还具有售价不高、项目品质优良的特点，在市场上具有很强的竞争力。

产业政策

房地产行业是受政策影响波动较大的行业。由于前几年投资过热、投资需求旺盛，房地产行业泡沫不断积累，自 2005 年来国家采取了一系列的行政、金融等宏观调控政策来稳定房价、抑制过分的需求。2007 年底房地产行业的非理性繁荣得到遏制，2008 年中国经济增长放缓，房地产行业深度调整，政府陆续出台了一系列新政策，为房地产市场复苏提供了有利的外部条件。随着房价的快速上涨，中国对房地产的政策由支持逐步转向收紧。2009 年 12 月 9 日以来，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，房地产行业政策显著收紧。打击囤地、增加保障性住房用地等的土地政策和调整二套房首付最低比例限制及个人住房贷款利率等的货币政策仍然是政府调控房地产市场的主要手段。

2010 年 4 月 15 日，国务院出台具体措施，要求对贷款购买第二套住房的家庭，贷款首付款不得低于 50%，贷款利率不得低于基准利率的 1.1 倍。对购买首套住房且套型建筑面积在 90 平方米以上的家庭，贷款首付款比例不得低于 30%。

2010 年 4 月 17 日，国务院发出《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》，提出十条举措，称为房地产“新国十条”。主要内容包括：一、停发第三套房贷：对商品住房价格过高、上涨过快、供应紧张的地区，商业银行可根据风险状况暂停发放购买第三套及以上住房贷款；二、遏制外地炒房者：对不能提供一年以上当地纳税证明或社会保险缴纳证

明的非本地居民暂停发放购买住房贷款；三、政府问责机制强化执行力：要求各地区、各有关部门认真落实中央确定的房地产市场调控政策，建立考核问责机制，对稳定房价、推进保障性住房建设工作不力，影响社会发展和稳定的，要追究责任。

2010 年 9 月，中国国土资源部表示将严格土地竞买人资格审查，土地闲置一年以上竞买人及其控股股东将被禁止拿地。同月，国务院批准，财政部、国家税务总局、住房和城乡建设部五大部委联合发布房产调控新政策：包括限购令、差别化住房信贷政策、调整住房交易环节的契税和个人所得税优惠政策、切实增加住房有效供给等五条措施。

2011 年上半年，为进一步巩固和扩大调控成果，中央及地方政府针对商品房和保障房双管齐下，调控政策继续升级和深化。为进一步抑制商品房需求，行政、经济手段并用：近 40 个城市实施限购，600 多个城市出台房价控制目标；上海和重庆宣布从 1 月 28 日起开征房产税，税率为 0.5%~1.2%；住房转让营业税调整；货币政策持续收紧，信贷政策更加严厉。为确保 1000 万套保障房建设落实到位，土地、资金、制度多管齐下：保障房用地单列；加大保障房建设财政投入，鼓励多渠道筹集资金；保障房建设实行责任制，建设信息公开。土地政策继续调整完善：坚持和完善土地出让招拍挂制度，确保保障房用地供给，商品房用地供应计划也有明显增长。

2011 年三季度，在宏观经济企稳的环境下，房地产政策从紧的政策取向仍未改变，2011 年 7 月 12 日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，会议要求，要继续严格执行差别化住房信贷、税收政策和住房限购措施，遏制投机投资性购房，合理引导住房需求。已实施住房限购措施的城市要继续严格执行相关政策，房价上涨过快的二三线城市也要采取必要的限购措施。至此，限购令开始向全国蔓延。

进入 2012 年，国务院温家宝总理在十一届全国人大五次会议上明确指出：“严格执行并逐步完善抑制投机、投资性需求的政策措施，进一步巩固调控成果，促进房价合理回归”，并在全国“两会”结束后举行的新闻发布会上强调房地产调控不能放松。行业调控将在以后相当长的时间内常态化。

未来发展

房地产调控已成为 2011 年的市场主旋律，而从长远看，房地产调控政策在相当一段时间内仍将延续并愈加常态化。这次严厉的调控加速了中国城市化往二三线城市的转型，未来 10 年中国将进入以二三线城市为主体的第二轮城市化。过去靠储备土地赚取暴利的粗放式经营模式，将在第二波城市化中迎来巨大的挑战。未来政府在房地产供应结构上的调整主要有四个方面：一是住房供应体系进一步健全，将加快提供基本住房保障，大量增加保障房和中低价位商品房供应，而让市场满足中高层次需求；二是将继续遏制投机投资性购房，通过健全差别化住房信贷、税收政策，来合理引导自住性和改善性住房需求；三是将坚持租售并举，注重培育和发展租赁市场及二手房市场；四是在继续增加住宅有效供应的同时，积极引导商业地产、旅游地产、老年住宅的开发。

短期看，在信贷逐步收紧和政府加大调控执行力度的背景下，开发商的资金链将受到影响，有助于促使其提高土地使用效率、加快项目周转，从而抑制房价非理性上涨，同时市场也面临因需求观望而导致成交量萎缩的风险，区域市场走势将产生分化。

从长远看，在政府大力转变房地产供应结构的情势下，中国房地产正在进入产业升级调整阶段。未来中国房地产行业有四个发展趋势：一是房地产产品细分化，尤其商业地产细分化；二是房地产由资本收益向现金流收益发展，更多的商业物业会采取持有运营获取长期的现金流收益；三是房地产金融会不断完善、高速发展，为中国房地产业发展注入更多丰富

血液；四是房地产中介服务更加全程化、专业化。

总体看，房地产行业与国民经济联系极为密切，受国家宏观政策和经济周期影响较大，中国房地产行业在经历了快速发展后进入目前调整阶段，随着国家宏观调控政策的加强，房价上涨和销售量增速均回落并逐渐回归理性。

（2）公司经营

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，两家房地产公司所负责区域不同以规避同业竞争。2009~2011年，公司房地产业务板块实现收入分别为48.55亿元、49.37亿元和78.31亿元，毛利率分别为32.95%、53.08%和43.70%。

联发集团成立于1983年10月，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，已开发建成各类住宅、通用厂房、酒店、办公楼、商业中心超过600万平方米，拥有可供租赁物业和厂房面积近70万平方米，拥有储备土地约260万（未销售口径）平方米；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，名列中国房地产百强企业、中国华南房地产公司品牌价值TOP10、2011中国房地产百强开发企业（第60位）等殊荣。截至2011年底，联发集团注册资本18亿元，总资产143.34亿元，股东权益31.80亿元，2011年实现营业收入40.57亿元，净利润6.32亿元。

在房地产开发方面，2011年度联发集团签约销售总面积56万平方米，签约销售总收入44.4亿元；2011年账面结算销售面积53万平方米，账面结算销售收入35.12亿元。

截至2012年3月底，联发集团在建、拟建房产项目17个，分布在厦门、重庆、武汉、桂林、天津、南昌、南宁、扬州等城市，总投资213.6亿元，未来3-5年计划投资97.9亿元，资金需求较大。

建发地产成立于1998年7月，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。截至2011年底，建发地产注册资本10亿元，总资产183.59亿元，所有者权益合计37.89亿元；2011年公司实现营业收入41.35亿元，净利润10.65亿元。

2011年度建发地产签约销售总面积37万平方米，签约销售总收入51.38亿元；2011年账面结算销售面积25.68万平方米，账面结算销售收入36.65亿元。

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。截至2012年3月底，建发地产土地储备面积约367万平方米（未销售口径），主要分布在厦门、长沙、上海、成都、漳州等地。

建发地产在开发精品住宅和商业地产的同时，还承接大量的地方政府代建项目，包括：财政局宿舍、贸发委大楼装修工程、建发国际大厦等。目前规模较大的主要有后埔-枋湖旧村改造之枋湖片区和后埔-枋湖旧村改造蔡坑安置房两个项目，合计代建项目建筑面积93.6万平方米。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2011年底，公司已完成了蔡坑安置房项目，建筑面积共计18.09万平方米。2009年~2011年，受房地产调控影响，建发地产调整经营策略，竣工交房面积和房产销售收入均呈现波动增长，代建收益是较大补充；近三年营业收入三年复合增长率为17.58%，2011年为41.35亿元，其中房产开发销售收入37.86亿元，占收入的91.56%，后埔-枋湖片区土地一级开发收益2.44亿元，占收入的5.90%，房产销售和代建收益是营业收入中主要构成部分。

截至2012年3月底，建发地产在建、拟

建房产项目 18 个，分布在厦门、漳州、福州、长沙、成都、上海、龙岩等城市，总投资 369 亿元，未来 3-5 年计划投资 178 亿元，资金需求压力较大。

建发地产于 2009 年 3 月 23 日发行企业债券 6.3 亿元（7 年期，附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权），由建发集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。募集资金将用于后埔-枋湖旧村改造之枋湖片区项目和后埔-枋湖旧村改造蔡坑安置房项目等两个项目，总投资合计 14.32 亿元人民币，目前募投项目进展顺利。

联发集团和建发地产土地储备较多，且大多在 2010 年取得，成本相对较高，加上房产项目开发投资增大，资金需求压力将上升。

总体看，公司房地产业务正在经历严厉的宏观调控，公司下属房地产子公司针对各城市的不同情况，采取了不同对策，适时适量开发，调整了开发和销售的节奏，房地产业务收入波动，较多的土地储备保障了其可持续发展。但联合资信也注意到，随着宏观调控政策日益趋紧，房地产市场销售价格和销售量将回落，对公司后续项目较大的开工量及资金需求将造成一定影响，未来资金周转压力较大。

4. 经营效率

2009 年~2011 年，公司的销售债权周转次数分别为 41.96 次、44.59 次、28.05 次，呈下降趋势，主要由于宏观经济增长放缓，赊销有所增加。作为贸易类企业，应收账款质量是公司面临的主要风险之一。公司成立信用管理部专司商业信用调查及赊销审批及款项催收，由分管副总经理直接管理，取得了良好的效果。

2009 年~2011 年，公司存货周转次数分别为 2.74 次、3.18 次和 2.64 次，呈下降态势，主要是受土地储备增加及房产开工投入增加较多影响；公司收入规模较大，总资产周转次数分别为 1.90 次、1.94 次和 1.72 次。

总体看，公司整体经营效率较高。

5. 未来发展

公司及下属主要子公司均制定了五年发展规划。在供应链运营方面，公司在业务方面着力于推进了专业化战略、公司化战略、走出去战略和供应链服务战略的“四大战略”实施；在管理方面着重于扎实推进了风控体系、信息化、薪酬绩效考核体系、人才梯队和企业文化的“五大建设”落实，积极为新的五年发展夯实基础。

房地产方面，联发集团和建发地产明确了在开发上实现高周转率、快速滚动开发的发展战略，在结构上优化开发与持有的配比，在品牌上坚持品质与服务并举的发展策略，使公司在行业波动中能够保持较快的平稳发展态势。

未来投资方面，除联发集团和建发地产合计 35 个房产项目外，建发股份本部将投资多个项目，包括建发上海物流中心、南昌联发广场、厦门软件学院、天津悦华酒店、九都府商业项目等共 7 个项目，总投资 35.63 亿元，已累计投资 18.27 亿元，目前上述项目均正常进展。

五、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2009 年~2011 年财务报表均经天健正信会计师事务所有限公司审计，并均出具标准无保留意见审计结论。公司 2012 年一季度财务报表未经审计。

会计准则方面，公司以竣工交房确认房产收入。近三年公司合并范围变化较大：会计师事务所执行上市公司会计准则对公司财务报表进行核算。2010 年公司合并范围增加了厦门建发原材料贸易有限公司、厦门建宸实业有限公司、厦门裕合实业有限公司等 31 家子公司，减少了厦门裕发房地产开发有限公司、厦门达真电机有限公司等 3 家子公司。2011 年合并范

围增加了 25 家，其中建发物流（天津）实业有限责任公司、香港建发海事有限公司、汕头市众成汽车销售服务有限公司等 24 家子公司均为新设立，郑州国通纸业有限公司等 1 家公司为非同一控制下企业合并。减少了石狮深国投商用置业有限公司、石狮深国投商用置业有限公司等 5 家子公司。合并范围变化对公司影响不大，以下分析以审计财务报表为主。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 522.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益 20.30 亿元）100.97 亿元；2011 年公司实现营业收入 802.54 亿元，利润总额 36.47 亿元。

截至 2012 年 3 月底，公司合并资产总额 576.25 亿元，所有者权益（含少数股东权益 22.98 亿元）107.46 亿元；2012 年 1~3 月公司实现营业收入 186.29 亿元，利润总额 6.47 亿元。

2. 资产质量

2009 年~2011 年，随着业务规模不断扩大，公司资产规模增长较快，年均增长 39.41%，资产构成以流动资产为主，近三年流动资产占比分别为 82.10%、85.99% 和 87.94%。截至 2011 年底，公司资产总额 522.54 亿元。

流动资产

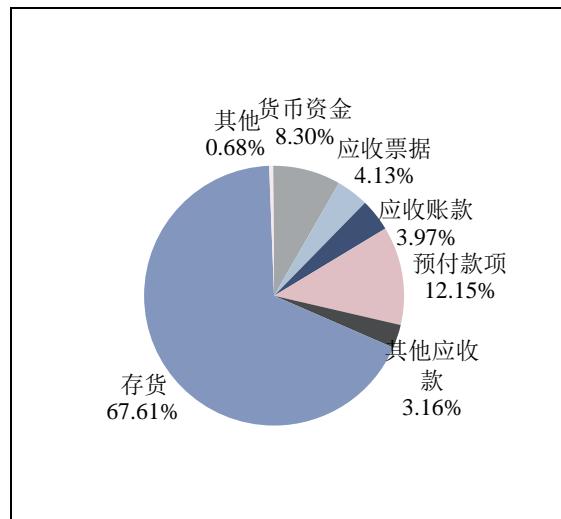
2009 年~2011 年，公司流动资产快速增长，年均增长 44.29%，主要来自货币资金、应收票据和存货。截至 2011 年底公司流动资产 459.53 亿元，以货币资金（占 8.30%）、应收票据（占 4.13%）、应收账款（占 3.97%）、预付款项（占 12.15%）和存货（占 67.61%）为主。

公司货币资金主要包括现金、银行存款和其他货币资金。2009 年~2011 年，货币资金年均增长 41.70%，呈较快增长态势，主要系筹资活动现金流入增加所致。截至 2011 年底，公司货币资金 38.13 亿元，同比增长 43.64%。

2009 年~2011 年，公司应收票据复合增长 245.96%，增长较快，主要系随公司供应链运营业务增长，银行承兑汇票结算方式增加较多

所致。截至 2011 年底，公司应收票据 18.99 亿元，较上年大幅增加 14.66 亿元。

图 7 2011 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

2009 年~2011 年，随公司业务规模扩张，公司应收账款增长较快，年均增长 50.32%。截至 2011 年底，公司应收账款账面余额 18.25 亿元，同比增长 50.32%，主要系公司供应链运营业务扩张，加之该年度宏观经济增速放缓，相应赊销有所增加所致。从账龄结构来看，以 1 年以内为主（占 94.80%）。公司应收账款余额前五名的客户应收金额合计 4.28 亿元，占应收账款总额的 23.46%。截至 2011 年底，公司计提坏账准备 1.06 亿元。公司设立信用管理部专门负责审核赊账和管理应收账款，整体坏账风险小。

表 5 2011 年底公司应收账款前五名单位

单位：万元

单位名称	金额	占比
厦门市湖里区财政局	27942.00	14.47%
宜昌三峡全通涂镀板有限公司	7198.58	3.73%
南昌市天虹置业有限公司	3482.11	1.80%
内蒙古大唐国际克什克腾煤制天然气有限责任公司	2433.28	1.26%
厦门华联电子有限公司	1763.46	0.91%
合计	42819.42	22.17%

资料来源：公司提供

随公司供应链运营及房地产业务规模扩张，公司预付款持续增长，2009年~2011年，公司预付账款年均增长9.41%。截至2011年底，预付款项55.84亿元，同比增长15.60%，系预付采购款增加所致。

公司存货主要包括开发成本、开发产品及库存商品等。2009年~2011年，公司存货增长较快，年均增长51.70%。截至2011年底，公司存货余额310.68亿元，较上年增长16.63%，主要是随供应链运营及房地产业务规模扩张，公司库存商品、土地储备、房地产在建项目投入增加所致，其中开发成本、库存商品（产成品）和开发产品分别占72.66%、22.09%和5.19%。截至2011年底公司提取存货跌价准备0.84亿元，主要是对库存商品所计提的跌价准备。

非流动资产

2009年~2011年，公司非流动资产持续增长，年均增长14.42%。截至2011年底，公司非流动资产主要为长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产，占比分别为18.45%、17.43%、38.09%、7.60%、5.12%和4.99%。

2009年~2011年，公司长期应收款增长较快，年均增长17.45%，系近年来公司代建业务成本支出及融资租赁业务增加所致。截至2011年底，公司长期应收款11.63亿元，同比增长16.57%，主要是子公司建发地产代建项目（后埔一枋湖旧村改造项目）成本支出增加及子公司厦门星原融资租赁款增加所致。

2009年~2011年，公司长期股权投资分别为10.45亿元、11.07亿元和10.98亿元，整体略有波动。截至2011年底，公司长期股权投资主要是对厦门紫金铜冠投资发展有限公司、四川永丰浆纸股份有限公司、龙源海洋生物股份有限公司等17家公司的股权投资，其中对厦门安联企业有限公司、香港厦铃企业有限公司、泉州德发鞋业有限公司等3家公司采用成本法核算。

公司投资性房地产主要包括房屋、建筑物

及土地使用权。2009年~2011年，公司投资性房地产年均增长33.30%，呈快速增长态势。截至2011年底，公司投资性房地产24.00亿元，同比大幅增长62.33%，主要系电子市场、联发广场、天津悦华酒店、九都府商业、酒都国际商业等在建项目完工转入投资性房地产所致。截至2011年底，公司投资性房地产累计折旧（摊销）2.73亿元。

公司固定资产主要包括房屋建筑物、运输工具、机器设备等。2009年~2011年，固定资产分别为3.97亿元、3.52亿元和4.79亿元，波动中有所增长。其中2010年因累计折旧较多，固定资产有所减少，2011年随部分在建工程转入固定资产，以及公司购进运输工具、电子设备等增加，公司固定资产有所增长。

2009年~2011年，公司在建工程分别为6.53亿元、11.59亿元和3.22亿元，整体呈波动下降态势；2010年公司在建工程增长较多，主要系公司天津悦华酒店、九都国际商业、上海临港物流奉贤园区、南昌联发广场、厦门软件学院等项目投入增加所致。2011年，由于电子市场、联发广场、天津悦华酒店、九都国际商业等在建工程完工转出，该年度在建工程减少较多。

公司无形资产主要是土地使用权。2009年~2011年，公司无形资产增长较快，年均增长21.71%，系近年来公司供应链业务增长较快，用于仓储的土地使用权增加较多所致。截至2011年底，公司无形资产3.14亿元，同比增长41.21%，主要系增加了厦门海西汽车城土地使用权所致。

截至2012年3月底，公司资产总额576.25亿元，较上年增长10.28%，主要系流动资产增加所致；流动资产总额512.25亿元，占资产总额的比重较上年底(87.94%)略上升至88.89%；流动资产构成中，主要为存货（占60.60%）、货币资金（占11.62%）、预付款项（占17.67%）和应收账款（占4.35%），其中预付款项大幅增长；非流动资产63.99亿元，主要为长期应收款

(占19.11%)、长期股权投资(占17.49%)和投资性房地产(占38.09%)。

总体上看，公司资产以流动资产为主，资产构成较稳定，流动资产中存货占比较大，资产流动性一般，考虑到公司存货主要是土地储备、在建房产项目及部分库存商品，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

2009年~2011年，随未分配利润的快速增长及股东增资，公司归属于母公司所有者权益持续增长，年均增长31.76%。截至2011年底，归属母公司所有者权益80.67亿元，以实收资本和未分配利润为主，占比分别为27.74%、64.90%，所有者权益稳定性较弱。2009~2011年，公司少数股东权益增长较快，年均增长达31.76%，系合并范围增加，少数股东权益相应增加所致。截至2011年底，公司少数股东权益为20.30亿元。

2009年~2011年，公司负债规模增长较快，年均增长41.17%，高于所有者权益年均增长速度(32.70%)。公司负债结构以流动负债为主，近三年流动负债占比分别为78.97%、72.54%、75.80%。截至2011年底，公司负债总额421.57亿元，同比增长25.00%，主要系公司筹资力度加大及预收账款增加所致。

2009年~2011年，公司流动负债增长较快，年均增长38.31%。截至2011年底，公司流动负债319.54亿元，主要包括短期借款(占30.86%)、应付票据(占7.61%)、应付账款(占10.14%)、预收款项(占32.73%)、其他应付款(占8.11%)、一年内到期的非流动负债(占6.69%)。

公司短期借款主要包括保证借款、信用借款和贸易融资借款。2009年~2011年，公司短期借款快速增长，年均增长65.92%，主要系近年来公司业务规模扩张，融资力度不断增大所致。截至2011年底，公司短期借款98.61亿元，较上年大幅增长75.89%，主要系保证借款和贸

易融资借款增加所致。

2009年~2011年，公司应付票据快速减少，年均下降26.07%，主要是以银行承兑汇票支付的采购款减少所致。截至2011年底，公司应付票据24.31亿元，同比下降26.30%。

2009年~2011年，公司应付账款分别为19.33亿元、38.95亿元和32.41亿元，波动增长。其中2010年随供应链业务及房地产业务扩张，应付货款、土地款、工程款增加较多，2011年，受国家房地产调控政策影响，公司房地产业务放缓进度，在建项目投入下降，相应应付工程款有所下降。

公司预收款主要包括预收货款和房款。2009年~2011年，公司预收款项增长较快，年均增长率为70.15%。截至2011年底，公司预收款项104.60亿元，同比增长37.82%，主要系房地产业务预收售房款和供应链运营业务预收货款增加所致，此部分债务实际不需要偿还，不构成公司实际债务负担。

2009年~2011年，公司其他应付款年均增长35.78%，主要系近年来公司房地产业务增长较快，应付土地增值税准备金增加所致。截至2011年底为25.91亿元，主要是土地增值税准备金、股权转让定金、代建项目拨款等。

2009年~2011年，公司一年内到期的非流动负债分别为11.37亿元、9.78亿元、21.39亿元，呈波动增长态势。截至2011年底，公司一年内到期非流动负债21.39亿元，同比大幅增长118.76%，主要系一年内到期的长期借款较多所致。

2009年~2011年，公司非流动负债增长较快，年均增长51.44%，主要是长期借款增加。截至2011年底，公司非流动负债为102.03亿元，同比增长10.19%。

2009年~2011年，公司有息债务规模增长较快，年均增长34.46%。公司有息债务以短期债务为主，近三年分别占全部债务的67.47%、51.86%和58.69%。截至2011年底，公司全部有息债务为246.04亿元，同比增长10.03%。

2009年~2011年，公司资产负债率分别为78.67%、81.69%和80.68%，波动上升。2009年~2011年，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均略有波动，三年平均值分别为71.04%和50.29%，2011年底上述两项指标分别为70.90%和50.16%。

截至2012年3月底，公司所有者权益合计107.46亿元，其中少数股东权益占21.38%；归属于母公司所有者权益合计84.48亿元，其中实收资本和未分配利润占26.49%、66.47%。

截至2012年3月底，公司负债合计468.79亿元，同比增长25.00%，主要是预收款增加。公司流动负债合计365.37亿元，占全部负债的77.94%，债务结构较上年变化不大。

截至2012年3月底，公司债务总额265.94亿元，其中短期债务占61.25%、长期债务占38.75%。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为81.35%和71.22%。

总体上看，公司负债以流动负债为主，预收款项、短期借款和长期借款占比较大；近年来随公司供应链规模不断扩张、以及房地产业务在建项目、土地储备投入增加，资金需求上升，对外筹资力度不断加大，公司债务负担加重。

4. 盈利能力

2009年~2011年，公司营业收入增长较快，年均增长40.68%。2011年公司实现营业收入802.54亿元，同比增长21.42%，主要系公司供应链运营业务大幅增加所致。2009~2011年，随公司业务规模扩张，营业成本也呈较快增长态势，年均增长40.63%，与营业收入增速基本持平。2009年~2011年，公司营业利润率分别为7.62%、7.81%、7.56%，基本保持稳定。

随业务规模不断扩张，公司期间费用增长较快，2009年~2011年，期间费用总额年均增长38.87%。2011年度期间费用29.26亿元，其中销售费用占营业收入比重为3.03%。

2009~2011年，公司投资收益增长较快，

年均增长164.27%，主要是该年度公司处置了所持有的厦门辉煌装修工程有限公司、龙源海洋生物股份有限公司、君龙人寿保险有限公司以及长乐恒翔房地产开发有限公司等公司的部分股权所致。2011年，公司投资收益6.14亿元，较上年增加5.28亿元。

从盈利指标看，2009年~2011年公司净资产收益率有所波动，总资本收益率持续上升，2011年分别为27.62%和9.30%。

2012年1~3月，公司实现营业收入186.29亿元，占上年的23.21%；由于受宏观经济下行影响，公司参股企业利润下降，导致投资收益下降至-848.78万元；利润总额和净利润分别为6.47亿元和4.70亿元，分别占上年的17.75%和16.86%。公司营业利润率为6.93%，较上年(7.56%)有所下降。

总体看，公司确立了供应链运营和房地产业双主业格局，近年来公司大力拓展业务规模，公司营业收入持续增长，盈利能力稳定，但进入2012年，由于受宏观经济形势下行及国家房地产调控政策影响，公司盈利能力下降。

5. 现金流

从经营活动来看，随着公司供应链业务及房地产业务规模增长，2009年~2011年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入量均快速增长，年均增长率分别为36.86%和37.37%，略低于营业收入年均增速(40.68%)；近三年现金收入比分别为112.01%、113.50%和106.02%，收入实现质量有所下降。2011年度公司销售商品提供劳务收到的现金和经营活动现金流入量分别为850.86亿元、892.81亿元。近三年公司经营活动产生的现金流出量也呈持续增长态势，年均增长40.72%，主要原因是子公司建发地产、联发集团大量增加土地储备以及年末银行承兑汇票结算的采购货款减少较多。近三年经营活动产生的现金流量净额持续下降，分别为-2.82亿元、-46.04亿元和-49.59亿元。公司经营活动现

金流量平衡压力增大。

从投资活动来看，2009~2011年，公司投资活动现金流入量增幅较快，年均增长636.64%。2011年投资活动现金流入量17.62亿元，同比增长115.99%，主要系收回投资收到的现金大幅增加，其中转让君龙人寿、上海长进置业及石狮深国投商用置业公司等公司股权收回现金5.34亿元。2009~2011年投资活动支出持续增加，年均增长12.47%，主要是近年来公司供应链业务仓储项目、部分商业项目及设备采购增加所致。2011年公司投资活动现金流出合计15.69亿元。2009~2011年公司投资活动产生的现金净流量分别为-12.08亿元、-6.61亿元和1.93亿元。

随着公司供应链运营业务、土地储备和房地产项目研发投入扩大，公司加大了对外筹资力度。2009年~2011年公司筹资活动现金流入量分别为90.05亿元、138.31亿元、198.84亿元，以银行借款为主；筹资活动现金流出分别为76.92亿元、80.03亿元、142.68亿元，主要为偿还到期债务和利息。

表6 公司近三年现金流

项 目(亿元)	2009 年	2010 年	2011 年
经营活动现金流入	473.11	769.93	892.81
经营活动产生的现金流量净额	-2.82	-46.40	-49.59
投资活动产生的现金流量净额	-12.08	-6.61	1.93
筹资活动产生的现金流量净额	13.13	58.29	56.16

资料来源：公司提供

2012年1~3月，公司销售商品、提供劳务收到的现金231.49亿元，较上年同期增长15.16%；现金收入比为124.26%。购买商品、接受劳务支付的现金209.06亿元，较上年同期略有下降5.40%。公司经营活动现金流净额为10.21亿元。公司投资活动产生的现金流净额和筹资活动产生的现金流净额分别为-0.84亿元和9.80亿元，现金及现金等价物净增加额为19.18亿元。

总体看，公司主营业务规模扩张较快，经

营活动现金支出增多，现金平衡压力增大，对外筹资需求上升，融资渠道顺畅，投资活动正常。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009~2011年，受公司存货增长较快影响，流动比率持续上升，速动比率持续下降，三年平均值分别为135.33%和49.03%，2011年底两项指标分别为143.81%和46.58%。但是考虑到公司流动负债中预收款项占比高，此部分无需偿还，公司存货中土地储备、房地产开发成本较多。总体看，公司短期支付能力正常。

从长期偿债能力指标看，2009年~2011年，随公司盈利能力增强，公司EBITDA持续增长，三年分别为18.39亿元、31.68亿元和42.25亿元；同期公司债务规模上升，EBITDA利息倍数分别为27.35倍、15.75倍和9.68倍，全部债务/EBITDA分别为7.40倍、6.06倍和5.80倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至2012年3月底，公司无对外担保。

诉讼事项：公司三级子公司长沙兆盛房地产有限公司（以下简称“长沙兆盛”）的股东于2007年5月以4.66亿元竞得了坐落于长沙市雨花区雨花路161号的一宗国有土地使用权，并将该土地移交长沙兆盛负责开发，长沙兆盛依约向长沙市国土资源局支付了地价款4.66亿元。但由于长沙市国土资源局和原土地使用人长城公司未按合同约定时间交付土地并完成红线范围内的部分水电设施的拆除及管线的改造等工作，对长沙兆盛正常的开发产生一定影响。长沙兆盛已于2009年5月向湖南省高级人民法院提起诉讼，要求长沙市国土资源局以及长城公司对此承担违约责任。湖南省高级人民法院于2010年11月2日做出判决如下：一、长城公司在判决生效之日起15日内向长沙兆盛支付70%的资金占用利息（以4.66亿元土地价款为基数自2008年10月30日起至2010年5月7日止按中国人民银行公布的同期同类贷款利

息计算);二、驳回长沙兆盛的其他诉讼请求。诉讼双方均对判决结果不服，并提出上诉，该案已被最高人民法院受理。截至2012年3月底，该案件已开庭审理，最高人民法院尚未做出判决。

截至2012年3月底，公司获得的银行授信额度总量591.29亿元，尚未使用额度293.51亿元；公司是A股上市公司，直接、间接融资渠道通畅。

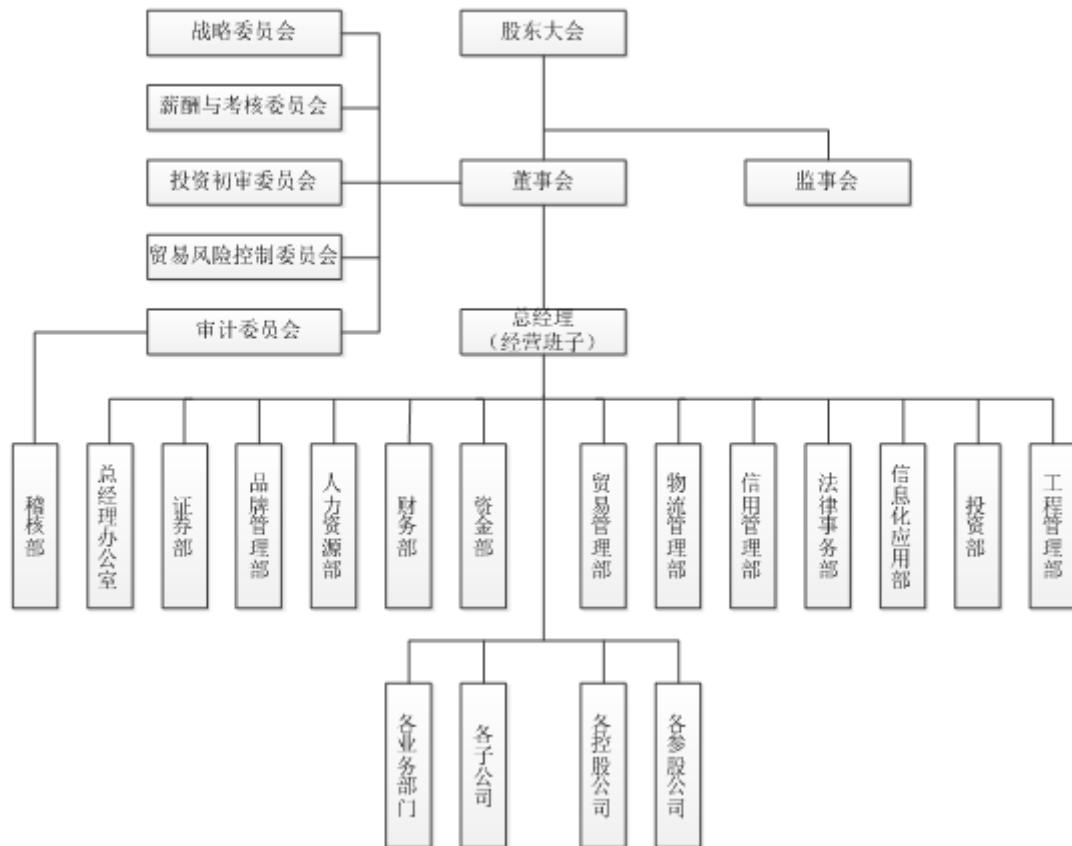
六、综合评价

公司是以供应链运营和房地产为双主业的大型国有企业，规模优势明显，竞争力较强，近几年公司业务规模持续扩张，盈利能力增强。

公司法人治理结构完善，管理水平较高，内部控制制度健全。目前，公司资产以流动资产为主，预付货款和存货占比较大；债务以流动负债为主，有息债务规模迅速扩大，债务负担重；公司营业收入持续增长，盈利水平上升；短期支付能力正常，长期偿债能力较强。

总体看，公司主体信用风险很低。

附件 1 公司组织结构图



附件 2-1 公司资产负债表（资产）

(单位: 人民币万元)

项目	2009年	2010年	2011年	变动率 (%)	2012年3月
货币资金	189884.53	265443.48	381270.51	41.70	595451.53
交易性金融资产	11423.51	12371.37	11188.24	-1.04	8260.00
应收票据	15868.45	43331.02	189922.83	245.96	128673.55
应收账款	80775.30	156503.31	182528.24	50.32	222774.04
预付款项	466466.36	483015.50	558352.12	9.41	905317.76
应收利息	331.25	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他应收款	81982.97	145509.69	145233.72	33.10	137979.38
存货	1350084.53	2430749.35	3106811.00	51.70	3104460.59
一年内到期的非流动资产	10506.35	12493.14	19984.90	37.92	19615.31
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	2207323.23	3549836.85	4595291.55	44.29	5122532.15
可供出售金融资产	11572.32	9094.96	7511.95	-19.43	7765.93
持有至到期投资	2500.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
长期应收款	84300.70	99753.32	116280.63	17.45	122274.55
长期股权投资	104536.85	110700.49	109807.77	2.49	111927.63
投资性房地产	135055.80	147839.69	239983.62	33.30	231278.54
固定资产	39676.75	35220.73	47886.08	9.86	49199.13
在建工程	65294.16	115900.93	32238.26	-29.73	41150.85
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
油气资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	21230.88	22271.78	31449.49	21.71	31313.25
开发支出	0.00	0.00	0.00	0.00	
商誉	2660.64	4696.09	4628.70	31.90	4628.70
长期待摊费用	5692.42	7236.46	7299.97	13.24	
递延所得税资产	8800.92	25653.15	33019.32	93.70	9336.37
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	31083.32
非流动资产合计	481321.43	578367.61	630105.80	14.42	639958.27
资产总计	2688644.66	4128204.47	5225397.35	39.41	5762490.42

附件 2-2 公司资产负债表（负债及所有者权益）
 (单位：人民币万元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率 (%)	2012 年 3 月
短期借款	358209.57	560616.80	986093.97	65.92	1076243.73
交易性金融负债	1407.14	6705.01	821.05	-23.61	104.41
应付票据	444860.93	329891.67	243145.13	-26.07	317470.72
应付账款	193327.82	389531.14	324148.01	29.49	381047.02
预收款项	361290.46	758932.32	1045952.68	70.15	1233957.72
应付职工薪酬	37497.00	59895.80	72486.16	39.04	37429.83
应交税费	13899.04	50132.29	34001.70	0.00	28465.15
应付利息	4014.67	5697.66	11269.45	67.54	8832.06
应付股利	44.84	0.00	0.00	-100.00	0.00
其他应付款	140552.75	184936.59	259137.16	35.78	330644.18
一年内到期的非流动负债	113661.77	97780.00	213900.00	37.18	235000.00
其他流动负债	1544.01	2394.98	4400.82	68.83	4469.82
流动负债合计	1670309.99	2446514.26	3195356.14	38.31	3653664.63
长期借款	380600.92	861555.59	954094.24	58.33	968282.73
应付债券	62027.36	62160.04	62301.08	0.22	62317.51
长期应付款	779.00	546.58	682.50	-6.40	708.42
专项应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	1481.58	798.54	2189.50	21.57	1910.98
其他非流动负债	0.00	880.00	1031.00	0.00	1031.00
非流动负债合计	444888.87	925940.75	1020298.32	51.44	1034250.65
负债合计	2115198.86	3372455.01	4215654.46	41.17	4687915.28
实收资本(或股本)	124319.49	223775.07	223775.07	34.16	223775.07
资本公积	111674.84	9117.68	8237.10	-72.84	8420.69
减：库存股	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
盈余公积	39553.35	45366.88	51946.44	14.60	51946.44
一般风险准备	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
未分配利润	188920.25	327478.45	523533.84	66.47	561488.51
外币报表折算差额	230.57	137.43	-774.27		-844.22
归属于母公司权益合计	464698.50	605875.52	806718.19	31.76	844786.48
少数股东权益	108747.31	149873.93	203024.70	36.64	229788.65
所有者权益合计	573445.80	755749.46	1009742.89	32.70	1074575.13
负债和所有者权益总计	2688644.66	4128204.47	5225397.35	39.41	5762490.42

附件3 公司利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2009年	2010年	2011年	变动率 (%)	2012年1~3月
一、营业收入	4055096.70	6609552.71	8025413.60	40.68	1862890.53
减: 营业成本	3694151.64	6014737.70	7306072.33	40.63	1717179.12
营业税金及附加	52077.95	78678.05	112635.49	47.07	16618.50
营业费用	131142.56	194470.59	243548.79	36.28	43908.28
管理费用	13457.51	24197.41	25836.52	38.56	2574.33
财务费用	7114.64	11128.86	23196.94	80.57	14992.59
资产减值损失	1092.92	6865.75	18571.98	312.23	16618.50
加: 公允价值变动收益	-708.86	-4350.95	4752.24		-2211.61
投资收益	8788.92	8625.20	61382.72	164.27	-848.78
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	6905.06	7491.03	8826.12	13.06	-410.14
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润	164139.55	283748.59	361686.50	48.44	64557.33
加: 营业外收入	1988.63	1093.36	3695.16	36.31	269.76
减: 营业外支出	459.64	1194.07	678.52	21.50	79.05
其中: 非流动资产处置损失	30.06	70.22	400.85	0.00	66.43
三、利润总额	165668.54	283647.89	364703.14	48.37	64748.04
减: 所得税费用	33109.90	69405.18	85853.42	61.03	17736.33
四、净利润	132558.64	214242.71	278849.72	45.04	47011.71
归属于母公司所有者的净利润	106370.49	175451.61	225020.32	45.45	37954.66
少数股东损益	26188.15	38791.09	53829.40	43.37	9057.05

附件 4-1 公司现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2009年	2010年	2011年	变动率(%)	2012年1~3月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	4542265.18	7501615.69	8508550.21	36.86	2314882.36
收到的税费返还	51199.36	65811.50	92545.44	34.45	22784.64
收到其他与经营活动有关的现金	137607.71	131862.66	326971.29	54.15	45566.94
经营活动现金流入小计	4731072.25	7699289.85	8928066.94	37.37	2383233.95
购买商品、接受劳务支付的现金	4374287.16	7661094.30	8643153.70	40.57	2090615.74
支付给职工以及为职工支付的现金	66010.89	69512.05	113650.01	31.21	49676.37
支付的各项税费	75967.53	136300.85	220495.99	70.37	68718.39
支付其他与经营活动有关的现金	243056.19	292775.83	446668.23	35.56	72157.16
经营活动现金流出小计	4759321.77	8159683.03	9423967.92	40.72	2281167.67
经营活动产生的现金流量净额	-28249.51	-460393.18	-495900.98	318.98	102066.28
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	23666.40	69991.03	110234.82	115.82	0.00
取得投资收益收到的现金	5796.14	3229.31	6503.99	5.93	313.51
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	250.56	168.33	12510.36	606.61	14.76
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-26465.82	493.55	44864.72		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	7700.00	2095.13	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	3247.30	81582.22	176209.02	636.64	328.28
购建固定资产、无形资产等支付的现金	48703.80	74630.75	85383.70	32.41	8751.26
投资支付的现金	33300.02	64949.32	71558.82	46.59	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	4400.00	4076.56	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流出小计	124075.82	147705.36	156942.52	12.47	0.00
投资活动产生的现金流量净额	-120828.53	-66123.14	19266.51		8751.26
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	30224.90	6786.44	1513.50	-77.62	17700.00
取得借款收到的现金	870235.08	1376348.81	1986874.86	51.10	531236.07
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	900459.98	1383135.25	1988388.36	48.60	548936.07
偿还债务支付的现金	666146.47	702789.23	1291119.40	0.00	405797.82
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	102712.89	97478.94	135462.72	14.84	45150.54
支付其他与筹资活动有关的现金	309.20	0.00	246.90	-10.64	0.00
筹资活动现金流出小计	769168.56	800268.17	1426829.02	36.20	450948.36
筹资活动产生的现金流量净额	131291.42	582867.08	561559.34	106.81	97987.70
四、汇率变动对现金的影响	-728.67	12761.00	17887.85		154.41
五、现金及现金等价物净增加额	-18515.29	69111.75	102812.71		191785.42
加: 期初现金及现金等价物余额	156207.34	137692.05	206803.80	15.06	309616.51
六、期末现金及现金等价物余额	137692.05	206803.80	309616.51	49.95	501401.93

附件4-2 公司现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2009年	2010年	2011年	变动率(%)
净利润	132558.64	214242.71	278849.72	45.04
加: 资产减值准备	-12863.33	6865.75	18571.98	
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	9690.17	9847.53	11626.41	9.54
无形资产摊销	462.11	561.44	698.76	22.97
长期待摊费用摊销	1403.70	2638.48	3612.15	60.42
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-79.18	-70.78	-4437.47	648.62
固定资产报废损失	7.98	0.23	0.00	-100.00
公允价值变动损失	708.86	4350.95	-4752.24	
财务费用	30784.58	4264.63	9970.21	-43.09
投资损失	-8788.92	-8625.20	-61382.72	164.27
递延所得税资产减少	-730.54	-16852.23	-7161.86	213.11
递延所得税负债增加	678.61	119.66	1553.60	51.31
存货的减少	-125036.06	-1087733.36	-636385.43	125.60
经营性应收项目的减少	-402735.46	-340581.60	-276107.42	-17.20
经营性应付项目的增加	345689.32	750590.37	170122.87	-29.85
其他	0.00	-11.75	-679.54	0.00
经营活动产生的现金流量净额	-28249.51	-460393.18	-495900.98	318.98
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	0.00
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	0.00
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	0.00
现金的期末余额	137692.05	204953.80	307837.50	49.52
减: 现金的期初余额	156207.34	137692.05	204953.80	14.55
加: 现金等价物的期末余额	0.00	1850.00	1779.01	0.00
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	1850.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	-18515.29	69111.75	102812.71	

附件 5 主要计算指标

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	41.96	44.59	28.05	--
存货周转次数(次)	2.74	3.18	2.64	--
总资产周转次数(次)	1.51	1.94	1.72	--
现金收入比(%)	112.01	113.50	106.02	124.26
盈利能力				
营业利润率(%)	7.62	7.81	7.56	6.93
总资本收益率(%)	7.20	8.76	9.30	--
净资产收益率(%)	23.12	28.35	27.62	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	43.56	55.00	50.16	48.96
全部债务资本化比率(%)	70.35	71.74	70.90	71.22
资产负债率(%)	78.67	81.69	80.68	81.35
偿债能力				
流动比率(%)	132.15	145.10	143.81	140.20
速动比率(%)	51.32	45.74	46.58	55.23
经营现金流动负债比(%)	-1.69	-18.82	-15.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	27.35	15.75	9.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.40	6.06	5.80	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.11	-0.27	-0.19	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.13	-7.52	-6.81	

注：2012 年 1 季度数据未经审计。

附件 6 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) /上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^ (1/(n-1)) -1]×100%
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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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%
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/利息支出

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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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 7 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