

信用等级公告

联合[2015] 567 号

联合资信评估有限公司通过对建发房地产集团有限公司及其拟发行的 2015 年度 10 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估, 确定

建发房地产集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

建发房地产集团有限公司

2015 年度 10 亿元公司债券的信用等级为

AAA

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年五月十二日



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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

建发房地产集团有限公司

2015 年度 10 亿元公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

担保方主体长期信用等级: AAA

本期债券信用等级: AAA

本期债券发行额度: 10 亿元

本期债券期限: 5+2 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

发行目的: “后埔-枋湖片区旧村改造项目”薛岭片区二期旧村改造及安置房项目

评级时间: 2015 年 5 月 12 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年
资产总额(亿元)	213.71	325.86	378.44
所有者权益(亿元)	54.30	64.00	82.92
长期债务(亿元)	57.67	72.23	115.30
全部债务(亿元)	75.50	95.85	142.17
营业收入(亿元)	68.46	79.39	124.74
利润总额(亿元)	15.80	21.58	24.21
EBITDA(亿元)	15.93	21.74	24.59
经营性净现金流(亿元)	16.36	16.40	-56.94
营业利润率(%)	26.64	33.70	22.60
净资产收益率(%)	22.79	25.20	20.99
资产负债率(%)	74.59	80.36	78.09
全部债务资本化比率(%)	58.17	59.96	63.16
流动比率(%)	194.09	162.91	188.83
全部债务/EBITDA(倍)	4.74	4.41	5.78
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	7.16	2.40
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.59	2.17	2.46

注: 将长期应付款中的“后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划”12 亿元计入长期债务和全部债务。

分析师

叶青 张丽

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”) 对建发房地产集团有限公司 (以下简称“公司”或“建发地产”) 的评级反映了公司作为厦门市大型房地产开发商, 从业经验丰富、区域品牌优势明显, 并且在经营规模、股东支持和土地储备等方面具备显著优势。同时, 联合资信也关注到, 房地产行业受国家宏观政策和经济周期性影响大、公司债务负担偏重等因素可能对公司盈利能力及未来发展带来的负面影响。

未来随着鹭洲国际、建发上郡、锦城鹭洲等项目的持续销售, 公司房产销售规模和收入规模有望进一步扩大; 此外, 随着代建项目以及土地一级开发的持续推进, 公司收入规模及利润水平有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司拟发行 10 亿元公司债券, 募投项目收益为偿债资金的主要来源, 公司经营活动现金流入量、EBITDA 及募投项目收益对本期债券覆盖程度较高。

本期债券由厦门建发股份有限公司 (以下简称“建发股份”) 提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 建发股份担保实力极强, 显著提升了本期债券的安全性。

基于对公司主体长期信用状况、本期债券偿还能力及担保方担保实力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期债券到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势

1. 公司作为厦门市大型房地产开发商, 开发资质齐全, 行业经验丰富, 具备区域性品牌优势。
2. 公司土地储备充足, 股东支持力度较大,

为其经营发展提供了有力保障。

3. 近年来，公司房产销售收入增加，房产销售资金回笼充裕。
4. 公司经营活动现金流入量、EBITDA 及募投项目收益对本期债券覆盖程度较高。
5. 2014 年底，公司收购西南环保发展有限公司 75%控股权，拓宽了融资渠道，并为公司带来持续稳定的物业管理和物业租金收入。
6. 担保方建发股份业务和收入规模不断扩大，其担保显著提升了本期债券的信用水平。

关注

1. 房地产行业受国家宏观政策和经济周期性影响大，2014 年受行业调控深化及市场下行压力增大影响，公司房屋销售面积及实际销售额有所下滑。
2. 公司债务负担偏重，在建及拟建项目未来资本支出规模较大，公司存在较大的对外融资压力。
3. 近三年，公司经营活动产生的现金流量净额大幅波动，2014 年受在建和新开工项目的持续投入以及往来款规模较大影响快速下降。
4. 近年来，公司土地一级开发收入存在波动，并且土地出让受政府政策影响较大，回款情况具有一定不确定性。

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）与建发房地产集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与建发房地产集团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，未因建发房地产集团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建发房地产集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、建发房地产集团有限公司 2015 年度 10 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；根据跟踪评级结论，在有效期内信用等级可能发生变化。

一、主体概况

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发地产”）成立于1998年7月28日，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）与下属企业厦门建发物业管理有限公司共同设立，原名厦门建发房地产集团有限公司。2009年2月建发集团所持有建发地产原54.654%股权由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）通过会展中心置换和现金购买方式持有。2009年4月，公司以未分配利润转增资本至10亿元。2009年5月，股东厦门华益工贸有限公司将持有的1%股权转让给建发集团。转让后，建发股份持股比例为54.654%，建发集团持股比例为45.346%。2013年1月，公司增资10亿元，由各股东按持股比例进行增资。增资后，公司注册资本为20亿元，其中建发股份出资10.93亿元，建发集团出资9.07亿元。截至2014年底，公司注册资本人民币20亿元，控股股东为建发股份，实际控制人为建发集团，最终实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会。

公司经营范围包括：房地产开发与经营及管理；房地产咨询；批发、零售建筑材料、金属材料、化工材料（不含化学危险物品）；装修、装饰；经营本企业自产品的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务。目前公司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。截至2014年底，公司设有职能保障、业务执行和业务管控三类合计26个部门，下属共57家全资及控股子公司。

截至2014年底，公司（合并）资产总额378.44亿元，所有者权益合计82.92亿元（其中少数股东权益12.42亿元）；2014年度公司实现营业收入124.74亿元，利润总额24.21亿元。

公司注册地址：福建省厦门市思明区环岛东路1699号建发国际大厦38楼；法定代表人：庄跃凯。

二、本期债券及募投项目概况

1. 本期债券概况

公司计划于2015年发行公司债券10亿元（以下简称“本期债券”），期限7年，第5年末附发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。年度付息款项自付息首日起不另计利息，本金自兑付首日起不另计利息。

本期债券由厦门建发股份有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

公司发行本期债券所募集资金全部用于“后埔-枋湖片区旧村改造项目薛岭片区二期旧村改造及安置房项目”。该项目位于厦门市湖里区后埔片区，西至成功大道，北至金湖路边的欣悦花园、东海山庄南界，东至后埔路和薛岭山，南至薛岭路，属于后埔-枋湖片区旧村改造项目，薛岭片区二期项目（包括B1、B2-1、B2-2、B2-3地块和道路代征用地）总用地面积约11.23万平方米，规划总建筑面积27.64万平方米，项目总投资25.18亿元，拟使用本期债券资金10亿元，占项目总投资比例为39.71%。项目内容包括：拆迁和安置、土地整理开发、市政基础设施建设及公共配套设施建设等。根据《厦门市建设与管理局关于“后埔-枋湖片区”旧村改造项目薛岭片区二期旧村改造及安置房项目列入我市棚户区改造计划的复函》（厦建安函[2014]46号），该项目已列入厦门市2014~2017年棚户区改造计划。截至2015年3月底，该项目已投资12.58亿元，占总投资额的49.96%。

在项目收益方面，根据《湖里区后埔片区改造项目委托书》（厦湖府【2005】41号）及《“后埔-枋湖片区旧村该着项目”资金运行协议》约定，本期债券募投项目的可出让土地出让总价的85%返还给公司。根据薛岭片区二

期项目土地出让计划，公司预计于 2017 年、2018 年和 2019 年分别获得 3.65 亿元、15.21 亿元和 10.14 亿元，三年共 29.00 亿元的土地出让金返还收入。整体看，募投项目具有良好的社会效益和经济效益。

在募投项目批复方面，公司已取得《关于后埔—枋湖片区旧村改造项目可行性研究报告调整的批复》（厦湖发改投[2014]33 号）、《后埔枋湖旧村改造—薛岭片区环境保护审批意见》（厦环湖审[2010]0320 号）、关于《厦门本岛后埔—枋湖片区旧村改造实施规划（调整）》的审查意见（厦规综[2011]2 号）以及《关于后埔—枋湖旧村改造开发用地的补充批复》（厦府地[2011]318 号）。

三、宏观经济和政策环境

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%。

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

1. 行业分析

2014 年中国房地产市场步入调整期，各地商品住宅库存量高企，对市场预期的转变进一步影响新开工节奏，房地产投资增速明显下滑。在此背景下，中央政策以“稳”为主，更关注民生保障和长效机制顶层设计，通过货币政策调整、户籍改革、棚户区改造等有效措施保障合理购房需求，稳定住房消费。各地则因地制宜灵活调整，加速房地产市场化转型；限购、限贷手段逐步退出，并通过信贷、公积金、财政补贴等多轮支持政策刺激住房需求、加快库存去化。

进入 2014 年，房地产行业外部大环境正在酝酿变化，众多经济体制中深层次的矛盾开始凸显，土地、财税以及一些不与地产直接相关的制度，如利率汇率的决定、投融资制度等的改革，都对房地产市场的发展产生了一定的影响。2014 年中国房地产市场持续低迷。其中，房地产开发方面，2014 年，全国房地产开发投资额增速创近五年新低。全年房地产开发投资 9.5 万亿元，同比增长 10.5%，增速较 2013 年回落 9.3 个百分点。其中，住宅投资 6.4 万亿元，增长 9.2%，增幅较 2013 年回落 10.2 个百分点；办公楼投资 0.6 万亿元，增长 21.3%，增速较 2013 年回落 16.9 个百分点；商业营业用房投资 1.4 万亿元，增长 20.1%，增速较 2013 年回落 8.2 个百分点。2014 年，全国房屋新开工面积同比持续下降，全年全国房屋新开工面积为 18.0 亿平方米，同比下降 10.7%，其中，住宅新开工面积 12.5 亿平方米，同比下降 14.4%。全国房屋施工面积 72.6 亿平方米，同比增长 9.2%。全国房屋竣工面积 10.7 亿平方米，同比增长 5.9%。房地产销售方面，全国商品房销售面积和销售额同比双降。2014 年，全国商品房

销售面积为 12.1 亿平方米，同比下降 7.6%，销售额为 7.6 万亿元，同比下降 6.3%。分物业来看，仅商业营业用房销售额、销售面积实现同比增长。住宅销售面积为 10.5 亿平方米，同比下降 9.1%，销售额为 6.2 万亿元，同比下降 7.8%；办公楼销售面积为 2498 万平方米，同比下降 13.4%，销售额为 2944 亿元，同比下降 21.4%；商业营业用房销售面积为 9075 万平方米，同比增长 7.2%，销售额为 8906 亿元，同比增长 7.6%。房地产供求对比方面，2014 年市场整体供大于求，库存升至历史高位，去化压力较大。20 个代表城市成交量同比下降 8.6%，供应量同比增长 3.2%，销供比为 0.82，较 2013 年的 0.93 明显下降。其中，北京当年成交减少而供应增加，销供比仅为 0.64，与 2013 年 1.53 的水平差距较大；上海、广州、武汉也由 2013 年的供需基本平衡转为 2014 年的供大于求，销供比分别下降至 0.80、0.70、0.88。2014 年前三季度，市场销售下降、供应增加，推动整体库存持续攀升，出清周期延长。进入四季度，销售有所回升，库存仍高位盘整，截至 2014 年 12 月底，20 个代表城市可售面积为 18782 万平方米，环比增长 1.8%，较 2013 年同期增长 25.5%，为近五年以来最高水平。

宏观调控政策方面，2014 年，在全国房地产行业整体降温的大背景下，宏观调控理念正在逐步发生变化。

首先，新常态下中央调控更注重市场化，以金融手段鼓励自住性住房消费。中央调控强调长期性及稳定性，着眼深化各项改革。新型城镇化、土地制度改革、金融制度改革等与房地产市场长期发展相关的制度建设成为两会工作报告重点。据此，2014 年中央出台房地产相关政策均以注重长期未定发展的制度建设为主，未再出台新的短期行政手段。年末中央工作会议再度未直接提及房地产，房地产调控去行政化趋势明显。中央多轮表态推进金融体制改革，货币政策注重精准定向微调。自 2014 年 4 月以来，央行明确指出要持续实施稳健的货

币政策，继续深化金融体制改革，并贯彻定向调控要求；5月30日，国务院常务会议提出要保持货币信贷和社会融资规模合理增长，加大“定向降准”措施力度。二季度以来，央行多次定向调整释放流动性，推进金融市场发展；年末央行对金融机构存款统计口径进行调整，拓宽存贷比指标中的存款口径从而增强整体流动性。同时监管层允许已上市房地产企业在银行间市场发行中期票据，表明监管层对于房地产融资的态度从原来的单向打压转为双向调节，中型房企的资金压力得到缓解。此外，支持自住性刚需，差别化信贷政策自2010年以来首度放松。9月30日，央行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》（以下简称“‘930’新政”），对个人住房贷款需求的支持力度大幅提升：首套房贷利率下限重回基准利率的0.7倍；已有一套住房并已结清相应购房贷款后再次申请贷款的，银行执行首套房贷政策。上述对首套房“认贷不认房”界定标准较此前“认贷又认房”大幅放宽。

其次，限购退出后金融财政政策主导，地方政策因地因时多轮灵活调整。2014年初，各地房地产市场持续分化，热点一二线城市仍在加强监管；二季度以来多个城市陆续取消限购，仅五市（北京、上海、广州、深圳、三亚）未放开；三季度各地限购放开步伐加快，或定向或全面取消限购，同时限购放松力度也逐渐加大，多个城市出现再次调整，限购政策由局部调整向全面放开。

此外，金融信贷、公积金政策跟进调整，财税补贴鼓励自住刚需。地方政策调整更加灵活，重点加大信贷支持力度，三季度以来，限购集中退出，部分城市短期成交回升，但仍未扭转整体下行趋势。在经济偏弱、旺季不旺的背景下，以信贷为主的利好政策陆续出台，意在扭转市场预期，刺激市场需求。9月底央行“930”新政出台后，地方信贷政策放松成大势。全国多地调整公积金政策，降门槛、增额度促

进需求释放。继三季度取消限购、“930”新政放松信贷后，通过公积金支持自住需求成为各地进一步调整的主要手段。10月9日中央出台《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，随后多个省市陆续跟进。据不完全统计，2014年以来对公积金调整放宽的省市已近40个。同时在央行降息后，各地相应央行要求，公积金贷款利率普遍下调0.25个百分点。

户籍、土地改革、不动产统一登记进程加快，长效机制顶层设计有序推进。11月《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》出台，提出稳定完善农村土地承包关系，规范引导农村土地经营权有序流转。同时，国土资源部正式发布《节约集约利用土地规定》和《关于推进土地节约集约利用的指导意见》，对大力推进节约集约用地进行整体部署，实现“控总量、挤存量、提质量”，东部地区特别是优化开发的三大城市群地区将以盘活存量为主，率先压减新增建设用地规模。

2015年一季度，在延续2014年经济下行压力加大、楼市库存高企、市场信心不足背景下，宏观政策层面进一步导向稳增长、调结构，房地产方面则积极聚焦于促销费，鼓励自住和改善性需求。央行实行灵活适度的货币政策，连续降准降息，降低二套房首付，构建宽松的金融信贷环境，减轻购房压力，提升消费能力。两会定调稳定住房消费，中央地方供需两端政策齐出，刺激需求促进库存去化，改善性需求获重大支持。去库存、促消费、稳增长是2015年房地产政策的主要基调，未来货币政策仍有望趋于宽松，地方或可因城施策出台进一步刺激措施。从行业相关指标看，自2014年下半年多重政策推动下，2015年一季度，市场成交回暖，供需呈现双增长，成交增幅高于供应，带动销供比小幅增长，20个代表城市成交量同比增长6.5%，供应量同比增长3.8%，销供比为1.1，同比小幅增长0.03。库存方面，据初步统计，截至2015年3月底，20个代表城市可售面积为17348万平方米，环比下降1.8%，

较 2015 年 1 月的高点回落 3.7%，但从绝对量来看，库存仍位于历史较高水平。

总体看，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，全国房地产市场整体呈现降温趋势。在此背景下，宏观调控政策导向促房地产市场化转型，深化改革建立长效机制推进稳增长。自 2014 年下半年，连续的放松限购、限贷及降息降准、降首付政策，使市场出现缓慢回暖迹象。但由于前期大量刚性需求的提前释放导致了有效需求不足，因此市场难以呈现爆发式增长。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段，不动产统一登记配套制度将进一步健全，土地节约集约利用将继续加强，以保障房地产市场长期稳定发展；房地产供应步入调整阶段，控规模、调结构将成为破局库存难题的关键。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整，联合资信将密切关注国内房地产市场的发展情况。

2. 区域经济环境

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。

厦门市位于福建东南段，南接漳州，北临泉州，东南与金门岛隔海相望，陆域面积 1699.39 平方公里，海域面积 300 多平方公里。厦门是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一，两岸区域性金融中心、东南国际航运中心、大陆对台贸易中心、两岸新兴产业和现代服务业合作示范区，先后荣膺全国宜居城市、中国服务外包示范城市、中国休闲城市、国家森林城市、中国最美会议城市等称号，外贸综合竞争力稳居全国百强城市前 5 位。

根据“厦门市 2014 年国民经济和社会发展统计公报”，2014 年，厦门市地区生产总值（GDP）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。按常住人口计算的人均地区生产总值 86831 元，增长 7.2%，折合 14135 美元。

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。全市 244 个重点建设项目完成投资 967.70 亿元，完成年度计划的 114.4%。

2014 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值 1240.32 亿元，增长 10.5%，占全市地区生产总值的 37.9%。至年末，全市规模以上工业企业 1555 家，实现工业总产值 4905.44 亿元，比上年增长 10.8%。其中产值超亿元的企业 546 家，实现产值 4463.23 亿元，占全市规模以上工业总产值的 91.0%。规模以上工业中，重工业完成产值 3425.36 亿元，比上年增长 10.3%；轻工业完成产值 1480.08 亿元，增长 12.5%，重工业与轻工业之比为 2.311。

2014 年，厦门市完成基础设施投资 426.33 亿元，增长 9.2%，其中交通运输业投资 225.03 亿元，增长 6.7%。工业投资 298.68 亿元，增长 9.9%，其中工业企业技术改造投资 218.55 亿元，增长 8.7%。社会事业投资 73.0 亿元，增长 11.7%。金融业投资 8.23 亿元，下降 32.5%。批发零售业投资 20.58 亿元，下降 8.4%。

2014 年，厦门市完成房地产开发投资 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%。

根据厦门市“十二五规划”，厦门市的经济社会发展目标是要以科学发展的主题、转变经济发展方式的主线、创新驱动的支撑、保障和改善民生的目的，大力建设“创新厦门”、“宜居厦门”、“平安厦门”、“文明厦门”、“幸福厦门”，实现地区生产总值、财政总收入、高新技术产业产值比 2010 年翻一番以上，全社会固定资产投资总额、民生和社会事业投入比“十一五”翻一番以上。到 2015 年地区生产总值达 4200 亿元；人均生产总值继续保持我国东部地区先进城市行列；财政总收入和的地方级财政收入分别达到 1000 亿元以上和 550 亿元以上，综合经济实力显著增强。

总体看，公司所在厦门区域经济保持平稳较快发展，城市和农村居民消费能力不断提高，一、二、三产业的快速发展趋势为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2014年底，公司实收资本20亿元，控股股东为建发股份，实际控制人为建发集团，最终实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会。

2. 企业规模与竞争力

公司是经厦国资产权[1998]119号批准，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）及其下属企业厦门建发物业管理有限公司共同出资，于1998年7月28日在厦门市工商行政管理局注册登记成立的有限责任公司。目前，公司的股东为厦门建发集团有限公司和厦门建发股份有限公司（建发集团为建发股份大股东）。建发集团是经厦门市政府批准设立的国有独资有限公司，是经市政府授权国有资产投资的资产经营一体化公司，承担着执行厦门市政府社会经济发展和产业结构调整部署的重

要职责，现为福建省最大的国有企业集团，连续多年位居福建省企业集团 100 强首位。

作为建发集团的下属核心企业，公司承担了厦门市保障性安居工程的开发、建设及运营管理，同时公司还参与了厦门市城市基础设施项目的建设，拥有房地产开发企业和物业服务企业一级资质证书（证书编号分别为：建开企[2007]644号、（建）110099号），拓展了商业运营业务。

目前，公司负责了福建省最大的保障性安居工程——洋唐居住区、后埔—枋湖旧村（棚户区）改造等保障性住房建设任务；同时也承担了厦门市国际会议中心、会议中心音乐厅、厦门市档案大楼和国际会议展览中心北区横三路、蔡岭路等这些厦门地标性建筑及市政道路的城市基础设施建设任务；公司大力发展了绿色节能住宅和城市综合体的开发业务；还拥有部分物业管理业务，新拓展了商业运营业务。

公司在业内树立了享有盛誉的“钻石”品牌，并获得福建省著名商标、“建设行业企业信用 AAA 级单位”、“中国房地产 50 强”、“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）”、“2013 年度影响中国的房地产品牌企业”、“福建省建设厅首批房地产品牌企业”等多项殊荣，公司连续 3 年荣登中国房地产开发企业综合发展 50 强，并在中国房地产研究会、中国房地产业协会和中国房地产测评中心三家单位联合主办的 2014 年中国房地产开发企业五百强中排列第 39 位。

3. 人员素质

公司现有高层管理人员 7 人，其中董事长 1 人，总经理 1 人，副总经理 4 人，财务总监 1 人，均具有丰富的企业管理经验。

公司董事长庄跃凯先生，1965 年 5 月出生，本科学历，高级工程师，企业法律顾问。曾任厦门建发集团公司房产二部副经理、经理，厦门建发集团有限公司总经理助理，厦门建发集团房地产有限公司总经理。现任公司董事长，

建发集团副总经理。

公司总经理施震先生，1965年7月出生，本科学历，高级工程师。曾在天安（厦门）地产投资有限公司、厦门海天房地产开发有限公司工作，曾任建发集团房产二部副经理，建发集团房地产有限公司副总经理。现任公司董事、总经理。

截至2014年底，公司共有员工885人，从年龄划分，35岁以下的占比57.79%、35~44岁的占比36.68%、45~49岁的占比3.19%、50岁以上的占比2.34%，以中青年员工为主；从学历划分，大专、本科的占比81.02%，本科以上的占比9.60%、中专以下的占比9.38%。

整体看，公司高层管理人员工作、专业经验丰富，员工学历水平较高，能够满足公司发展的需求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司是经厦国资产权[1998]119号批准，依据《中华人民共和国公司法》组建，并具有完善法人治理结构的有限责任公司。发行人设立了股东会、董事会、总经理等机构对公司进行经营与管理，并聘请监事对公司进行监督。

公司设立的股东会是公司的最高权力机构，由全体股东组成。股东会决定公司经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设立董事会，是公司经营决策机构，对股东大会负责。董事会成员7人，目前设董事长1人，董事6人。公司董事由股东会选举产生，董事长由全体董事过半数选举产生。公司设总经理一名，由董事会决定聘任或者解聘。总经理对董事会负责，主要负责公司的生产经

营管理工作。

2. 管理水平

为了建立完善的法人治理结构，有效提高内部管理效率，防范企业运营风险，公司制订了一整套内部管理和控制制度，包括《建发房地产集团有限公司财务管理制度》和《建发房地产集团有限公司投资管理规定》等。

投资管理方面，公司制定了《建发房地产集团有限公司投资管理规定》等一系列投资管理制度。公司的投资业务包括：收购法人公司股权；对外合资设立新的控股、参股公司；设立全资子公司（包括分公司）；对原有全资、控股、参股公司进行增资、减资、增持、减持等涉及股权比例、股本变化的事项。

担保管理方面，公司根据《中华人民共和国担保法》等法律法规制定了《对外担保管理规定》，对于集团外企业的担保行为，发行人坚持风险可控的原则，实行严格的担保管理制度，将担保纳入年度预算进行管理，实行总量控制。

筹资管理方面，公司制定了一系列筹资管理制度。目前，发行人发生的筹资事项由股东会审批。公司发生的权益性筹资事项以及资本公积金和盈余公积金转增资本的方案，由公司股东会审批。

财务预算管理制度方面，公司明确了各单位的责任、权利与利益，公司内部各单位建立了内部财务预算约束机制，进一步规范企业集团财务预算管理行为。财务部拟订集团公司和集团整体的财务预算目标、政策，制定财务预算管理的具体措施和办法，审议、平衡财务预算方案，组织下达财务预算，协调解决财务预算编制和执行过程中的问题，组织审计、考核财务预算的执行情况，督促各企业单位完成财务预算目标；集团公司建立内部弹性预算机制。对于不影响集团整体目标的业务预算、资本预算、筹资预算之间的调整，各子公司可以按照集团内部授权批准制度执行，鼓励预算执行单位及时采取有效的经营管理对策，保证财务预

算目标的实现。

下属子公司的管理控制方面，公司与子公司在资产、人员、业务、机构方面保持相对独立，发行人主要通过行使股东权利来实现对子公司的控制和管理，包括但不限于向子公司委派董、监事人员，通过董事会向子公司委派总经理、财务总监等公司高管，决定子公司的财务制度和财务预决算，决定子公司的利润分配，决定子公司的重大投融资，决定子公司的重大资产和产权处置等重大事项。同时对各子公司实行经营业务年度考核，主要为年度利润指标完成情况考核制度。除行使股东权利外，发行人原则上不干预子公司的日常经营活动。

激励约束机制方面，公司建立了以岗位、业务能力和业绩为核心的激励机制，根据对下属子公司的经营目标对经营管理层下达年度工作计划和任务目标，完善和落实各专业岗位的工作责任，通过绩效考核制度，完善对经营成果的定量考核。

安全生产管理方面，为规范生产管理，公司制定了《安全生产管理制度》等生产管理规章制度，明确规定公司各级机构的安全生产管理责任，要求公司针对自身行业生产特点，制定完善的安全生产管理规范，以保障生产安全。发行人下属各级机构在生产经营和项目建设过程中，不断加强安全生产管理体系建设，完善安全生产管理网络和制度，抓好安全生产培训教育和保障措施到位，及时消除各类不安全因素和事故隐患；坚持推行安全标准化管理，完善事故防范机制，加强安全工作检查力度，着力抓好主要危险源点和要害部位的安全生产工作，保证企业生产平稳发展。

七、经营分析

1. 经营概况

近年来随着国家对房地产行业的从严调控，公司经营策略也不断调整，重点转向二、三线城市的房地产开发，实时调整项目开发和销售节奏。2012~2014年，公司营业收入快速增长，年均复合增长34.98%。2014年公司业务发展较快，实现营业收入124.74亿元，同比增长57.11%。房产开发销售收入为公司营业收入主要组成部分，近三年该板块收入分别为61.95亿元、63.36亿元和122.96亿元，其中2014年大幅增长主要系以前年度签约销售的房屋在当年满足条件，确认收入较多所致；土地一级开发收入为后埔-枋湖旧村改造项目政府返还收益，2012和2013年实现收入4.19亿元和13.74亿元，2014年土地一级开发正在进行，未达到收入确认条件，未确认收入；公司物业租赁及管理收入主要为公司自有房地产开发项目物业管理服务以及外部承揽的小区、写字楼、别墅、厂房等各类物业管理收入，近三年该板块收入变动不大，2014年为1.24亿元；其他业务收入主要指代建项目收入及商业收入，占营业收入的比重比较小。

从盈利水平来看，2012~2014年，受房产销售成本波动以及土地一级开发收入波动影响，公司整体毛利率呈波动下降趋势，三年分别为36.94%、41.80%和36.58%。2014年公司房产销售业务盈利水平较高，毛利率为36.41%，受益于销售的房产项目位置优越、利润率较高，该板块毛利率较2013年提升7.54个百分点。公司土地一级开发成本不计入营业成本，发生时直接计入应收款项，该板块毛利率为100.00%；收到返还款先冲抵应收账款，多出部分确认销售收入。2014年公司物业租赁及管理毛利率为38.00%，毛利率较之前年度大幅提升主要系由于物业项目收缴率上升及综合成本下降所致。

表1 2012年~2014年公司营业收入及毛利率情况(单位:万元、%)

业务类别	2012年			2013年			2014年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
房产销售	619455.82	90.48	31.67	633585.46	79.80	28.87	1229628.14	98.58	36.41
土地一级开发	41940.28	6.13	100.00	137384.33	17.30	100.00	--	--	--
物业租赁及管理	9564.65	1.40	11.56	12256.64	1.54	7.91	12405.27	0.99	38.00
其他业务	13670.92	2.00	100.00	10712.97	1.35	100.00	5323.26	0.43	75.00
合 计	684631.67	100.00	36.94	793939.40	100.00	41.80	1247356.67	100.00	36.58

资料来源:公司提供。

2. 房产销售板块

表2 公司房地产板块主要指标

(单位:亿元、万平方米、万元/平方米)

项目	2012年	2013年	2014年
房地产开发完成投资	56.77	110.87	160.48
房屋施工面积	261.47	274.51	409.77
房屋竣工(交房)面积	77.31	76.32	101.07
房屋销售面积	68.79	77.19	59.94
土地储备情况	212.34	336.93	166.13
平均价格	1.25	1.45	1.65
实际销售额	86.06	112.20	98.62
净利润	12.37	16.13	17.40

资料来源:公司提供

注:实际销售额指签约销售金额,审计报告中披露的销售收入指当年按收入确认条件确认的收入,两者存在时间差,故数额有出入。

近年来,公司已完成和在建房地产项目以住宅及少量商铺为主。从经营数据看,2012~2014年公司房产开发业务经营规模持续扩大,年均复合增长68.13%,2014年公司房产开发投资达160.48亿元;同期公司继续加快施工和销售力度,房屋施工面积年均复合增长25.19%,2014年达409.77万平方米;房屋销售面积受市场行情影响波动下降,其中2013年房地产销售形势乐观,当年销售面积达77.19万平方米,2014年房地产市场进入下行周期,房产销售承压,当年房屋销售面积为59.94万平方米。2015年1~4月,受房地产行业回暖、居民购房意愿增加、公司可售项目增多以及公司

在各区域品牌影响力持续加强影响,公司销售情况有所好转,当期房屋销售面积24.80万平方米,主要销售项目包括鹭洲国际、建发上郡、锦城鹭洲、建发永郡、半山御府等,上述项目2015年可售面积达72.35万平方米。

表3 2014年公司房地产销售收入与区域分布

(单位:亿元、%)

地区名称	营业收入	所占比例
福建	74.08	60.25
湖南	13.56	11.03
上海	23.85	19.40
四川	9.43	7.67
广西	2.05	1.65
合计	122.96	100.00

资料来源:公司提供

在开发区域方面,近年来公司房地产开发项目主要以厦门、福州、漳州、长沙以及其他二、三线城市为主。2012~2014年,公司房地产开发收入集中在福建、湖南、上海和四川等区域,2014年各区域营业收入占比见表3。

截至2014年底,公司在建商品房住宅项目23个,其中在建项目建筑面积合计309万平方米,投资总额439.82亿元,截至2014年底到位资金315.89亿元,余额将在未来三年内通过贷款和自筹到位。2015~2017年,在建项目投资额分别为62.98亿元、47.55亿元和13.42亿元。公司预计在建项目收入约572亿元,在建

项目集中在厦门、漳州、上海、成都、泉州、南平、福州等地区。随着国家宏观政策的调整，房地产价格趋于理性，上述目标的实现具有一定不确定性。

表 4 公司在建房产项目投资情况（单位：亿元）

项目	预计总投资	截至 2014 年底	2015 年投资	2016 年投资	2017 年投资
		已投资			
明溢花园	7.3	5.5	1.80	-	-
海西首座	87.22	63.01	12.11	12.10	-
中央天成 (2013P10 地块)	44.04	36.06	3.99	3.99	-
中央天悦 (T2011P03 地块)	12.64	9.36	1.64	1.64	-
中央湾城 (2013P15 地块)	33.33	25.82	2.51	2.50	2.50
美一城	7.95	7.33	0.62	-	-
半山御府一期	7.8069	6.87	0.94	-	-
领第	46.48	46.14	0.34	-	-
新江湾 20 号	10.51	9.10	0.70	0.71	-
新江湾 21 号	6.46	4.31	1.07	1.08	-
建发大厦	12.88	11.63	0.42	0.42	0.42
公园首府 (延吉街道地块)	15.91	11.93	1.32	1.33	1.33
泗泾地块	15.98	10.70	2.64	2.64	-
锦城鹭洲	16.42	12.24	1.40	1.39	1.39
鹭洲国际	31.92	22.24	4.84	4.84	-
悦城中心	7.33	2.51	4.82	-	-
悦城二区	10.73	4.49	6.24	-	-
上郡二期	10.62	6.83	1.36	2.43	-
央郡	6.56	3.80	1.38	1.38	-
珑璟湾	14.25	7.69	3.28	3.28	-
永郡一期	4.83	2.05	0.93	0.95	0.91
燕郡一期	16.48	1.61	5.73	4.57	4.57
中决天成一期	12.17	4.67	2.90	2.30	2.30
合计	439.82	315.89	62.98	47.55	13.42

资料来源：公司提供。

为保障未来稳定发展，公司在多个目标区域设立子公司进行土地储备。截至 2014 年底，公司拥有土地储备 166.13 万平方米，均为未开工的房地产项目土地，账面价值 38.66 亿元。整体看，由于公司行业经验丰富、经营稳定并

获得政府支持，公司获取土地成本较低，按市场价预计升值空间较大；另外，公司土地储备丰富，较多的土地储备为公司房地产开发的可持续发展提供了有力保障。

表 5 截至 2014 年底公司主要土地储备明细（单位：平方米、万元）

项目名称	批准土地用途	面积	取得方式	账面价值	是否抵押
半山御府二期	商住	102710	招拍挂	10729.00	已抵押
碧湖壹号	住宅	183406	招拍挂	44804.00	未抵押
新江湾 22 号	商住	51612	收购	27740.33	未抵押
浅水湾二、三期	商住	402055	收购	89395.02	未抵押
上郡三期	商住	119754	招拍挂	24261.94	未抵押
珑璟湾 II 标段	商住办	160932	收购	24314.52	已抵押
永郡二期	商住	91676	招拍挂	12477.97	未抵押
燕郡未动工部分	商住	137000	招拍挂	34729.94	未抵押
建发美地	商住	316300	招拍挂	86784.00	未抵押

中泫天成二期	商住	115825	招拍挂	31342.81	未抵押
合计		1681270		386579.53	

资料来源：公司提供

公司拟建项目共 10 个，包括半山御府二期、碧湖壹号、新江湾 22 号、上郡三期等项目，预计总投资共计 80 亿元，资金来源全部为自筹。整体看，公司在建、拟建项目未来资本支出规模较大，存在较大的外部融资压力。

3. 公建配套项目

公司一直参与厦门市政府大型公建项目的代建工作，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、彭州市人民医院等。目前规模较大的主要有后埔-枋湖旧村改造和洋唐保障性安居工程等项目，主要由下属全资子公司厦门禾山建设发展有限公司和厦门兆信工程建设管理有限公司实施。

后埔-枋湖旧村改造项目为公司的唯一土地一级开发项目，总投资额115亿元，主要包括对枋湖、薛岭和后埔三个片区的拆迁改造以及蔡坑安置房建设。对于土地一级开发项目，在土地出让之前，项目发生的成本计入长期应收款；土地出让后、政府返回土地出让金之前，应收未收的土地出让金计入应收账款，并冲抵长期应收款；政府返回土地出让金后，冲抵应收账款。

对枋湖、薛岭和后埔三个片区的改造项目总投资额110.20亿元，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，所得土地收入85%归还公司，形成公司收益。枋湖、薛岭和后埔三个片区总用地面积73.41万平方米，可出让建筑面积163.23万平方米。截至2014年底，公司已投资59.04亿元，完成了对后埔-枋湖片区的土地一级开发，已出让41.74万平方米，扣除开发成本后累计形成净收入约28.28

亿元，其中2014年由于土地整理尚未完成，未达到出让条件，当年无土地一级开发收入，2013年出让土地14.10万平方米，形成净收入13.74亿元，对当年营业收入和利润形成了较大补充。2013年，土地出让发生在年末，土地出让金未返还，该款项于2014年7月到账。

蔡坑安置房项目是后埔-枋湖旧村改造项目的配套项目，计划建成一个配套完整的中心生活区，解决枋湖、薛岭和后埔三个片区约2000户居民的安置问题，项目安置房建成后由政府统一进行收购。该项目于2007年4月立项，总用地面积3.01万平方米，建筑面积共计18.09万平方米。蔡坑安置房项目总投资4.80亿元，截至2014年底，已投资4.80亿元，目前已竣工，正在进行安置工作，已安置15.93万平方米（含住宅、车位、商铺）。2014年，蔡坑安置房项目确认收入5683.31万元，体现为销售商品、提供劳务收到的现金。

公司另一公建项目为洋唐保障性安居工程，包括翔城国际限价商品房项目及小区内安置房、人才房、学校等配套建筑（配套建筑代建收益计入其他业务收入）。公司根据市政府要求投资开发限价房，工程竣工验收后根据政府指导价格进行销售实现回款。翔城国际限价商品房项目总投资为9.6亿元，据公司预测，预计可实现销售总收入为12.32亿元、利润总额2.03亿元。截至2014年底，翔城国际已完成投资8.80亿元（包括“13建发房产债”募集资金5亿元），目前正在进行全项目工程结算工作，预计2015年5月全部完工。

整体来讲，公司房地产业务稳步增长，但受国家宏观调控政策影响较大，土地一级开发收入是公司营业收入的有益补充，较多得土地储备为其可持续经营提供了有力的保障。

4. 物业租赁及管理

公司物业租赁及管理收入主要为公司自有房地产开发项目物业管理服务以及外部承揽的小区、写字楼、别墅、厂房等各类物业管理收入。2012~2014年，公司物业租赁及管理收入分别为0.96亿元、1.23亿元和1.24亿元。

2014年12月，公司收购香港上市公司西南环保发展有限公司（1908.HK）75%股权。西南环保发展有限公司成立于1993年，是广西南宁市的绿色建筑房地产开发商，主要从事物业租赁、房地产开发、物业管理服务及提供物业咨询服务业务。截至2014年底，西南环保发展有限公司总资产9.61亿元，净资产5.55亿元。2014年，西南环保发展有限公司总收入2.75亿元，其中物业销售收入2.25亿元、物业租金收入0.42亿元、物业管理收入0.07亿元，其余为少量咨询服务收入。

整体看，公司收购西南环保发展有限公司，拓展了融资渠道，并为公司带来持续稳定的现金流入。

5. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数波动下降，存货周转次数和总资产周转次数波动上升，2014年上述指标分别为9.35次、0.30次和0.35次。

整体看，公司经营效率较低。

6. 未来发展

作为建发集团的下属核心企业，公司经过多年的发展，经营业务立足于厦门，辐射全国。公司将密切关注房地产行业宏观调控政策和城镇化发展趋势，优化集团管控模式，提升管理水平。进一步加快项目的开发和经营，缩短营运周期，提高运营效率，扩大建设规模和提升产品品质。促进商业模式提升与转变，在提升传统生产经营模式的同时，加强资产经营和资本经营，以实现经营规模的安全快速增长。同时抓好各企业班子建设，加快对干部的培养和

人才的引进；改善内部管控模式和营运机制，加快信息化建设，建立与业务发展相匹配的人才队伍和管理办法。此外，公司将适时进行国内二线城市及福建省内三四线城市的拓展和布点，扩大现有项目城市及周边区域的业务，为未来健康、持续、稳定发展奠定基础。

未来在保障房开发方面，公司将根据政府发展目标，结合自身特点，努力拓展限价房、棚户区改造等民生工程业务，将承建项目精心打造国家康居住宅示范项目，在实现经济价值的同时实现社会价值。

在城市基础设施建设方面，该业务既是公司主要的业务经营方向，也是公司的职责所在。未来公司将继续承担肩负的责任，高质量、高效率地完成各项建设任务，为厦门市改善民生和产业结构调整打下坚实基础。

未来在物业管理方面，公司将以“国家化标准，专业化服务，本土化收费”的全新管理服务模式服务业主，围绕“打造钻石人生”的核心理念，最大程度提升业主享有的居住价值和市场价格。

在市场和城市布局方面，公司将积极布局若干个省会二线中心城市，扩展福建省内多个三四线城市房地产一、二级市场的业务区域，扩大现有项目城市及周边区域的业务。同时合理优化在全国及福建省内的土地储备布局。

公司未来将借助建发集团的支持和强大实力以及自身较强的各项业务开发经验，拓展各项业务机会，朝多元化、综合化方向发展。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2014年度财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）厦门分所审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。

从合并范围看，2013年和2014年公司分别新纳入合并范围子公司10家和11家，由于上述合并子公司资产及净资产规模相对较小，

合并范围变化对公司影响不大，财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额 378.44 亿元，所有者权益合计 82.92 亿元（其中少数股东权益 12.42 亿元）；2014 年公司实现营业收入 124.74 亿元，利润总额 24.21 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为 33.07%。截至 2014 年底，公司资产总额 378.44 亿元，同比增长 16.14%，主要是公司加大投资力度，房地产开发存货大幅增加所致。截至 2014 年底，公司资产中流动资产占 89.08%，非流动资产占 10.92%。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产年均增长 30.69%，主要来自存货的增加。截至 2014 年底，公司流动资产合计 337.13 亿元，构成以存货（占 90.08%）、货币资金（占 3.17%）和其他应收款（占 2.36%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金波动下降，年均复合减少 18.71%。截至 2014 年底，公司货币资金 10.69 亿元，受加大投资力度影响同比减少 71.33%；货币资金构成以银行存款为主，占货币资金总额的 96.82%，其余为少量库存现金和其他货币资金。截至 2014 年底，公司受限资金 0.34 亿元，主要为银行按揭贷款保证金存款和保函保证金存款。

2012~2014 年，公司应收账款波动下降，年均复合减少 4.61%。截至 2014 年底，公司应收账款 0.76 亿元，较 2013 年底大幅减少 25.17 亿元，主要系收回 2013 年应收厦门市湖里区财政局对后埔-枋湖旧村改造项目的土地出让金分成款所致。2014 年，应收账款中按账龄组合计提坏账准备的应收账款中，1 年以内的占 10.09%，1~2 年的占 42.04%，2~3 年的占 47.87%；年底坏账计提比例为 19.07%。总体看，公司应收账款规模较小，账龄尚可，公司发生坏账风险较低。

2012~2014 年，公司预付账款波动增长，年均复合增长 52.96%，截至 2014 年底，公司预付款项 6.82 亿元，主要系预付永安市土地收购储备中心的土地出让金以及预付漳州国土资源局土地出让金所致；其中，1 年以内的预付账款占比 90.95%。

2012~2014 年，公司其他应收款波动下降，年均复合减少 10.81%。截至 2014 年底，公司其他应收款 7.95 亿元，主要是应收泉州市江龙建设投资有限公司等单位的往来款和应收厦门市湖里区财政局押金保证金；按账龄计提坏账准备的其他应收款中，账龄在 1 年以内的占 32.28%，1~2 年的占 64.63%，其余为 2 年以上；从集中度方面看，前 5 名欠款额合计占其他应收款的 51.95%，集中度较高。

表 6 2014 年底公司其他应收款前五名单位

单位名称	金额 (亿元)	占比 (%)	性质
厦门市湖里区财政局	1.73	21.76	押金保证金
泉州市江龙建设投资有限公司	0.82	10.31	往来款
厦门市博坤贸易有限公司	0.70	8.81	往来款
厦门禧鹏翔实业发展有限公司	0.40	5.03	往来款
厦门市同安区财政局	0.48	6.04	押金保证金
合计	4.13	51.95	

资料来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司存货快速增长，年均复合增长 34.67%。2014 年，公司加大拿地和施工力度，新建、在建项目投入带动存货增至 303.70 亿元，同比增长 40.13%。从存货构成上看，主要为开发成本（占 81.77%）和开发产品（占 18.23%）。截至 2014 年底，公司未计提存货跌价准备。从抵押情况看，截至 2014 年底公司用于借款抵押的存货规模为 97.47 亿元，抵押比率为 32.09%。

截至 2014 年底，公司其他流动资产 7.21 亿元，为 2014 年新增，主要为预缴所得税 0.85 亿元以及预缴其他税费 6.36 亿元，其中预缴其他税费包括预缴土地增值税、营业税等。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长59.07%。截至2014年底，公司非流动资产41.31亿元，同比增长143.12%，主要系长期应收款和投资性房地产增长所致；公司非流动资产构成以长期应收款、投资性房地产、商誉、递延所得税资产、可供出售金融资产为主，2014年上述科目占比分别为59.89%、22.21%、4.61%和4.38%。

截至2014年底，公司新增可供出售金融资产2.00亿元，系“建发禾山后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划”（ABS），募集资金14亿元，其中2亿元次级部分由公司子公司禾山公司购买，列为可供出售金融资产。

2012~2014年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长27.59%。截至2014年底，公司长期应收款24.74亿元，同比增长72.25%，全部为下属子公司厦门禾山建设发展有限公司代建“后埔—枋湖旧村改造”项目所发生的成本支出。

2012~2014年，公司投资性房地产分别为0.05亿元、0.04亿元和9.18亿元，2014年大幅增长主要系存货转入2.58亿元以及本年收购西南环保发展有限公司增加6.67亿元。

截至2014年底，公司新增商誉1.90亿元，主要为本年度合并西南环保发展有限公司形成的商誉。

总体看，随着近年公司房地产业务规模快速扩张，公司资产总额快速增长。资产构成以流动资产为主，非流动资产主要为应收代建项目成本。公司流动资产中存货占比大，资产流动性较弱，整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益构成

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益年均增长23.57%，其中2013年主要来自实收资本的增加；2014年主要来自未分配利润的增加。2013年1月，公司按持股比例以2012年度未分配利

润20.00亿元进行分红后，各股东按持股比例增资10.00亿元，增资后公司实收资本为20.00亿元，并于2013年1月31日完成工商变更。截至2014年底，公司所有者权益82.92亿元，归属母公司所有者权益中，实收资本占28.37%，盈余公积占5.88%，未分配利润占65.30%。近三年，公司所有者权益不断增长，所有者权益中未分配利润占比较高，且过往年度有分红情况。总体看，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

2012~2014年，公司负债总额持续增长，三年分别为159.41亿元、261.86亿元和295.52亿元，其中2013年受流动负债中一年内到期的长期借款、预收款项和其他应付款的增加影响总负债水平快速增长。截至2014年底，公司负债合计295.52亿元，较2013年底增长12.85%，主要来自非流动负债中长期借款和长期应付款的增加，同时带动非流动负债占比升至39.58%；流动负债占比降至60.42%。

2012~2014年，公司流动负债波动上升，年均增长32.50%。截至2014年底，公司流动负债178.54亿元，其中应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债占比分别为10.87%、47.36%、21.20%和9.11%。

近三年，公司短期借款呈波动上升趋势，年均增长88.02%，其中2014年受保证借款和抵押借款增加影响该年度短期借款余额快速增长至10.61亿元，其中抵押借款5.12亿元、保证借款5.49亿元。

2012~2014年，随着新增土地储备和施工面积的大幅增加，公司应付账款年均大幅增长48.82%；截至2014年底为19.40亿元，同比增长94.27%，主要为应付开发成本款。

近三年，公司预收款项波动上升，三年分别为50.25亿元、109.27亿元和84.55亿元，其中2013年受预收购房款和预收安置房补价款增加影响预收账款同比大幅增长。截至2014年底，公司预收账款84.55亿元，其中预收购房款占比

94.67%、预收安置房补价款占比4.68%。

公司其他应付款主要包括往来款、预提准备金、预提企业所得税、少数股东往来款等，近三年波动上升，年均增长33.10%。截至2014年底，公司其他应付款37.85亿元，较2013年底减少20.43%，主要包括预提税金、应付建发股份、建发集团往来款等。

表 7 2014 年底公司其他应付款前五名单位

项目	金额 (亿元)	占比 (%)
预提税金	20.51	54.19
应付建发股份往来款	6.34	16.75
应付成都大蓉和建设投资有限公司 土地溢价款	2.56	6.76
代收及暂收款	1.45	3.83
应付建发集团往来款	1.08	2.85
合计	31.94	84.39

资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司一年内到期的非流动负债波动上升，截至2014年底为16.26亿元，其中质押借款1.00亿元、抵押借款5.76亿元、保证借款9.47亿元、信用借款355.46万元。

2012~2014年，公司非流动负债快速增长，年均增长42.37%。截至2014年底，公司非流动负债116.98亿元，其中长期借款、应付债券（“09建发债”和“13建发债”）和长期应付款分别占比分别为78.69%、9.61%和10.26%。

2012~2014年，长期借款快速增长，年均增长33.79%。截至2014年底，公司长期借款92.05亿元，其中质押借款、抵押借款和保证借款占比分别为5.22%、46.00%和48.78%。

截至2014年底，公司长期应付款12.00亿元，为当年度新增，主要系新增ABS项目，即建发禾山后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划。

2012~2014年，公司全部债务年均增长37.22%。截至2014年底，公司有息债务总额142.17亿元，同比增长48.32%；其中短期债务占18.90%，长期债务占81.10%。截至2014年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和

全部债务资本化比率分别为78.09%、63.16%和58.17%，三年平均值分别为78.07%、61.20%和55.29%。

总体看，近年受非流动负债增加影响公司债务总额有所上升，债务结构以长期债务为主，符合公司项目建设周期长的特点。

4. 盈利能力

近年，公司不断加大外埠市场项目的开发和销售力度，福建、四川、湖南和上海等地前期开工项目竣工交房量上升，且销售价格较高，房产销售收入确认规模较大，另外2013年后浦-坊湖旧村改造中土地一级开发收入大幅增长，对收入和利润形成较大贡献；2012~2014年公司营业收入年均增长34.98%。2014年，公司实现营业收入124.74亿元，较上年大幅增长57.11%，其中房地产销售收入122.96亿元（占营业收入的98.58%），同比增长94.07%；由于土地整理尚未完成未达到出让条件，该年度未形成土地开发收入。同期，公司营业成本随着房地产开发业务规模的增长有所上升，发生营业成本79.10亿元，同比增长71.23%，高于营业收入增幅。由于2013年公司土地一级开发以净收入记账，成本为零，导致当年营业成本较低。

公司期间费用以销售费用为主，随着房地产业务规模不断扩大，近三年公司期间费用总额持续增长，年均增长32.41%；2014年公司期间费用合计5.50亿元，占营业收入的4.41%，低于期间费用率三年平均值4.83%。总体看，公司期间费用控制能力尚可。

2012~2014年，公司营业税金及附加波动增长，三年分别为7.05亿元、6.44亿元和17.44亿元，其中受土地增值税增加影响2014年公司营业税金大幅增加。

2014年，公司资产减值损失-1.31亿元，较2013年的1.50亿元大幅减少，主要是2013年计提应收厦门市湖里区财政局土地出让金分成款坏账准备增加较多，同时2014年收回以前年度挂账的往来款，并重回已经计提的坏账准备所

致；2014年公司投资收益为0.14亿元，同比减少71.97%，主要系同期理财产品利息收入较上年减少所致。

2012~2014年，随着房地产业务快速扩张，公司营业利润和利润总额年均分别增长23.80%和23.77%，2014年分别为24.14亿元和24.21亿元。

从盈利指标看，2012~2014年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率波动下降，上述指标三年平均值分别为26.74%、8.82%和22.61%；2014年上述指标分别为22.60%、7.76%和20.99%，2014年盈利能力低于平均水平主要系本年度利润率较高的土地业务未产生收入所致。

总体看，近年公司经营规模不断扩大，营业收入和利润规模持续增长，整体盈利能力较强；但同时，2014年土地开发业务未产生收入，导致本年度盈利指标有所下降。目前，房地产开发销售仍是公司收入和利润的主要来源，土地一级开发收益是重要补充。目前的限购政策以及各大城市相应公布的实施细则对房地产市场影响将进一步深化，联合资信将持续关注政府对土地一级开发的出让金返还和国家房地产调控政策及其对公司后续项目的影响。

5. 现金流分析

近三年，公司房产销售力度较大，并且伴随预收购房款和预收安置房补价款增加，现金回笼规模大幅度上升，销售商品、提供劳务收到的现金年均增长24.22%，2014年为124.25亿元。公司收到其他与经营活动有关现金主要由往来款、押金及保证金等构成，近三年年均增长67.67%，2014年为38.43亿元，较上年增长2.18%，主要是收到押金及保证金19.72亿元、收到厦门市住宅建设办公室工程进度款5.49亿元、收到厦门建发股份有限公司往来款8.76亿元、代收业主款1.29亿元等。经营现金流出方面，近三年公司项目开发投资规模不断增加，购买商品、接受劳务支付的现金年均增长

44.92%，2014年为120.99亿元；支付其他与经营活动有关的现金年均增长195.80%，2014年为72.95亿元，主要为支付押金及保证金24.79亿元、支付厦门建发股份有限公司往来款18.84亿元、代付业主款11.53亿元、代付土地款12.08亿元、代付各项费用5.20亿元等。2012~2014年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为16.36亿元、16.40亿元和-56.94亿元。

由于公司收入确认原则是竣工交房，确认收入与房产销售回款存在时滞，导致收入实现指标存在波动，2014年公司现金收入比为99.61%，低于三年平均值120.81%。总体看，公司收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2012~2014年，公司投资活动现金流入量波动中有所增长，年均增长12.27%，2014年为0.24亿元，主要为收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金。2012~2014年，公司投资活动现金流出大幅增长，年均增长483.41%，2014年为5.44亿元，同比增长61.33%，主要系当年取得子公司支付的现金规模较大所致。近三年，公司投资活动现金流量净额分别为0.03亿元、-2.84亿元和-5.19亿元。2012~2014年，公司筹资活动前现金流量净额分别为16.39亿元、13.56亿元和-62.14亿元。

从筹资活动来看，公司房地产开发投资规模较大，筹资活动现金流入以取得借款为主；筹资活动现金流出主要为偿还债务以及分配股利、利润或偿付利息等支付的现金。2012~2014年，公司筹资活动现金流量净额分别为-7.70亿元、7.37亿元和35.41亿元，其中2014年大幅增长系受大规模借款影响。

总体看，近年公司收入实现质量尚可；经营活动产生的现金流量净额受在建项目的持续投入、开工项目的增加以及往来款规模较大影响，近年来波动较大，且在2014年大幅下降。同时联合资信关注到，项目开发力度、新增土地储备和房产销售情况等因素可能对公司经营活动现金流状况造成一定影响。未来随着房产项目开发维持较大规模投入，公司存在较大的

对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，受流动负债波动影响，近三年公司流动比率和速动比率波动下降，三年平均值分别为182.10%和29.82%，2014年底分别为188.83%和18.72%。近三年公司经营现金流动负债比分别为16.08%、8.65%和-31.90%，经营活动现金流量净额对流动负债保障能力一般。公司流动负债中其他应付款和预收款项占比较大，其中其他应付款主要是预提税金、应付往来款和工程款等；预收款项主要是房屋预售款，实际无需现金偿付。综合考虑，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标看，近三年公司EBITDA不断增长，分别为15.93亿元、21.74亿元和24.59亿元，年均增长24.24%。2012~2014年，公司EBITDA利息倍数分别为2.69倍、7.16倍和2.40倍；全部债务/EBITDA分别为4.74倍、4.41倍和5.78倍。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至2014年底，公司在多家银行获得授信总额为235.73亿元，已使用额度为139.52亿元，尚未使用额度为96.21亿元。此外，2014年12月，公司收购香港上市公司西南环保发展有限公司（1908.HK）75%股权，公司直接和间接融资渠道畅通。

或有负债方面，公司及下属子公司按房地产经营惯例，为商品房承购人提供抵押贷款担保，担保类型为阶段性担保。阶段性担保的担保期限自保证合同生效之日起，至商品房承购人所购住房的房屋产权证及抵押登记手续办妥后并交银行执管之日止。截至2014年底，公司及下属子公司承担上述阶段性担保金额为人民币59.16亿元，此外无其他对外担保事项。

7. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：

G10350203000293806），截至2015年4月29日，公司有1笔已结清的关注类信贷信息，无未结清的关注类和不良类信贷信息记录。

8. 抗风险能力

公司是厦门市大型房地产开发商，区域性品牌优势明显，从业经验丰富，近年维持较大投资开发力度，施工规模扩大，房产销售收入及资金回笼快速增加，盈利能力较强，充足的土地储备及较强的成本管理能力为公司保持稳定发展提供支持，整体抗风险能力强。

九、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券计划发行10亿元，占2014年底公司长期债务、全部债务和负债总额的比重分别为8.67%、7.03%和3.38%，对公司现有债务规模产生一定影响。

截至2014年底，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78.09%、63.16%和58.17%，本期债券发行后，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上升至78.65%、64.73%和60.18%，公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2012~2014年，公司经营活动现金流入量分别是本期债券发行额度的9.42倍、16.33倍和16.27倍；经营活动现金净流量分别是本期债券发行额度的1.64倍、1.64倍和-5.69倍。公司EBITDA分别是本期债券发行额度的1.59倍、2.17倍和2.46倍。

根据《湖里区后埔片区改造项目委托书》（厦湖府【2005】41号）及《“后埔-枋湖片区旧村该着项目”资金运行协议》约定，本期债券募投项目的可出让土地出让总价的85%返还给公司。根据薛岭片区二期项目土地出让计划，依照《“后埔-枋湖片区旧村该着项目”资金

运行协议》约定，公司预计于 2017 年、2018 年和 2019 年分别获得 3.65 亿元、15.21 亿元和 10.14 亿元，三年共 29.00 亿元的土地出让金返还收入，为本期债券发行额度的 2.90 倍。募投项目收益对本期债券保障能力较强。

表 8 本期债券募投项目各年度收入情况表
(单位: 万平方米、亿元)

薛岭片区二期项目	2017 年	2018 年	2019 年	合计
拟出让地块	B2-1	B1	B1	--
拟出让地块占地面积	2.56	4.52		7.08
预计可返还土地出让金	3.65	15.21	10.14	29.00
合计	3.65	15.21	10.14	29.00

资料来源: 公司提供

注: 由于 B1 地块预计于 2018 年下半年出让, 故预计 40% 的土地出让金, 即 10.14 亿元将在 2019 年返还。

总体看, 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期债券有较强的保障能力; 募投项目收益对本期债券保障能力较强, 但土地变现能力受市场影响或有所波动。

十、债权保护条款分析

1. 第三方担保

建发股份为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

厦门建发股份有限公司为本期债券出具了担保函。根据《担保函》, 担保人在该担保函中承诺, 对本期债券的到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本期债券存续期及本期债券到期后二年内, 如发行人不能按期兑付债券本金及到期利息, 担保人保证将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他依法应支付的费用, 划入债券持有人或债券受托管理人指定的账户。

建发股份系经厦门市人民政府厦府[1998]综 034 号文批准, 由建发集团独家发起, 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。建发股份首次发行总股本为 18500 万股, 经送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后, 截至 2014 年 6 月底, 建发股份注册资本 28.35 亿元, 总股本为 28.35 亿股, 其中建发集团持股 46.74%; 社会公众持股 53.26%。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团 100% 股权, 为建发股份最终控制人。

目前建发股份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。

截至 2014 年 6 月底, 建发股份合并资产总额 980.21 亿元, 所有者权益 203.82 亿元(含少数股东权益 42.09 亿元); 2014 年 1~6 月建发股份实现营业收入 531.78 亿元, 利润总额 17.49 亿元。经联合资信评定, 建发股份的长期主体信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

本期 10 亿元债券占建发股份 2014 年 6 月底资产总额的 1.02%、所有者权益的 4.91%, 立即偿还此笔债券对建发股份影响较小。

2011~2013 年, 建发股份经营活动现金流入量分别是本期债券发行额度的 89.28 倍、105.60 倍和 120.62 倍; 经营活动现金净流量分别是本期债券发行额度的 -4.96 倍、4.75 倍和 -1.92 倍; 建发股份 EBITDA 分别是本期债券发行额度的 4.25 倍、4.21 倍和 5.00 倍。总体看, 建发股份经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期债券保障能力强。

2. 设立偿债基金专户

公司为本期债券设立专项偿债基金，偿债资金来源主要是公司经营收入。2012~2014年，公司实现营业收入分别为68.46亿元、79.39亿元和124.74亿元，利润总额分别为15.80亿元、21.58亿元和24.21亿元，对本期债券具有较强的保障能力。

公司在中国银行股份有限公司厦门市分行开立专项偿债账户，进行专户管理，本期债券存续期间的还本付息工作将通过该账户来完成，偿债资金一旦划入专项偿债账户，仅可以用于按期支付本期债券的利息和支付本金。公司应在本期债券的每个还本付息日前10个工作日向偿债专户中划入偿债资金，保证在本期债券的每个还本付息日前5个工作日偿债专户有足额的资金支付债券当期本息。

本期债券的主承销商应在本期债券的每个还本付息日前10个工作日，向公司和偿债账户监管银行查询专项偿债账户的资金归集情况。如果专项偿债账户的偿债资金不足，主承销商和债权代理人应及时向债券持有人公告，并采取必要的措施，敦促发行人足额归集偿债资金。

综合来看，本期债券由建发股份提供全额无条件不可撤销的连带责任担保，建发股份担保实力极强；公司为本期债券设立了偿债基金及专项偿债账户，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

十、结论

房地产行业是国民经济的基础性传统行业之一，在国民经济中具有重要地位，但受国家宏观政策和经济周期影响较大。公司作为厦门市国有独资的大型房地产开发商，开发资质齐备，土地储备充足，从业经验丰富，控股股东支持较大，具备区域性品牌优势和一定的综合实力。

目前，公司资产以流动资产为主，其中存货占比高，资产流动性较弱；负债水平较高，

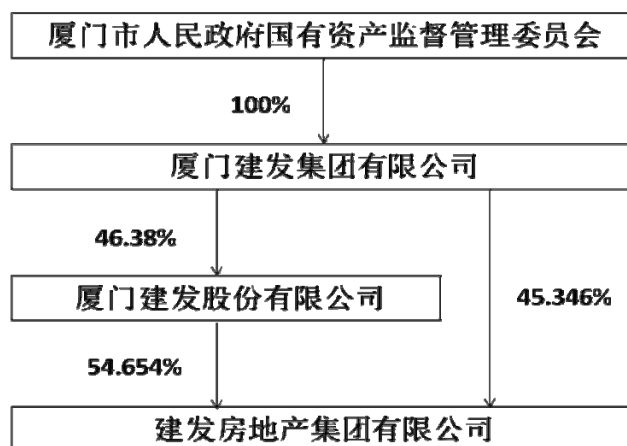
有息债务增长较快，债务负担偏重，所有者权益稳定性较弱；近年来公司扩大房地产销售规模，营业收入持续增长，公司整体盈利能力较强；经营活动产生的现金流量波动较大，存在较大的对外融资压力。2014年底，公司收购香港上市公司西南环保发展有限公司（1908.HK）75%股权，公司直接融资渠道畅通。

公司拟发行10亿元公司债券，募投项目收益为偿债资金的主要来源，公司经营活动现金流入量、EBITDA及募投项目收益对本期债券覆盖程度较高。

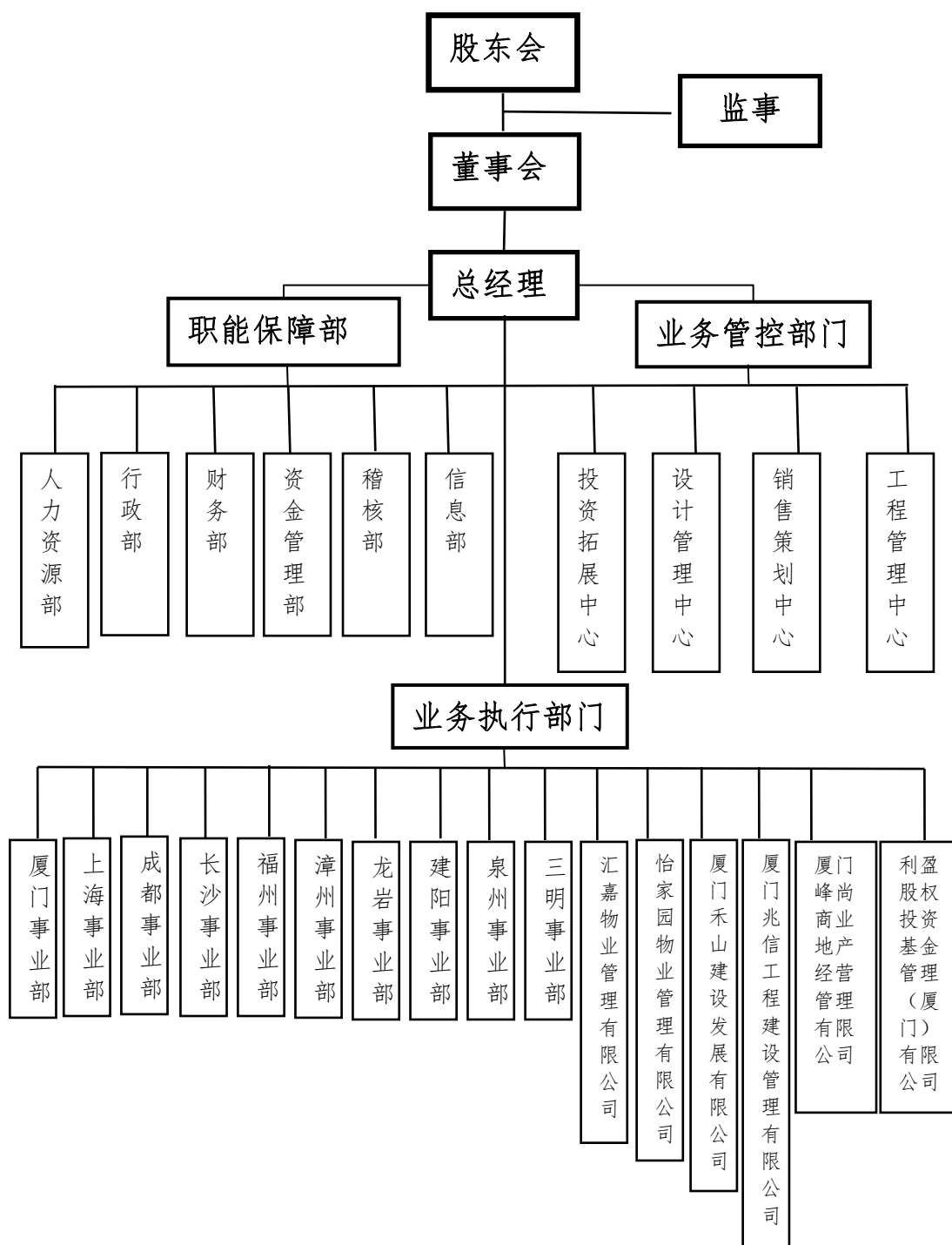
本期债券由建发股份提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保实力极强，有效提升了本期债券本息偿付的安全性。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合分析，联合资信认为，公司本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

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 担保方信用评级报告

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	16.18	37.30	10.69
资产总额(亿元)	213.71	325.86	378.44
所有者权益(亿元)	54.30	64.00	82.92
短期债务(亿元)	17.83	23.62	26.87
长期债务(亿元)	57.67	72.23	115.30
全部债务(亿元)	75.50	95.85	142.17
营业收入(亿元)	68.46	79.39	124.74
利润总额(亿元)	15.80	21.58	24.21
EBITDA(亿元)	15.93	21.74	24.59
经营性净现金流(亿元)	16.36	16.40	-56.94
财务指标			
销售债权周转次数(次)	32.04	5.93	9.35
存货周转次数(次)	0.27	0.24	0.30
总资产周转次数(次)	0.34	0.29	0.35
现金收入比(%)	117.61	158.28	99.61
营业利润率(%)	26.64	33.70	22.60
总资本收益率(%)	9.54	10.10	7.76
净资产收益率(%)	22.79	25.20	20.99
长期债务资本化比率(%)	51.51	53.02	58.17
全部债务资本化比率(%)	58.17	59.96	63.16
资产负债率(%)	74.59	80.36	78.09
流动比率(%)	194.09	162.91	188.83
速动比率(%)	29.42	48.60	18.72
经营现金流动负债比(%)	16.08	8.65	-31.90
EBITDA 利息倍数(倍)	2.69	7.16	2.40
全部债务/EBITDA(倍)	4.74	4.41	5.78
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	9.42	16.33	16.27
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.64	1.64	-5.69
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.59	2.17	2.46

注：将长期应付款中的“后埔-枋湖片区棚户区改造项目专项资产管理计划”12 亿元计入长期债务和全部债务。

附件 4 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 / 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%
本期债券偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期债券到期偿还额
EBITDA / 本期发债额度	EBITDA / 本期发债额度

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 5 中长期债券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，银行间债券市场中长期债券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。

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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 建发房地产集团有限公司 2015 年度 10 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期公司债券存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

建发房地产集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料（含公司及担保方的相关资料）。建发房地产集团有限公司或者担保方如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，建发房地产集团有限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建发房地产集团有限公司和担保方的经营管理状况及相关信息，如发现建发房地产集团有限公司或担保方出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如建发房地产集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送建发房地产集团有限公司、主管部门、交易机构等。



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
14 建发 CP001	5 亿元	2014/5/26 2015/5/26	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 10 月 27 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 6 月
现金类资产(亿元)	58.24	78.37	89.27	108.54
资产总额(亿元)	522.54	610.81	800.45	980.21
所有者权益合计(亿元)	100.97	129.56	163.55	203.82
短期债务(亿元)	144.40	153.96	156.27	198.40
全部债务(亿元)	246.04	265.11	301.56	398.21
营业收入(亿元)	802.54	911.67	1020.68	531.78
利润总额(亿元)	36.47	35.99	45.83	17.49
EBITDA(亿元)	42.45	42.08	50.02	--
经营性净现金流(亿元)	-49.59	47.54	-19.21	-69.90
营业利润率(%)	7.56	7.23	7.38	6.32
净资产收益率(%)	27.62	20.61	20.74	--
资产负债率(%)	80.68	78.79	79.57	79.21
全部债务资本化比率(%)	70.90	67.17	64.84	66.14
流动比率(%)	143.81	144.60	146.21	154.77
全部债务/EBITDA(倍)	5.80	6.30	6.03	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.02	3.87	5.13	--
经营现金流负债比(%)	-15.52	12.86	-3.92	--

注: 2013 年、2014 年上半年公司短期债务包含其他流动负债中的短期融资券。2014 年上半年财务数据未经审计。

分析师

王 毓 景 雪

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福建地区特大型上市公司,在经营规模、业务多元化、营销网络等方面具备显著优势。联合资信同时关注到,宏观经济增速放缓及贸易商品需求下降、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等因素对公司信用基本面的负面影响。

跟踪期内,公司资产、权益及收入规模保持增长,期间费用控制能力进一步增强,房地产项目销售良好,2013 年利润总额同比显著增长,公司抗宏观周期波动风险能力突出。未来,随着依托网络平台的供应链创新整合模式逐渐完善以及 48 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“14 建发 CP001”的信用等级为 A-1。

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,2013 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. 公司供应链运营业务市场地位稳固,贸易品类齐全,经营获现能力较强。
3. 公司房地产业务市场布局较为完善,业务盈利能力较强。
4. 公司经营活动现金流入量、现金类资产对“14 建发 CP001”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内,受宏观经济增速放缓影响,公

司供应链贸易商品需求低迷，价差空间收窄，供应链运营业务毛利率下降；受新销售项目拿地成本较高影响，房地产业务毛利率下降。

2. 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。
3. 公司房地产业务在建项目较多，未来资金需求较大。
4. 跟踪期内，公司经营活动现金流量净额持续为负。

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“14 建发 CP001”到期内有效；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“14 建发 CP001”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 2014 年 6 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 46.74%；社会公众持股 53.26%。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 2013 年底，公司合并范围包含全资、控股一级子公

司 25 家。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 800.45 亿元，所有者权益 163.55 亿元（含少数股东权益 38.02 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1020.68 亿元，利润总额 45.83 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 980.21 亿元，所有者权益 203.82 亿元（含少数股东权益 42.09 亿元）；2014 年 1-6 月公司实现营业收入 531.78 亿元，利润总额 17.49 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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债券筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年

发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，

内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

(1) 国际贸易

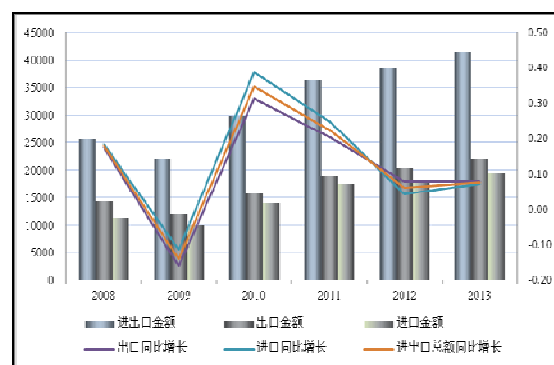
2012 年，国际金融危机深层次影响继续显现，特别是欧洲主权债务危机深化、蔓延，世界经济复苏明显减速，中国进出口贸易增速继续放缓，但进出口贸易规模稳中有增。2013 年，世界经济不平衡性复苏特征明显。美国、日本、欧元区等主要发达经济体都呈现出复苏迹象，经济增长动力逐步增强，对中国外贸形势改善构成一定支撑。相比之下，

新兴经济体和发展中国家则出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形式构成一定负面因素。

中国对外贸易增速放缓趋稳

根据海关总署发布的统计数据，2012 年以来，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 年提高 1.4 个百分点，但仍较 2011 年增速有较大差距；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%。总体看，自 2010 年开始，中国进出口贸易增速出现明显放缓趋势，2012 年则达到相对低位，进入 2013 年，对外贸易增速趋稳并略有回升，但回升基础较为薄弱。2014 年 1-6 月，全国进出口总值为 20208.61 亿美元，同比上升 1.2%；出口总值为 10618.63 亿美元，同比上升 0.9%；进口总值为 9589.98 亿美元，同比上升 1.5%。

图 1 2008~2013 年中国对外贸易进出口情况
(单位:亿美元、%)



资料来源：海关总署

2008 年中国贸易顺差达到 2981 亿美元的峰值水平，此后逐年缩减，2009 年为 1957 亿美元，2010 年为 1815 亿美元，2011 年进一步缩减至 1549 亿美元，2012 年则大幅回升至 2311 亿美元。顺差压力一方面源自出口的改善，另一方面也反映出国内需求的疲软背景

下进口增长未及预期。2013 年，中国经济呈现企稳回升态势，拉动了大宗商品进口量的增加；同时，美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实现增长，促进外贸发展的积极因素开始增多，中国贸易顺差达到 2597.5 亿美元，增长 12.8%。

预期政府下一步将继续稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口，从总体上鼓励进口，控制贸易顺差规模。

贸易方式构成逐渐改变

近年来，中国进出口中贸易方式构成逐

渐改变，一般贸易比重上升并超过加工贸易。据海关总署统计，2013 年，一般贸易进出口总额为 2.2 万亿美元，同比增长 9.3%，占中国进出口总值的 52.8%，比上年提高 0.8 个百分点；加工贸易依旧增长缓慢，进出口总额为 1.36 万亿美元，增长 1%，占比 32.6%，比上年下降 2.2 个百分点。

相对加工贸易而言，具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高，一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

贸易伙伴趋于多元化，国际市场结构进一步优化

表 1 2013 年中国对主要贸易伙伴进出口总值

国家 (地区)	金额(亿美元)			同比(%)		
	进出口	出口	进口	进出口	出口	进口
欧盟	5590.63	3390.08	2200.55	2.10	1.10	3.70
美国	5210.02	3684.27	1525.75	7.50	4.70	14.80
东盟	4436.11	2440.70	1995.40	10.90	19.50	1.90
香港	4010.07	3847.92	162.15	17.50	19.00	-9.30
日本	3125.53	1502.75	1622.78	-5.10	-0.90	-8.70
韩国	2742.48	911.76	1830.73	7.00	4.00	8.50
台湾	1972.81	406.44	1566.37	16.70	10.50	18.50
澳大利亚	1363.77	375.60	988.18	11.50	-0.40	16.80
俄罗斯 联邦	892.13	495.95	396.18	1.10	12.60	-10.30
巴西	902.79	361.92	540.86	5.30	8.30	3.40
印度	654.71	484.43	170.28	-1.50	1.60	-9.40
南非	651.50	168.31	483.19	8.60	9.80	8.20
加拿大	544.38	292.19	252.19	6.00	3.90	8.70
新西兰	123.85	41.32	82.53	28.00	6.90	42.00
总值	41603	22100	19503	7.60	7.90	7.30

资料来源：中国海关总署

近年来，中国积极实施市场多元化战略，大力开拓新兴市场，国际市场布局进一步优化。海关统计数据显示，2012~2013 年，中国对俄罗斯、印度、巴西、南非等新兴市场国家和澳大利亚等国的贸易总额占进出口总额比重与 2011 年基本持平，2013 年占比 10.7%，其中出口总额 1886.21 亿美元，2013 年同比增长 5.8%；欧美日传统市场份额下滑，进出口总额占比逐年下降，2013 年为 33.5%；与东盟的

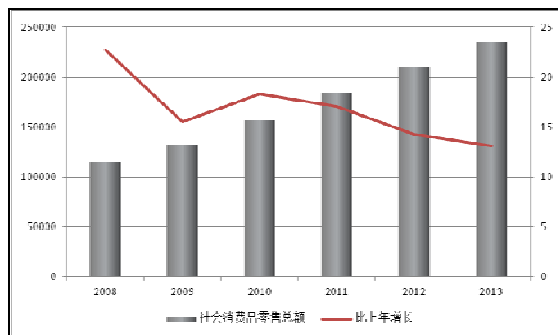
贸易稳步扩大，贸易额占比升至 10.7%。

(2) 国内贸易

2011 年以来，国内贸易保持了稳定增长的发展势头。根据国家统计局最新数据，2013 年全年社会消费品零售总额 234380 亿元，比上年增长 13.1%，扣除价格因素，实际增长 11.5%，增速同比下降 0.6 个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额 202462 亿元，增长 12.9%；乡村消费品零售额 31918 亿元，增长 14.6%。按消费形态统计，商品零售额 208988 亿元，

增长 13.6%；餐饮收入额 25392 亿元，增长 9.0%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长 10.4%，家具类增长 21.0%，家用电器和音像器材类增长 14.5%。2014 年 1~6 月，社会消费品零售总额 124199 亿元，同比增长 12.1%。

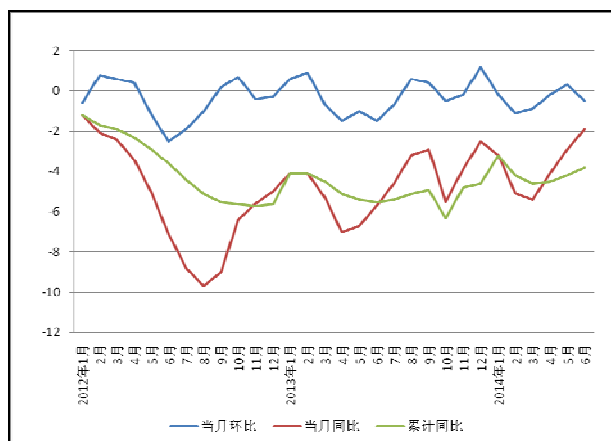
图 2 社会消费品零售总额及增长率情况
(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 咨询

2013 年，由于需求回升缓慢，供需矛盾突出，生产资料市场价格延续震荡下行走势。1-12 月，生产资料市场累计平均价格，比去年同期下降 4.6%，降幅较上年收窄 1 个百分点；比年初下降 1.2%，降幅较上年收窄 0.3 个百分点。从走势上看，全年曾出现三个回升阶段，分别是 1-2 月、8-9 月和 12 月，但因回升幅度较小，持续时间较为短暂，未能扭转全年价格低迷态势。2014 年 1~6 月，生产资料市场运行呈先下降后上升的趋势，二季度略好于一季度，生产资料市场价格同比下降 3.8%，降幅比一季度收窄 0.8 个百分点。

图 3 生产资料价格总指数变动情况



资料来源：中国物流信息中心，联合资信整理

2013 年生产资料市场继续保持平稳增长，全社会生产资料销售总额 55 万亿元，按可比价计算，同比增长约 11.9%，增速较去年同期持平。同期，全社会物流总额为 200 万亿元，按可比价格计算，同比增长 9.5%，增幅较去年同期回落 0.3 个百分点左右，但仍然快于 GDP 增长。2014 年 1~6 月，全社会生产资料销售总额 28.4 万亿元，按可比价计算，同比增长 9.8%。

2013 年，从国际市场看，国际大宗商品价格整体也呈现下降格局。进口方面，生产资料产品全年累计平均价格同比下降 1.3%，比年初下降 1.8%。其中，工业生产资料累计平均价格同比下降 1.2%，在结构上，除木材和机电类生产资料进口价格同比有所上升外，其他各大类产品进口价格均有所下降，能源类和有色金属类产品价格降幅较为明显；农业生产资料进口累计平均价格同比下降 7.8%。出口方面，生产资料产品全年累计平均价格同比下降 0.9%，比年初下降 1.2%。其中，工业生产资料累计平均价格同比下降 0.9%，在结构上，除建材、木材和汽车类生产资料出口价格同比有所上升外，其他各大类产品出口价格均有所下降，黑色金属、有色金属和能源类产品价格降幅较为明显；农业生产资料出口累计平均价格同比下降 3.0%。

整体看，社会消费品零售总额及生产资料市场相关数据显示，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速逐渐趋稳。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。

2. 房地产行业

房地产行业在国民经济中具有重要地位。房地产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

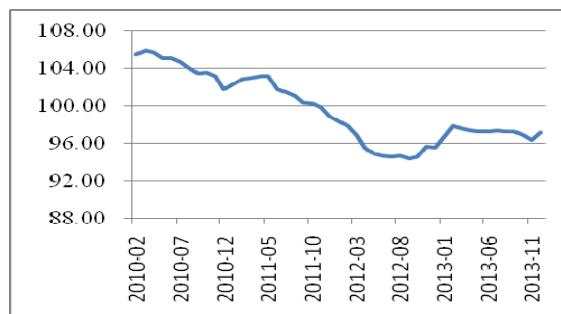
提条件。

2009 年以来，由于中国房价的快速上涨，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。随着多轮房地产调控政策的陆续实施，房地产业景气度呈现持续震荡下滑的态势，尤其是 2011 年下半年，“新国八条”等一系列严厉的调控政策效果集中显现，国房景气指数大幅回落。2011 年 11 月开始，房地产开发综合景气指数继金融危机以来再次降至 100 点以下，且这一下行趋势持续到 2012 年 3 季度末。2012 年 10 月份开始，中国房地产市场呈现明显翘尾行情，国房景气指数明显回升，其中，房地产信贷环境逐步放松、部分城市调控政策继续微调、市场预期发生实质性转变等是支撑房地产行业基本面好转的主要因素。

为了防范房地产市场反弹，2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议出台新“国五条”以加强房地产市场调控的政策措施。2013 年 3 月 1 日，中国政府网发布《国务院办公厅关于继续做好房地产市场调控工作的通知》，要求人民银行当地分支机构根据价格控制目标和政策要求，进一步提高第二套住房贷款的首付款比例和

贷款利率。进一步完善现行住房限购措施；对执行住房限购和差别化住房信贷、税收等政策措施不到位、房价上涨过快的，要进行约谈和问责等。

图 4 2010 年以来房地产开发综合景气指数



资料来源：wind 资讯

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。2013 年，房地产开发投资 86013.38 亿元，比上年增长 19.8%。其中，住宅投资 58950.76 亿元，增长 19.4%；办公楼投资 4652.45 亿元，增长 38.2%；商业营业用房投资 11945.00 亿元，增长 28.3%。

表 2 2008~2013 年中国房地产开发投资完成情况 (单位：亿元，%)

	住宅		办公楼		商业营业用房		其他		房地产开发投资额合计
	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	投资额	占比	
2008	22081.26	72.21	1111.58	3.64	3200.21	10.47	4186.77	13.69	30579.82
2009	22368.99	84.27	1204.98	4.54	3646.66	13.74	4050.29	15.26	26545.73
2010	34038.14	70.52	1806.55	3.74	5598.84	11.60	6823.54	14.14	48267.07
2011	44308.43	71.77	2543.53	4.12	7370.21	11.94	7517.61	12.18	61739.78
2012	49374.21	68.76	3366.61	4.69	9312.00	12.97	9750.96	13.58	71803.79
2013	58950.76	68.54	4652.45	5.41	11945.00	13.89	10465.34	12.17	86013.38

资料来源：国家统计局

从整体供应情况看，2013 年房地产市场整体呈快速上涨趋势，商品房销售逐月增长，且增速较 2012 年大幅提高。2013 年，商品房销售面积 130550.59 万平方米，比上年增长

17.29%；其中，现房销售面积 31001.35 万平方米、期房销售面积 99549.24 万平方米。

2013 年商品房新开工面积 201207.84 万平方米，同比增长 13.48 个百分点；由于前两

年快速增长的房地产项目 2013 年开始陆续、集中完工，全年商品房竣工面积累计 101434.99 万平方米，同比增长 2.01 个百分点；虽新开工增速大幅提升，2013 年商品房施工面积增速上涨，全年商品房施工面积 665571.89 万平方米，同比增长 15.90 个百分点。

需求结构方面，2013 年办公楼销售保持较快增长势头均显著高于住宅和商业营业用房，办公楼销售 2883.35 万平方米，同比增长 27.92%；住宅销售同比增长 17.52%，商业营业用房同比增长 9.15%。总体看商业地产发展势头较好。

表 3 2013 年中国主要房地产市场运行指标

单位：（万平方米）

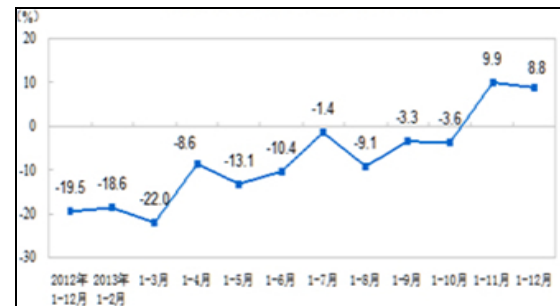
指标	绝对数 (万平方米)	同比增长 (%)
房屋施工面积	665571.89	15.90
其中：住宅	486347.33	13.36
办公楼	24577.41	26.80
商业营业用房	80626.76	22.49
房屋新开工面积	201207.84	13.48
其中：住宅	145844.80	11.55
办公楼	6887.24	15.00
商业营业用房	25902.00	17.73
房屋竣工面积	101434.99	2.01
其中：住宅	78740.62	-0.38
办公楼	2789.40	20.49
商业营业用房	10852.42	6.86
商品房销售面积	130550.59	17.29
其中：住宅	115722.69	17.52
办公楼	2883.35	27.92
商业营业用房	8469.22	9.15

资料来源：国家统计局公报

从整体需求情况看，2013 年房地产调控政策持续深化，在坚持了差别化的住房信贷、税收政策和限购措施这一主导政策的同时，房产税没有扩大试点范围和加大试点力度。2013 年底房地产市场持续回暖，城市住宅市场成交量同比增幅较高、重点城市房价普涨、土地市场量价齐升。2013 年全年商品房销售面积 130550.59 万平方米，较上年同期增长 17.29%。

2013 年，房地产开发企业土地购置面积 38814.00 万平方米，比上年增长 8.80%，增速比 1-11 月份下降 1.10 个百分点；土地成交价款 9918.00 亿元，增长 33.90%，增速提高 2.40 个百分点。

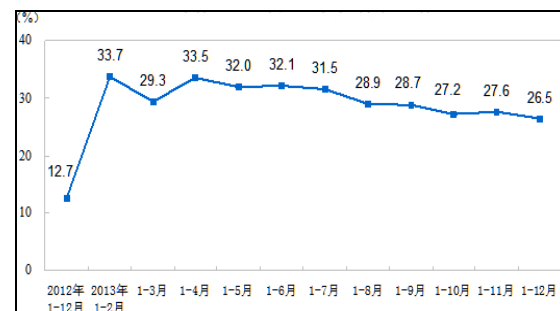
图 5 全国房地产开发企业土地购置面积增速



资料来源：国家统计局公报

2013 年，房地产开发企业到位资金 122122 亿元，比上年增长 26.5%，增速比 1-11 月份下降 1.1 个百分点，比 2012 年上涨 13.8 个百分点。其中，国内贷款 19673 亿元，增长 33.1%；利用外资 534 亿元，增长 32.8%；自筹资金 47425 亿元，增长 21.3%；其他资金 54491 亿元，增长 28.9%。在其他资金中，定金及预收款 34499 亿元，增长 29.9%；个人按揭贷款 14033 亿元，增长 33.3%。

图 6 全国房地产开发企业 2013 年到位资金增速



资料来源：国家统计局公报

总体上，2013 年房地产行业恢复较为明显，受到 2012 年 10 月份以来市场持续回暖影响，市场信心较强，房地产企业投资增长，全年住宅新开工等指标有明显提高，逐步转化为新建商品住宅供应以后，供需矛盾将出现一定的缓解。从房地产行业所处环境看，虽然政策调整较为频繁，但地方上既有收紧性调控出台，又有利于需求释放的政策放松。

行业最新政策

2014年4月22日,住建部发布《住房城乡规划建设部关于做好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9月30日,中国人民银行、银监会联合发布《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》;该通知放松了二套房认定标准,将有效提高购房群体数量,通知中明确提出“对于贷款购买首套普通自住房的家庭,贷款最低首付款比例为30%,贷款利率下限为贷款基准利率的0.7倍,具体由银行业金融机构根据风险情况自主确定。对拥有1套住房并已结清相应购房贷款的家庭,为改善居住条件再次申请贷款购买普通商品住房,银行业金融机构执行首套房贷款政策。在已取消或未实施“限购”措施的城市,对拥有2套及以上住房并已结清相应购房贷款的家庭,又申请贷款购买住房,银行业金融机构应根据借款人偿付能力、信用状况等因素审慎把握并具体确定首付款比例和贷款利率水平。银行业金融机构可根据当地城镇化发展规划,向符合政策条件的非本地居民发放住房贷款。”同时,为增强金融机构对个人住房贷款的投放能力,提出“鼓励银行业金融机构通过发行住房抵押贷款支持证券(MBS)、发行期限较长的专项金融债券等多种措施筹集资金,专门用于增加首套普通自住房和改善型普通自住房贷款投放。”此次住房金融政策出台在百城房价连续5个月环比负增长和今年以来房

地产投资增速持续回落的背景下,体现了政府定向稳增长控风险的决心,有利于推动购房刚需和改善性需求入市,促使房地产市场交投活跃,缓解市场对于房地产硬着陆的风险担忧,改善市场对于经济增长的悲观预期。但银行落实情况、地产库存去化情况及房贷新政与货币政策配比情况仍将对房贷新政的拉动效应产生影响,房贷新政策效果有待观察。

2014年以来,宏观经济增速趋缓,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,对于房价仍处于高位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

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。

根据“厦门市2013年国民经济和社会发展统计公报”,2013年,厦门市全年地区生产总值(GDP)3018.16亿元,按可比价格计算,比上年增长9.4%。其中,第一产业增加值25.99亿元,增长0.2%;第二产业增加值1434.79亿元,增长11.1%;第三产业增加值1557.38亿元,增长7.7%。三次产业结构为0.9:47.5:51.6。

2013年,厦门市全社会固定资产投资1347.54亿元,比上年增长1.1%,其中固定资产投资(不含农户)1337.26亿元,增长1.1%。分产业看,第一产业投资持平,第二产业投资增长2.3%,第三产业投资增长0.3%,三次产业投

资比例为0.4: 20.5: 79.1。

工业方面, 2013年厦门市全市规模以上工业企业1664家, 实现工业总产值4678.45亿元, 比上年增长13.1%, 工业增加值1212.17亿元, 增长11.9%。电子、机械两大支柱行业共有规模以上工业企业742家, 占全市规模以上工业企业数的44.6%, 完成工业总产值3032.71亿元, 占全市规模以上工业的64.8%; 机械行业工业总产值1195.56亿元, 增长5.5%。

房地产开发投资方面, 2013年, 厦门市全年投资 531.80 亿元, 增长 2.5%, 其中土地购置费 132.69 亿元, 下降 33%, 占房地产投资的比重为 25.0%, 占全社会固定资产投资比重为 9.8%。全市商品房施工面积 3785.86 万平方米, 增长 5.8%; 商品房新开工面积 689.5 万平方米, 下降 15.7%; 商品房销售面积 786.71 万平方米, 增长 27.8%, 其中住宅销售 581.52 万平方米, 增长 21.1%。

总体看, 公司所在厦门区域经济保持平稳较快发展, 城市和农村居民消费能力不断提高, 一、二、三产业的稳步增长为公司的持续发展提供了有利的区域环境。

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 2013 年列第 51 位; 据中国对外经济贸易统计学会统计, 公司蝉联福建企业 100 强首位; 公司股票为“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。

公司供应链运营在特定的几个品类优势突出: 保时捷汽车全球第五大、中国第三大经销商集团、浆纸经销商行业第一, 鞋子出口行业第一, 动力煤进口进入前十大, 钢铁经销商位居“中国钢贸企业百强榜”前列。“建发”供应链服务品牌在业内已具备领先的品牌竞争力。

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”。

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, 公司通过董事会换届选举, 更换三名独立董事, 吴世农、戴亦一及李常青三名独立董事离任, 刘峰、郑振龙及杜兴强新任公司独立董事。同时, 公司新聘任陈东旭、王志兵为公司副总经理。

公司在管理体制、股权变更、管理制度等方面无其他重大变化情况。

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，其他业务主要包括装修工程、物业租赁及实业投资等。2013 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 1020.68 亿元，同比增长 11.96%。从营业收入构成来看，2013 年供应链运营业务平稳增长，实现收入 878.05 亿元，同比增长 10.48%，仍为公司收入最主要贡献来源；房地产业务多个项目开展预售，销售面积大幅增长，实现收入 122.25 亿元，同比增长 8.60%，收入占比小幅降至 11.98%；其他业务收入 20.38 亿元，包括租赁业务收入、物业管理收入和担保公司业务等收入，同比增长 366.08%，主要是因为子公司建发地产参与后埔-枋湖旧村改造土地一级开发，2013 年建发地产收到土地出让金分成 13.74 亿元。

从利润构成来看，2013 年，由于国内外宏观经济低迷，需求不足导致各类大宗商品价格下跌，同时人工成本上升，公司供应链运营业务毛利率同比下降 0.61 个百分点，至 3.75%；

房地产业务受 2013 年新销售项目拿地成本较高影响，毛利率为 32.79%，同比下降 4.57 个百分点；其他业务毛利率大幅增至 84.66%，同比上升 13.87 个百分点，对 2013 年利润贡献较大。2013 年公司整体毛利率为 8.84%，同比略有上升。

2014 年 1~6 月，公司实现营业收入 531.78 亿元，占 2013 年全年的 52.10%；其中供应链运营业务 458.06 亿元，占比 86.14%；房地产业务收入 71.56 亿元，占比 13.46%；其他业务收入 2.17 亿元，占比 0.41%。受贸易商品市场价格持续走低影响，公司供应链运营业务毛利率为 3.82%，较 2013 年底变化不大；房地产业务毛利率为 32.28%，较上年底变化不大。2014 年 1~6 月，整体毛利率为 7.94%，较 2013 年底下降 0.90 个百分点，主要是由于其他业务收入和毛利率下降较大。

表4 2012年~2014年6月公司营业收入情况（单位：万元，%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年 1~6 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	9116697.01	100.00	10206779.92	100.00	5317816.21	100.00
供应链运营业务	7947263.39	87.17	8780518.26	86.03	4580566.93	86.14
房地产业务	1125716.48	12.35	1222503.30	11.98	715580.07	13.46
其他业务	43717.14	0.48	203758.36	2.00	21669.21	0.41
营业成本	8318564.04	100.00	9304187.03	100.00	4895649.60	100.00
供应链运营业务	7600614.12	91.37	8451283.04	90.83	4405708.86	89.99
房地产业务	705178.97	8.48	821650.54	8.83	484624.84	9.90
其他业务	12770.95	0.15	31253.45	0.34	5315.90	0.11
毛利率	8.75		8.84		7.94	
供应链运营业务	4.36		3.75		3.82	
房地产业务	37.36		32.79		32.28	
其他业务	70.79		84.66		75.47	

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，2013 年公司供应链运营业务实现营业收入为 878.05 亿元，较上年增长 10.48%，其中利润贡献较大的分别是汽车、钢铁、矿产品、轻纺和浆纸等业务板块；但由于国内外宏观经济低迷，需求

不足导致各类大宗商品价格下跌，公司供应链运营业务毛利率为 3.75%，同比下降 0.61 个百分点。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。

2013 年公司内贸收入占比约为 54%，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 5 公司主要子公司供应链运营业务收入情况
(单位: 亿元)

	2012年	2013年	2014年1~6月
上海建发	196.94	209.19	114.33
建发金属	46.87	45.92	24.87

表 6 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	2012 年		2013 年		2014 年 1~6 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	74.91	10.96	98.24	14.54	58.78	13.50
钢铁	207.37	30.35	239.38	35.42	126.64	29.09
矿产品	91.64	13.41	99.84	14.77	71.26	16.37
化工产品	99.48	14.56	31.11	4.60	25.69	5.90
农产品	68.46	10.02	66.99	9.91	66.89	15.37
机电产品	34.28	5.02	35.95	5.32	25.99	5.97
轻纺产品	34.81	5.09	39.15	5.79	23.87	5.48
物流服务	9.33	1.37	7.92	1.17	2.70	0.62
汽车	51.99	7.61	51.22	7.58	29.31	6.73
酒类	10.95	1.60	5.94	0.88	4.16	0.96
合 计	683.21	100	675.74	100	435.29	100

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，2013 年公司销售纸张、纸浆 248.01 万吨，实现收入 98.24 亿元，同比增长 31.14%；2014 年 1~6 月销售纸张、纸浆实

建发物资	38.99	45.92	22.55
建发纸业	87.51	108.16	65.42
建发汽车	56.43	56.70	29.30
建发物流	95.07	83.61	35.24
合计	521.81	549.50	291.71

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，2013 年公司销售钢铁共 745.82 万吨，实现收入 239.38 亿元，同比增长 15.44%；2014 年 1~6 月公司销售钢铁实现收入 126.64 亿元。但由于 2013 年钢铁行业需求低迷，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。公司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。

现收入 58.78 亿元。2013 年宏观经济增速趋缓，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、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。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，目前公司共有 22 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、路虎等高端品牌，是福建地区最大的品牌汽车经销商，2013 年公司实现销售量 9234 辆、实现收入 51.22 亿元；2013 年进口车销售超过 7167 辆，同比增长 25.63%。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控股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”，注册资本 4900 万元，公司持股 60%）经营。目前建发酒业拥有全资子公司 6 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，2013 年公司实现酒类业务收入 5.94 亿元，同比下降 45.75%，主要是因为公司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，公司利润下滑幅度较大，净利润亏损 1.56 亿元。

公司物流服务业务主要由下属全资子公司建发物流（注册资本 40000 万元，公司持股 100%）及其他全资或控股子公司共 17 家负责。建发物于 2008 年已获得国家认可的物流行业 5A 资质评审，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，2013 年实现物流服务收入 7.92 亿元，同比下降 15.11%。目前公司在用仓库面积 12 万平方米，其中 7.1 万平方米为自有产权仓库；堆场面积 15.6 万平方米，其中 8.1 万平方米为自有产权堆场。

总体看，跟踪期内，公司供应链运营业务营业收入稳步增长，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，2013 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，2013 年公司房地产业务板块实现收入 122.25 亿元，同比增长 8.60%；毛利率为 32.79%。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。2013 年实现营业收入 65.87 亿元，同比增长 21%；净利润 9.25 亿元，同比增长 17%。2013 年联发集团签约销售总面积 75.47 万平方米，同比增长 25%；签约销售收

入 72.51 亿元，同比增长 23%；结算面积 55.3 万平方米，同比增长 21%；结算收入 55.57 亿元，同比增长 23%。在房地产开发方面，2013 年，联发集团新开工面积 107 万平方米，竣工面积 69 万平方米。2014 年 1~6 月，联发集团实现营业收入 27.87 亿元，同比减少 3.73%；净利润 3.28 亿元，同比减少 8.64%。2014 年 1~6 月，联发集团地产项目签约销售金额 32.24 亿元，签约销售面积 31.47 万平方米；账面结算收入 23.49 亿元，账面结算面积 30.29 万平方米；新开工面积 90 万平方米。

截至 2014 年 6 月底，联发集团在建住宅、商业、办公及酒店房产项目共计 22 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 342 亿元，未来 3~5 年计划投资 157 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。2013 年，建发地产实现营业收入 79.39 亿元，同比增长 15.97%；净利润 16.13 亿元，同比增长 30.33%。2013 年度建发地产签约销售总面积 77.19 万平方米，同比增长 12.21%；签约销售收入 112.21 亿元，同比增长 30.39%；结算面积 53.87 万平方米，同比增长 8.94%；结算收入 61.48 亿元，同比下降 0.76%。在房地产开发方面，2013 年，建发地产新开工面积 130.57 万平方米，竣工面积 75.6 万平方米。2014 年 1~6 月，建发地产实现营业收入 45.97 亿元，同比增长 18.59%；净利润 6.32 亿元，同比增长 19.67%。2014 年 1~6 月，建发地产签约销售金额 32.61 亿元，签约销售面积 23.02 万平方米；账面结算收入 45.06 亿元，账面结算面积 27.65 万平方米；新开工面积 118.77 万平方米。

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 2014 年 6 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。

截至 2014 年 6 月底，建发地产在建商住房产项目 36 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 459.20 亿元，未来 3~5 年计划投资 200.82 亿元（不含代建项目投资），资金需求压力较大。

2013 年，联发集团和建发房产分别在厦门及周边地区、桂林、南昌、南宁、上海、成都等地区，获得土地储备总计近 200 万平方米。截至 2013 年底，二家公司共拥有土地储备超过 1000 万平方米。2014 年 1-6 月，公司新增土地储备面积 47.71 万平方米，公司支付相关土地款合计 79.49 亿元，在经营活动现金流出及存货中相应体现。总体看，跟踪期内，公司多项房地产项目开售，销售收入大增；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

在国际经济复苏缓慢，国内经济“稳增长、调结构、促改革”以及传统行业互联网化进程加速的大背景下，公司继续实施“供应链+房地产”的双主业战略，特别是要长期坚持“供应链运营”的战略发展方向，利用互联网工具进行创新，大力推进电子商务运用，争取在供应

链行业内的各细分领域，搭建专业的信息服务平台和交易平台，借助信息化手段整体提升供应链管理效率，为客户提供更加高效便捷的一站式服务。此外，在供应链金融方面，公司依托卓越的品牌优势和雄厚的资金实力，一方面通过“商票融资”、“信保融资”等快速融资服务，为客户解决融资难题，另一方面在造纸、高科技仪器设备、节能环保、汽车等众多领域，为客户提供国内外融资租赁、保险和担保等系列金融服务。最后，在供应链运营的基础上，公司一方面将会投资具备良好收益的资源，增强自身对上游资源的控制能力，另一方面会加大对渠道网络的投资，增强供应链运营的仓储物流配套服务能力。

未来，公司将依托网络平台的建设和完善，不断创新整合供应链，实现“资金流、物流、信息流”各个环节的整合增值，打造“上控资源、下控渠道、中间提供一站式服务”的供应链运营商。

对于房地产业务，公司将顺势而为，一方面努力做好现有项目的开发销售，实现经济效益的提升；另一方面将充分利用原有庞大的业主数量，积极推行智能社区计划，挖掘社区服务的价值潜力，寻求移动互联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 58 个房地产项目，未来 3~5 年内计划投资 357.82 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 6 月底已累计投资 2748 万元，尚余投资 2341 万元，目前该项目仓库主体及装修已完成，进行室外施工，预计 2014 年 12 月竣工。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2014年5月发行短期融资券“14建发CP001”募集资金5亿元，期限365天。“14建发

CP001”所募集资金全部用于补充营运资金。截至目前，“14建发CP001”已全部按募集用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的2011年度财务报表已经天健正信会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见审计结论；2012~2013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2014年上半年财务数据未经审计。

公司2013年新纳入合并范围子公司34家，资产、净资产、收入和利润规模均较小，不再纳入合并范围的子公司1家，合并范围变化对财务数据可比性影响小。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 800.45 亿元，所有者权益 163.55 亿元（含少数股东权益 38.02 亿元）；2013 年公司实现营业收入 1020.68 亿元，利润总额 45.83 亿元。

截至 2014 年 6 月底，公司合并资产总额 980.21 亿元，所有者权益 203.82 亿元（含少数股东权益 42.09 亿元）；2014 年 1~6 月公司实现营业收入 531.78 亿元，利润总额 17.49 亿元。

1. 盈利能力

2013 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 1020.68 亿元，同比增长 11.96%。2013 年，公司营业利润率为 7.38%，较上年变化不大；2014 年 1-6 月，公司实现营业收入 531.78 亿元，为 2013 年全年水平的 52.10%，受其他业务毛利润下降影响，整体营业利润率降至 6.32%。

从期间费用看，2013 年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）为 31.23 亿元，同比增长 2.79%，低于同期营业收入的增速（11.96%）；其中，公司财务费用为 0.28 亿元，同比下降 92.72%，主要是跟踪期内贸易融资成本降低，对应的利息支出减少以及人民币升值产生的汇兑收益较上年增加所致。2013 年公司

期间费用率为 3.06%，同比下降 0.27 个百分点。

非经常性损益方面，2013 年公司资产减值损失合计 2.53 亿元，主要是因为应收账款大幅增长计提坏账准备。2013 年公司获得投资收益 3.05 亿元，同比增长 370.88%，主要是处置交易性金融资产取得的投资收益和其他投资收益较上年大幅增加所致。2013 年公司营业外收入合计为 1.40 亿元，同比增长 153.97%，主要为政府补贴（1.00 亿元），公司营业外收支净额为 0.59 亿元。

受主营业务收入增长影响及投资收益大幅上升影响，2013 年公司营业利润同比增长 27.25%，为 45.23 亿元。同期公司实现利润总额 45.83 亿元，同比增长 27.34%；实现净利润 33.92 亿元，同比增长 27.04%。2013 年，公司总资产收益率为 7.81%；同比变化不大；净资产收益率为 20.74%，同比增长 0.13 个百分点。2014 年 1~6 月，公司经营毛利润主要来自供应链业务及房地产业务，其他业务毛利润回落至 2012 年水平，主要是因为公司 2014 年上半年未收到土地出让金，公司实现利润总额 17.49 亿元，净利润 12.88 亿元，分别为 2013 年全年的 38.17%和 37.97%；利润总额同比下降 0.63%，净利润同比增长 0.86%。

总体看，跟踪期间公司收入规模不断扩大，期间费用控制能力进一步增强，进而提升了公司的盈利空间和利润水平。

2. 现金流及保障

2013 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，房产销售预收款增加，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 14.25%和 14.23%，高于公司营业收入增速（11.96%），分别为 1168.75 亿元和 1206.21 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 1120.44 亿元和 1225.42 亿元，同比分别增长 20.53%和 21.52%。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金主要是收付银行承兑汇

票、保证金及往来款等，2013 年分别为 27.23 亿元和 55.49 亿元。2013 年公司房地产投入大幅上升且相关地产尚未实现销售，导致公司经营活动现金流入滞后于现金流出，同时，支付其他与经营活动有关现金流出增大，公司经营活动净现金流呈现净流出，为 19.21 亿元。当期公司现金收入比为 114.51%，同比增长 2.3 个百分点，公司经营活动获现能力较好。

从投资活动看，2013 年，公司投资活动获现规模较 2012 年有所提升，主要为收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金，投资活动现金流入为 6.79 亿元；其中，收回投资收到的现金 3.41 亿元，主要为期货保证金收回。同期，公司投资活动现金流出 15.17 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金和投资支付的现金，其中投资支付的现金大幅增长，主要是由于子公司建发房产、联发集团收购其子公司少数股权及其他股权所支付的现金增加所致。2013 年公司投资活动产生现金流净额仍为净流出，为 8.39 亿元。

从筹资活动来看，2013 年，公司筹资活动现金流入和流出分别为 367.35 亿元和 330.16 亿元，主要用于取得和偿还银行借款，另有吸收投资收到现金 10.96 亿元（主要为联发集团武汉投资建设有限公司吸收少数股东投入 3.32 亿和建发集团对公司子公司增资 4.54 亿）和发行债券收到的现金 9.93 亿元（包括“13 建发 CP001”5 亿元和“13 建发房产债”5 亿元）；筹资活动净现金流由净流出转为净流入，为 37.18 亿元。

2014 年 1~6 月，公司经营活动现金流出较多，经营活动现金净流出 69.90 亿元，主要是由于子公司建发地产支付土地出让金较多，同时，供应链运营业务规模增长，各项占用较年初大幅增加；同期，投资活动产生现金净流出 1.70 亿元；筹资活动现金净额为 96.44 亿元。2014 年 1-6 月，公司现金收入比升至 119.21%。

总体看，公司经营活动获现能力较好，但经营活动净现金流波动大；公司筹资活动经营

净现金流呈现大幅净流入，公司较为通畅的外部融资渠道有力支撑了公司资金链稳健运行。

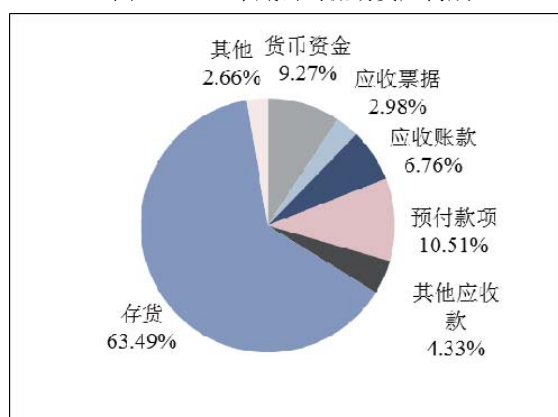
3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额为 800.45 亿元，同比增长 31.05%，主要来自流动资产中应收账款、其他应收款和存货的增加。2013 年底资产中流动资产占 89.63%，非流动资产占 10.37%，以流动资产为主，构成较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司流动资产 717.47 亿元，同比增长 34.17%，构成主要为货币资金、预付款项和存货。

图 7 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2013 年底，公司货币资金为 66.48 亿元，同比增长 6.01%，其中使用受限的资金包括保证金及用于抵押和质押的存款等共计 4.88 亿元。

截至 2013 年底，公司应收账款净额合计 48.51 亿元，同比增长 172.51%，增量主要来源于公司应收厦门市湖里区财政局的土地出让金分成款 26.35 亿元，该部分款项回收一定程度受政府资金拨付效率影响；其中 1 年以内的占 94.74%，1-2 年的占 2.46%，2 年以上的 0.68%，账龄较短；应收账款前 5 名合计占比 54.46%，集中度较高。2013 年底公司应收账款共计提坏账准备 2.76 亿元，计提比例为 5.39%，计提较充分。

截至 2013 年底，公司预付款项 75.44 亿元，同比增长 16.66%，主要来自房地产业务预付土地款的增加；其中 1 年以内的占 95.44%，账龄短；其中前 5 名合计占比 18.49%，集中度一般。

截至 2013 年底，公司其他应收款净额合计 31.10 亿元，同比增长 72.61%，主要为应收出口退税、海关保证金和拍地保证金大幅增加所致；公司共计提坏账准备 1.08 亿元，坏账计提比例 3.35%，计提较充分。

截至 2013 年底，公司存货 455.53 亿元，同比增长 28.77%，主要是房地产开发成本和开发产品大幅增加所致，构成主要为开发成本（占 73.80%）、库存商品（占 15.42%）和开发产品（已建成房地产项目，占 10.53%），公司对库存商品计提跌价准备 0.79 亿元。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 82.98 亿元，同比增长 9.09%，主要由投资性房地产（占 36.80%）、长期股权投资（占 16.97%）和长期应收款（占 21.06%）构成。

截至 2013 年底，公司长期应收款 17.47 亿元，由融资租赁和分期收款提供劳务构成，同比变化不大；公司长期股权投资 14.08 亿元，同比增长 20.49%，主要为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；公司投资性房地产为 30.54 亿元，同比增长 19.00%，主要为房屋及建筑物（占 96.47%），年底未计提减值准备；其中用于抵押的为 2.33 亿元，占投资性房地产净值的 9.08%。

截至 2013 年底，公司固定资产 7.30 亿元，同比增长 5.86%，由在建工程转入固定资产原值为 0.36 亿元，公司未计提减值准备；公司在建工程 1.45 亿元，同比下降 65.31%，主要是上海临港物流奉贤园区、丽轩酒店改造和泉州中冠捷豹 4S 店完工转入投资性房地产及固定资产所致。

截至 2014 年 6 月底，公司资产总额 980.21 亿元，较上年底增长 22.46%，主要来自存货的增加；其中流动资产占比 90.90%，资产构成较 2013 年底基本持平。

总体看，公司资产规模不断扩大，流动资产为主且占比呈上升趋势；流动资产中存货占比大，主要为房地产开发成本；非流动资产主要由投资性房地产和长期应收款构成。跟踪期内，公司资产构成变化不大，资产质量较好，流动性一般。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额为 636.90 亿元，同比增长 32.34%，主要来自预收款项和长期借款的增加；其中，流动负债占 77.05%，非流动负债占 22.95%，构成较 2012 年底变化不大。

截至 2013 年底，公司流动负债 490.72 亿元，同比增长 32.69%，增加主要来自应付账款、预收款项和一年内到期的非流动负债的增加。

截至 2013 年底，公司应付票据 26.81 亿元，同比下降 39.43%，主要是因为以商业汇票方式结算的贸易采购业务减少。

截至 2013 年底，公司应付账款 64.25 亿元，同比增长 37.09%，主要是因为供应链运营业务规模扩大导致采购量增加，其中 1 年以内的占 89.63%，账龄短，1 年以上的主要是未结算设备款及货款。

截至 2013 年底，公司预收款项 200.09 亿元，同比增长 61.54%，主要来自预收售房款的增加，其中 1 年以内的占 80.40%，账龄短。

截至 2013 年底，公司其他应付款 46.81 亿元，同比增长 40.03%，主要是因为预提税费及费用和应付往来款大幅增加。其中 1 年以内的占 55.67%，1-2 年的占 14.95%，2-3 年的占 8.91%，3 年以上的占 20.47%。金额较大的款项包括预提土地增值税 15.07 亿元、预提企业所得税 6.89 亿元，以及对成都大蓉和建设投资有限公司、汇丰置业（中国）有限公司等关联合作方的往来款合计 5.79 亿元。

截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债 33.10 亿元，同比增长 133.18%，主要是因为一年内到期的长期借款增加。

截至 2013 年底，公司非流动负债 146.19

亿元，同比增长 31.18%，主要来自长期借款和应付债券的增加。截至 2013 年底，公司长期借款 127.11 亿元，同比增长 29.75%，主要为抵押借款（占 50.91%）和保证借款（占 40.19%）。2013 年公司应付债券 18.18 亿元，同比增长 37.86%，增加来自 2013 年建发地产发行 5 亿元公司债券。

截至 2014 年 6 月底，公司负债总额为 776.39 亿元，较上年底增长 21.90%，主要来自预收款项、其他应付款和长期借款的增加；其中流动负债占比小幅降至 74.15%，负债构成变化不大。截至 2014 年 6 月底，公司其他流动负债 10.71 亿元，主要为短期融资券“13 建发 CP001”和“14 建发 CP001”合计 10.17 亿元。

有息债务方面，截至 2013 年底，随着长期借款及应付债券的增加，公司有息债务增至 301.56 亿元，同比增长 13.75%；其中短期债务占比小幅下降至 51.82%。债务结构中短期债务占比仍较大。

债务指标方面，截至 2013 年底，公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 79.57% 和 47.04%，较 2012 略有上升；全部债务资本化比率小幅下降至 64.84%。

截至 2014 年 6 月底，公司有息债务合计 398.21 亿元，较 2013 年底增长 32.05%，主要为短期借款和长期借款的增加，短期债务小幅下降至 49.82%；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 66.14% 和 49.50%，资产负债率较 2013 年基本持平，为 79.21%。

总体看，跟踪期内公司负债总额及全部债务不断增长，负债构成变化不大；公司短期借款较多，债务期限结构与现有业务类型较为匹配，但债务负担较重。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 163.55 亿元，同比增长 26.24%，主要来自未分配利润和资本公积的增加；公司资本公积 2.76 亿元，同比增长 154.85%，主要原因是：2013 年，大业信托有限责任公司和万家共赢资产管

理有限公司分别向公司三级控股子公司增资，公司持股比例下降，并表时对于处置价款与长期股权投资相对应享有子公司净资产的差额调增资本公积。从构成来看，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占17.83%，资本公积占2.20%，盈余公积占5.88%，未分配利润占73.99%。截至2014年6月底，公司所有者权益为203.82亿元，增长来自实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益的增加，其中实收资本和资本公积较2013年底分别增长26.68%和894.20%，主要是因为公司向全体股东配股转增股本和资本公积导致。

总体看，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，且存货占比大，2013年流动比率和速动比率小幅升至146.21%和53.38%；2014年6月底分别为154.77%和56.73%。2013年，由于公司经营现金流净额转负，经营现金流流动负债比为-3.92%。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，2013年公司EBITDA随利润总额增长至50.02亿元；EBITDA利息倍数升至5.13倍；全部债务/EBITDA倍数由2012年的6.30倍降至6.03倍。总体看，跟踪期内，公司长期偿债指标有所改善，整体偿债能力保持较好水平。

截至2014年6月底，公司共获得银行授信814亿元，尚未使用额度379亿元，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2014年6月底，公司无对外担保。

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2014年10月22日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中美元融资10.84万美元及票据贴现1784万元不良记录系银行系统与人民银行征信系统对接延时造成，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，盈利能力较强，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。

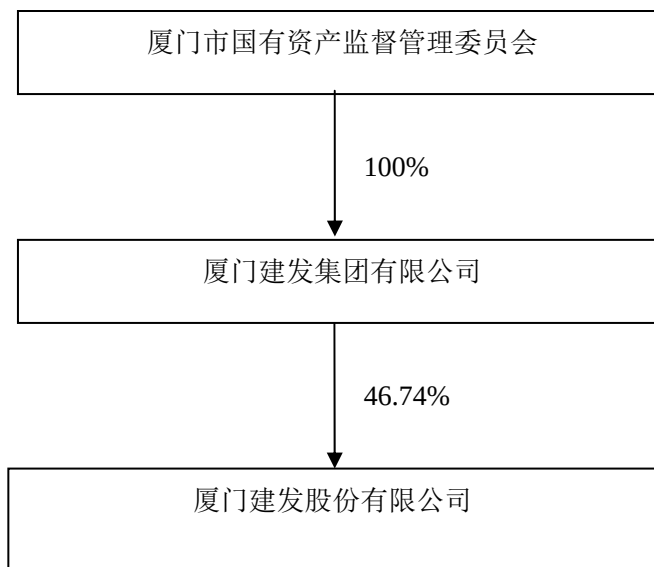
7. 存续债券偿还能力

“14建发CP001”发行额度5亿元，截至2013年底及2014年6月底，公司现金类资产分别为84.39亿元和90.15亿元（已剔除受限资金），分别为“14建发CP001”本金的16.88倍和18.03倍。2013年，公司经营活动现金流入量为1206.21亿元，是“14建发CP001”本金的241.24倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量对“14建发CP001”保障能力强。

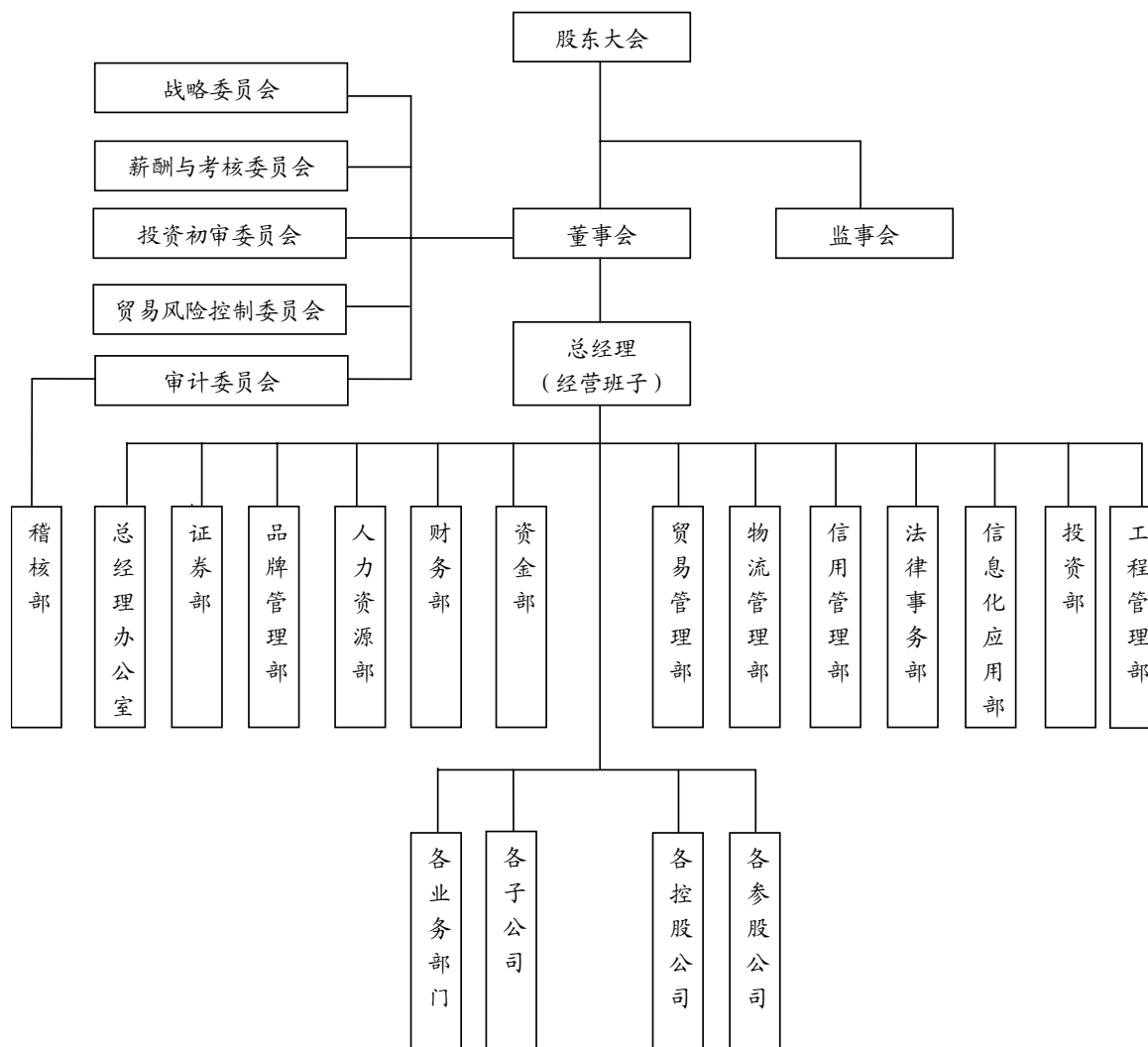
十、结论

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“14建发CP001”的信用等级为A-1。

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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	58.24	78.37	89.27	108.54
资产总额(亿元)	522.54	610.81	800.45	980.21
所有者权益(亿元)	100.97	129.56	163.55	203.82
短期债务(亿元)	144.40	153.96	156.27	198.40
长期债务(亿元)	101.64	111.15	145.29	199.82
全部债务(亿元)	246.04	265.11	301.56	398.21
营业收入(亿元)	802.54	911.67	1020.68	531.78
利润总额(亿元)	36.47	35.99	45.83	17.49
EBITDA(亿元)	42.45	42.08	50.02	--
经营性净现金流(亿元)	-49.59	47.54	-19.21	-69.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	28.05	26.28	20.01	--
存货周转次数(次)	2.64	2.50	2.30	--
总资产周转次数(次)	1.72	1.61	1.45	--
现金收入比(%)	106.02	112.21	114.51	119.21
营业利润率(%)	7.56	7.23	7.38	6.32
总资本收益率(%)	9.30	7.87	7.81	--
净资产收益率(%)	27.62	20.61	20.74	--
长期债务资本化比率(%)	50.16	46.18	47.04	49.50
全部债务资本化比率(%)	70.90	67.17	64.84	66.14
资产负债率(%)	80.68	78.79	79.57	79.21
流动比率(%)	143.81	144.60	146.21	154.77
速动比率(%)	46.58	48.94	53.38	56.73
经营现金流动负债比(%)	-15.52	12.86	-3.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.02	3.87	5.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.80	6.30	6.03	--

注：2013 年、2014 年上半年公司短期债务包含其他流动负债中的短期融资券。2014 年上半年财务数据未经审计。

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/主营业务收入×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。

附件 5 短期债券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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息