

跟踪评级公告

联合〔2019〕1046号

厦门建发股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“17建发01”进行跟踪评级，确定：

厦门建发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

厦门建发股份有限公司公开发行的“17建发01”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十八日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

厦门建发股份有限公司



公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
17 建发 01	10 亿元	3 年 (2+1)	AAA	AAA	2018 年 6 月 15 日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 11 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,264.96	1,754.30	2,174.54	2,433.69
所有者权益 (亿元)	327.00	437.37	544.18	550.26
长期债务 (亿元)	275.38	455.06	513.87	557.38
全部债务 (亿元)	446.68	683.89	720.60	751.49
营业收入 (亿元)	1,455.91	2,186.02	2,803.82	538.62
净利润 (亿元)	39.50	48.26	76.32	5.55
EBITDA (亿元)	73.06	99.49	156.31	-
经营性净现金流 (亿元)	-48.11	-185.88	47.80	-50.92
营业利润率 (%)	6.29	5.53	6.88	4.00
净资产收益率 (%)	13.31	12.62	15.55	1.01
资产负债率 (%)	74.15	75.06	74.98	77.39
全部债务资本化比率 (%)	57.73	60.99	56.97	57.73
流动比率 (倍)	1.65	1.78	1.75	1.66
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.15	0.22	0.01
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.56	2.28	2.14	-
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	7.31	9.95	15.63	-

注：1.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2.2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。3.公司其他流动负债和其他非流动负债中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算。4.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。5.本报告中部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，这些差异是指标口径不同造成的。

评级观点

跟踪期内，厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）供应链运营业务收入和房地产业务收入均大幅增长，整体经营情况良好，且房地产业务毛利率大幅提升；此外，公司资产和净资产规模大幅增长，经营活动现金流状况大幅改善，整体盈利能力有所提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到钢铁、化工等行业产能过剩，房地产政策调整，公司三、四线城市土储面积占比较高，整体债务负担仍较重且存在一定集中偿付压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司供应链运营业务稳步发展、房地产在建项目持续销售，公司发展战略逐步落实，公司整体竞争力有望增强，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“17 建发 01”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 跟踪期内，由于业务规模扩大，公司供应链运营业务收入大幅增长，毛利率保持稳定，整体经营情况良好。

2. 跟踪期内，由于结转高单价项目增多，公司房地产业务收入大幅增长，且毛利率也大幅提高，盈利能力很强。

3. 公司新增土地储备规模较大，为未来房地产开发和销售提供了良好基础。

4. 跟踪期内，公司房地产业务销售规模迅速上升，预收售房款规模很大，为未来收入结转提供了良好支撑。

关注

1. 我国钢铁、饲料、化工等行业产能过剩，近年供给侧改革导致的价格波动给公司供应

链运营业务盈利能力带来一定不确定性。

2. 公司土地储备位于调控城市的比例较高，未来项目销售受政策影响较大；三、四线城市房地产库存较大，存在一定的去化压力。

3. 公司有息债务规模较大，整体债务负担较重，且存在一定集中偿付压力。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

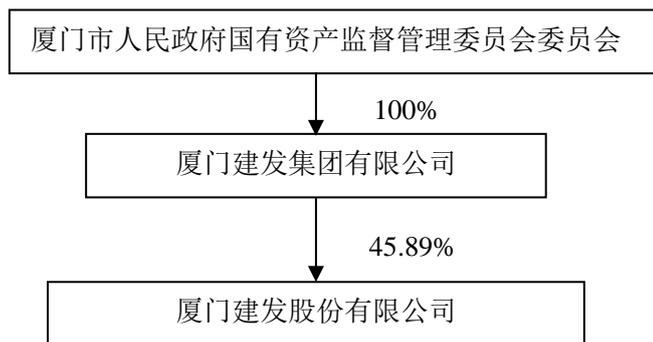

联合信用评级有限公司

一、主体概况

厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”或“公司”）系经厦门市人民政府厦府[1998]综034号文批准，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）独家发起，于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司。建发集团将本部与贸易业务相关的进出口业务部门及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司、厦门建发包装有限公司、厦门建发保税品有限公司和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入（折为国有法人股13,500万股）。经中国证券监督管理委员会证监发字[1998]123号文和证监发字[1998]124号文批准，公司于1998年5月25日公开发行了人民币普通股（A股）5,000万股，并于同年6月16日在上海证券交易所上市交易，股票简称“建发股份”，股票代码“600153.SH”。至此，公司总股本为18,500万股，其中建发集团持有13,500万股，持股比例72.97%；社会公众持有5,000万股，持股比例27.03%。

经过多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至2019年3月底，公司注册资本为28.35亿元，总股本为28.35亿股，其中建发集团持股比例45.89%（其中46.11%的股权已被质押），为公司第一大股东。厦门市国有资产监督管理委员会持有建发集团100%股权，为公司最终实际控制人。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2018年以来，公司经营范围和组织结构未发生重大变化，合并范围内子公司共639家，拥有在职员工17,071人。

截至2018年底，公司合并资产总额2,174.54亿元，负债合计1,630.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）544.18亿元，其中归属于母公司的所有者权益275.56亿元。2018年，公司实现营业收入2,803.82亿元，净利润（含少数股东损益）76.32亿元，其中归属于母公司所有者的净利润46.72亿元；经营活动现金流量净额47.80亿元，现金及现金等价物净增加额52.32亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额2,433.69亿元，负债合计1,883.43亿元，所有者权益（含少数股东权益）550.26亿元，其中归属于母公司的所有者权益279.84亿元。2019年1~3月，公司实现营业收入538.62亿元，净利润（含少数股东损益）5.55亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.40亿元；经营活动现金流量净额-50.92亿元，现金及现金等价物净增加额46.78亿元。

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：张勇峰。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司于2017年8月29日发行“厦门建发股份有限公司公开发行2017年公司债券(第一期)”，

并于 2017 年 9 月 7 日在上海证券交易所正式上市（简称“17 建发 01”，代码：143272.SH）；发行规模 10 亿元，期限为 3 年，附第 2 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为 4.65%。截至 2019 年 3 月底，本次债券募集资金已按照募集说明书约定用途使用完毕。

2018 年 8 月 29 日，公司支付了“17 建发 01”债券 2017 年 8 月 29 日至 2018 年 8 月 28 日的应付利息。

三、行业分析

供应链运营业务和房地产开发业务为公司的两大主业，是公司收入的主要来源。其中，供应链运营业务主要依托于大宗商品贸易，因此下文行业分析将围绕大宗商品供应链管理服务行业和房地产行业展开。

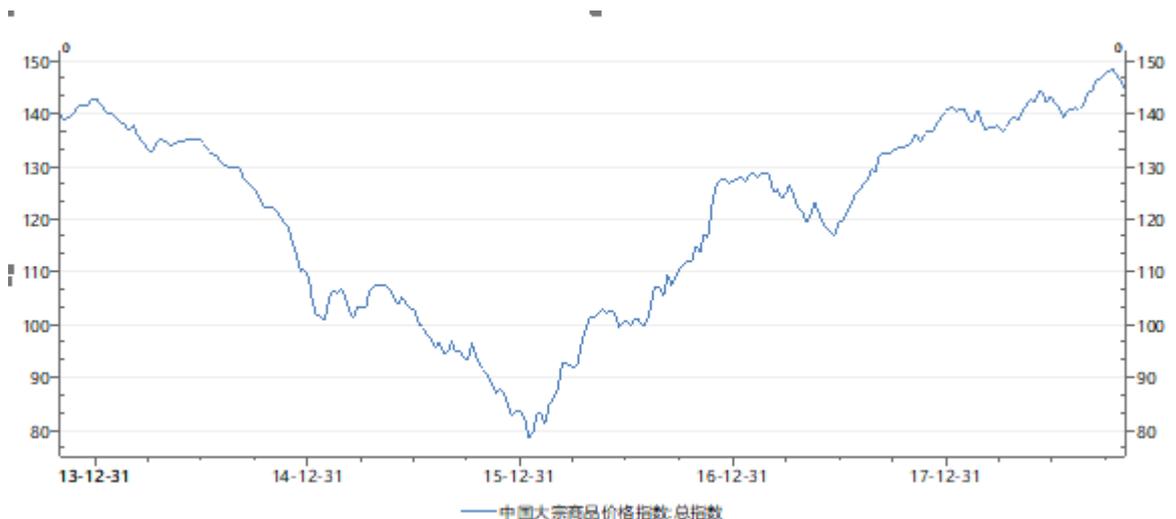
1. 大宗商品供应链管理服务行业

(1) 行业概况

供应链管理服务行业作为新经济的产物，属于现代物流业的范畴，通过不同的供应链服务模式，整合优势资源，帮助不同产业链的企业实现从研发、采购、生产、运输、仓储、供应链金融到市场营销、分销终端等各个环节的全流程供应链管理和优化，汇集物流、贸易、资金、信息、咨询等多重功能，从而促进企业价值及竞争力的提升。

大宗商品贸易主要涵盖能源类、工业原料、农产品和贵金属四大类别，其中能源类主要包括原油、燃料油、煤炭等，工业原料主要包括有色金属、黑色金属、化工品等，农产品涵盖大豆、玉米、小麦、棉花等产品，贵金属主要包括黄金、白银等。从我国大宗商品现货市场来看，现货行业积极响应国家下发的相关文件精神，在改革的大格局下，现货行业迎来了新的机遇。价格方面，2018 年以来，大宗商品价格指数总体仍处于上升态势。

图 2 近年来中国大宗商品价格指数变动情况



资料来源: Wind

在此环境下，传统贸易商的贸易价差空间逐步缩小，盈利空间日益收窄，成本节约的需求更加突出。越来越多的大宗商品贸易商开始整合产业链，向上游和下游延伸，在获得上下游资源的同时，逐步渗透产业链的各个环节，拓展盈利空间，创造增值机会，开始扮演产业链管理者的角

色。此外，大宗商品贸易商面临日益复杂的贸易环境，随着商业竞争日益激烈、贸易方式灵活多样，贸易商越来越面临更多种风险，包括市场风险、信用风险、资金风险、内部控制风险、汇率风险等，上下游产业链的整合，有利于贸易商抵御市场波动风险，提高企业的稳定性。

总体看，2018年，我国大宗商品价格指数呈持续增长态势，然而成交金额增速和成交价格易受宏观经济、市场预期、供求关系等变化的影响，传统贸易商的盈利空间日益收窄，风险敞口进一步扩大，面临的市场风险高。在此环境下，行业内企业降本增效的供应链管理需求进一步凸显。

（2）未来发展

随着行业结构调整和产业整合升级的持续深入，制造业采购、物流服务外包趋势的进一步增强，带动了大宗商品供应链服务领域的快速发展，同时物流服务也由单一环节的传统服务向产业链各个环节延伸拓展，向供应链一体化、信息化和智能化转变，企业不断拓宽服务内容，完善服务模式，贸易物流一体化发展、规模化运作已成为目前供应链管理服务企业的主要发展方向。

“互联网+传统行业”的有机融合将进一步推动我国经济发展，实体经济提质增效。对于供应链管理服务企业来说，积极探索大宗商品电子商务平台发展，整合供应链核心信息和业务流程，建立管控平台，实现信息流、资金流和物流三者的融合共通将成为企业发展的重要任务。

总体看，供应链管理行业面临较大的市场需求，未来将进一步向产业链各个环节延伸拓展，积极探索大宗商品电子商务平台发展，实现商流、物流、信息流、资金流和工作流的深度融合。

2. 房地产行业

（1）行业概况

从房地产行业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2018年，全国房地产开发投资120,263.51亿元，同比增长9.50%，增速较前11月回落0.2个百分点，但仍高于2017年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

土地供应方面，2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

开发资金来源方面，2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%。其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但融资依然较紧张，资金压力依然较大。

市场供需方面，2018年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速自8月之后开始收窄；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较1~11月上涨0.10个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93,550.11万平方米，同比减

少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2% 左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

总体看，2018 年，房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

（2）行业政策

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。总体看，近年来，房地产调控政策密切出台且短时间内难以出现实质性放松。

四、管理分析

2018年,公司部分高管人员发生变动,原副总经理向小云退休离任,由江桂芝接任副总经理;原财务总监江桂芝由许加纳接任。公司其他高管人员未发生变更,各项主要管理制度连续。

五、经营分析

1. 经营概况

2018年,公司经营范围未发生变化,主营业务包括供应链运营业务和房地产开发业务。

2018年,公司实现营业收入2,803.82亿元,较上年增长28.26%,主要来自供应链板块的增长;公司实现净利润76.32亿元;其中归属于母公司所有者的净利润为46.72亿元。

分板块来看,2018年供应链运营业务实现营业收入2,359.87亿元,较上年增长25.21%,占营业收入的84.17%,主要系黑色系商品、浆纸、汽车等核心业务板块业务规模增长所致。2018年公司房地产板块结转项目增加,实现收入405.79亿元,较上年增长38.71%。公司其他业务收入占比极小,对收入规模影响很小。

表1 2016~2018年公司营业收入情况(单位:亿元,%)

项目	2016年			2017年			2018年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
供应链运营业务	1,149.24	78.94	3.79	1,884.68	86.22	3.06	2,359.87	84.17	2.88
房地产开发业务	303.58	20.85	23.30	292.55	13.38	26.53	405.79	14.47	35.37
其他业务	3.09	0.21	78.77	8.78	0.40	60.49	38.16	1.36	41.36
合计	1,455.91	100.00	8.02	2,186.02	100.00	6.43	2,803.82	100.00	7.89

资料来源:公司提供

注:公司房地产开发业务包含自持物业租赁收入,自持物业租赁收入规模很小。

毛利率方面,2018年,公司供应链业务毛利率为2.88%,较上年下降0.18个百分点,主要系钢铁、矿产品等板块采购成本上升所致。2018年公司房地产开发业务毛利率为35.37%,同比上升8.84个百分点,主要系当期结转项目毛利率较高所致。综上,2018年综合毛利率为7.89%,较上年上升1.46个百分点,主要受房地产业务利润水平上升影响。

2019年1~3月,公司实现营业收入538.62亿元,同比增长10.75%,主要系供应链各板块均有不同程度增长所致;净利润5.55亿元,较上年同期减少16.13%,其中归属于母公司所有者的净利润为4.40亿元。

总体看,2018年,公司供应链业务呈快速增长态势,毛利率有所下降;房地产开发业务收入有所增长,盈利能力较强。供应链运营业务可以为公司提供稳定的收入,房地产开发业务可以为公司贡献较高的利润。

2. 供应链运营业务

供应链运营为公司第一大主业,近年来公司通过上控资源、下布渠道,中间提供采购、仓储加工、物流配送、销售结算等多方位服务,将上中下游各环节整合成一个整体的网链,具备较强的资源整合能力,已逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。

2018年供应链运营业务实现营业收入2,359.87亿元,较上年增长25.21%,主要系黑色系商品、浆纸、汽车等核心业务板块业务规模增长所致;毛利率为2.88%,较上年下降0.18个百分点,主要系钢铁、矿产品等板块采购成本上升所致。

公司供应链运营主要包含国际贸易、国内贸易和物流业务三类，其中国内贸易及国际贸易规模相当，二者合计占99%以上。

公司出口产品主要为轻工、纺织服装、机电和五矿类产品，出口地区主要为美国、香港、新加坡、马绍尔群岛等，公司出口欧美及日本等发达国家的产品以轻工纺织为主，出口到以尼日利亚为首等其他国家的产品以机电、五矿产品为主。结算方面，货物出运后公司从运输公司处取得提单，根据签订出口合同时规定的付款条款向客户交单议付，公司规定出口贸易应优先使用信用证付款方式，可以根据客户资信及所在地区有选择的使用D/P交单议付支付方式，谨慎使用O/A（先放货后付款）的支付方式，降低收汇风险。公司按客户的资信状况确定各个客户的信用等级及允许的销售、赊销额度，对赊销业务一律投保出口信用险。公司对出口贸易的外汇收入进行汇率锁定，一定程度上降低了人民币汇率波动风险，近两年公司汇兑损益皆为净收益，2018年汇兑收益0.50亿元。

公司主要供应链业务陆续转移至相关子公司，目前公司供应链板块的经营主体主要包括全资子公司建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）、厦门建发物资有限公司（以下简称“建发物资”）、厦门建发纸业有限公司（以下简称“建发纸业”）、厦门建发汽车有限公司（以下简称“建发汽车”）及建发物流等，但出于营销的需要，建发股份本部也经营钢材、矿产品、化工等领域的贸易业务。

表 2 截至 2018 年底公司贸易业务主要经营子公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	持股比例	注册资本	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	主营经营业务
上海建发	100.00	2.00	122.18	27.54	859.67	5.32	建发股份设立的异地平台公司之一，主要从事自营和代理各类商品和技术的进出口业务
建发金属	100.00	1.00	20.18	4.44	114.57	0.43	钢铁供应链运营
建发物资	100.00	2.00	11.72	2.39	90.01	0.13	钢材内贸和进出口业务，系公司钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	37.41	10.81	278.91	1.72	专业经营纸张，纸浆，板材，木片，废纸和纸制品贸易业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	22.79	8.39	93.7	2.34	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	34.56	7.95	199.23	1.67	进出口物流，包括国际贸易代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等

资料来源：公司提供

目前公司供应链运营业务主要产品分别为钢材、农产品、浆纸、矿产品、汽车，占贸易业务收入的80%以上。

总体看，2018年，公司供应链业务收入持续增长，毛利率仍处于较低水平，主要贸易品种依然为钢材、农产品、浆纸、矿产品、汽车。

3. 房地产开发业务

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

2018 年公司房地产板块结转项目增加，实现收入 405.79 亿元，较上年增长 38.71%；毛利率为 35.37%，同比上升 8.84 个百分点，主要系当期结转项目毛利率较高所致。

表 3 截至 2018 年底公司房地产业务主要经营子公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
建发房地产	54.65	1,128.78	278.26	273.51	42.44
联发集团	95.00	699.10	154.54	187.25	20.73

资料来源：公司提供

（1）建发房地产

随着房地产政策延续分类调控、因城施策的主基调，各地政府调控持续分化，一线和热点二线城市政策不断收紧，由此导致的需求外溢使部分三、四线城市整体成交量增幅明显。公司据此调整推盘节奏和销售策略，布局合肥、南京等城市。2018 年，建发房地产签约销售金额和面积分别为 386.71 亿元和 256.27 万平方米，较上年分别增长 94.07% 和 79.15%，主要集中在福州、漳州、上海、龙岩、南平、泉州等区域。近三年，公司新开工面积增长迅速，其中 2018 年新开工面积同比大幅增长 78.34% 至 592.25 万平方米；签约销售均价受三四线城市销售占比增加影响，呈波动下降态势。

表 4 2016~2018 年建发房地产经营情况

类别	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积（万平方米）	89.10	332.09	592.25
房屋竣工面积（万平方米）	153.22	194.13	143.17
签约销售金额（亿元）	176.44	199.26	386.71
签约销售面积（万平方米）	116.11	143.05	256.27
签约销售均价（万元/平方米）	1.52	1.39	1.51
账面销售金额（亿元）	199.36	169.85	167.40
账面销售面积（万平方米）	116.98	150.17	132.17
新增土地储备（万平方米）	154.88	324.58	257.71
新增土地投资（亿元）	292.56	641.54	414.99

资料来源：建发房地产年报

注：1. 上表中账面销售金额与建发房地产收入差额为建发房地产其他板块业务收入；2. 上表中相关数据包含：子公司、联营企业、合营企业的所有项目均全额计入。3. 新增土地储备及土地投资规模中并表项目没有按权益占比列示，按项目的总计容建筑面积和总投资金额列示；且包括未并表合作开发项目。

近年来，建发房地产深耕福建省内及其他已进入成熟区域，围绕长三角、珠三角及福建区域逐步布局广州、太仓、张家港、南平、南京等地，2018 年，建发房地产新增土地储备有所减少，为 257.71 万平方米，新增土地投资规模 414.99 亿元。考虑到相关城市土地成本较高，建发房地产逐步由独立拿地开发转向与其他房地产开发商合作开发的模式，目前独立开发及合作开发比重分别为 29% 和 71%。截至 2018 年底，建发房地产在建项目主要集中于厦门、福州、上海、杭州等地，总投资规模（并表项目按 100% 列示，且含非并表项目）941.49 亿元，已投资 657.73 亿元。截至 2018 年底，建发房地产土地储备 758.98 万平方米（并表项目按 100% 列示，且含非并表项目），分布于厦门、南京、成都、武汉、福州、南平、莆田、宁德、珠海等城市，按 2018 年新开工面积计算，建发房地产土地储备能够满足未来 1~2 年的开发需求。

（2）联发集团

2018 年联发集团新开工面积 563.13 万平方米，较上年大幅增长 90.87%。近三年，受益于联发集团大力推盘的二、三线城市房地产市场景气度较高，联发集团签约销售金额、签约销售面积逐年增长，2018 年，联发集团签约销售面积 317.29 万平方米，较上年增长 31.84%，对应签约销售金额为 349.27 亿元，较上年增长 35.19%，2018 年签约项目主要集中在南昌、重庆、南宁等区域。2018 年，联发集团销售均价小幅增长，2018 年为 1.10 万元/平方米，但由于联发集团近年来大力推盘的项目主要二、三线城市，签约销售均价低于建发房地产。考虑到 2018 年联发集团签约面积大幅增加，未来 1~2 年联发集团结算收入有望增长。

表 5 2016~2018 年联发集团经营情况

类别	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积（万平方米）	196.97	295.03	563.13
房屋竣工面积（万平方米）	120.00	99.88	207.00
签约销售金额（亿元）	122.71	258.35	349.27
签约销售面积（万平方米）	132.74	240.66	317.29
签约销售均价（万元/平米）	0.92	1.07	1.10
账面销售金额（亿元）	96.30	111.93	157.10
账面销售面积（万平方米）	102.24	128.08	167.35
新增土地储备（万平方米）	210.00	227.00	213.61
新增土地投资（亿元）	76.88	122.64	176.30

资料来源：公司提供

注：1. 上表中账面销售金额与联发集团收入差额为联发集团其他板块业务收入；2. 上表中相关数据包含：子公司、联营企业、合营企业的所有项目均全额计入。3. 新增土地储备及土地投资规模中并表项目没有按权益占比列示，按项目的总计容建筑面积和总投资金额列示；且包括未并表合作开发项目。

截至 2018 年底，联发集团在建项目主要分布在重庆、南宁、天津等城市，总投资 988.40 亿元，已投资 615.24 亿元。土地储备方面，2018 年，联发集团新增土地储备有所增加，为 213.61 万平方米，土地投资规模 176.30 亿元。截至 2018 年底，联发集团土地储备 796.00 万平方米，分布于武汉、厦门、天津等城市，按 2018 年新开工面积计算，联发集团土地储备能够满足未来 1~2 年的开发需求。

总体看，2018 年，公司新开工面积增长迅速，销售金额和销售面积实现大幅增长，同时较多的土地储备保障了公司可持续发展。但公司投资规模快速增长，资金压力大幅上升，多个城市出台限购、限价等政策，公司房地产业务受政策调控影响，行业景气度有所波动，三、四线城市项目存在库存去化压力，未来公司房地产业务投资规模较大，公司仍将面临资金周转压力。

4. 经营关注

（1）大宗商品价格波动风险

受宏观经济增速回落、中美贸易战等因素的影响，大宗商品存在一定的价格波动风险，对公司贸易额和毛利率造成较大影响。

（2）钢铁、饲料和化工等行业产能过剩，近年价格波动对公司供应链运营业务有一定不利影响

我国钢铁、饲料和化工等行业产能过剩，毛利率水平低，虽然近年供给侧改革使得相关产品价格有所回升，但是产能过剩局面仍然存在。近年来公司供应链业务毛利率下滑，未来相关商品仍可能面临频繁的价格波动，给公司盈利水平带来一定不确定性。

（3）受房地产调控政策影响，公司部分项目未来可能面临一定去化压力

公司房地产部分开发项目位于调控城市，未来随着调控政策持续执行，公司部分项目可能面临一定去化压力，对销售回款产生不利影响。

(4) 在建项目资金支出压力较大

公司房地产业务在建规模快速增长，未来面临较大的资金支出压力。

(5) 联发集团土地储备中三、四线城市土储面积占比高

我国房地产市场呈结构性过剩态势，三、四线城市房地产库存呈过剩态势。联发地产土地储备中三、四线城市土储面积占比较高，未来拟建项目面临一定销售压力以及减值风险。

5. 未来发展

(1) 供应链运营

公司作为国内较早提出供应链运营理念并成功转型的企业，未来仍将致力于依托供应链运营平台优势，以“LIFT 供应链服务”的“物流 (Logistics)”、“信息 (Information)”、“金融 (Finance)”、“商务 (Trading)”四类服务要素为基础，有效整合各类行业优质资源，创新开发供应链服务产品，提升供应链运营管理一体化综合服务能力，为客户奉献高性价比的供应链服务产品。公司自 2014 年以来供应链运营业务持续超过千亿规模，2018 年已超过 2,300.00 亿元，目前已成为国内领先的供应链运营商。公司将坚持五年战略发展规划确定的供应链运营商的市场定位，坚持以供应链运营为基本主业，促进核心主业做强、做大，致力于成为中国领先的、有核心竞争力的供应链运营商。在这个定位基础上，公司推动供应链业务创新发展，并积极向新兴业态、新兴产业拓展，使公司获得“新常态”环境下可持续发展的动力，实现公司核心竞争能力的提升和可持续发展目标。

(2) 房地产板块

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

总体看，公司供应链运营经营方针有助于扩大供应链运营业务规模、提高盈利能力、加强管理水平；房地产板块的转型方针有助于公司房地产板块抵御行业周期性波动风险。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出了具标准无保留意见的审计结论。公司 2019 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表根据财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制。2018 年，公司新纳入合并范围子公司 102 家，其中非同一控制下企业合并 14 家，同一控制下企业合并 1 家，新设立子公司 87 家；不再纳入合并范围子公司 10 家。公司新设立子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 2,174.54 亿元，负债合计 1,630.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）544.18 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 275.56 亿元。2018 年，公司实现营业收入 2,803.82 亿元，净利润（含少数股东损益）76.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 46.72 亿元；经营活动现金流量净额 47.80 亿元，现金及现金等价物净增加额 52.32 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 2,433.69 亿元，负债合计 1,883.43 亿元，所有者权益（含少数股东权益）550.26 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 279.84 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 538.62 亿元，净利润（含少数股东损益）5.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.40 亿元；经营活动现金流量净额-50.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 46.78 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 2,174.54 亿元，较年初增长 23.95%，主要系房地产存货的增长所致；其中，流动资产占比 89.01%，非流动资产占比 10.99%，公司资产结构以流动资产为主，符合公司以供应链运营与房地产开发业务为主的行业特点。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 1,935.54 亿元，较年初增长 29.21%，主要由货币资金（占 12.24%）、预付款项（占 5.01%）、存货（占 70.03%）和其他应收款（合计）（占 6.54%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 236.99 亿元，较年初增长 44.16%，主要系银行借款大幅增加所致；货币资金中，银行存款占 79.54%、其他货币资金占 20.46%，其他货币资金主要系银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金，上述其他货币资金中不能随时用于支付的存款 47.87 亿元，占货币资金总额的 29.12%，受限规模较高。

截至 2018 年底，公司预付款项 96.89 亿元，较年初减少 47.90%，主要系房地产业务预付土地出让金波动所致；从账龄角度来看，预付款项账龄在一年以内的占 95.12%，账龄较短；从集中度看，预付款项余额前五名占比 16.31%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司其他应收款 126.52 亿元，较年初减少 13.88%，主要系应付往来款减少所致；其他应收款计提坏账准备 5.79 亿元，计提比例 4.38%；其他应收款期末余额前五名占 34.95%，集中度较高；从账龄结构来看，1 年以内的占 65.49%，1~2 年的占 20.05%，2~3 年的占 3.12%，3~4 年的占 3.12%，其余为 4 年以上部分，账龄较长，有一定回收风险。

截至 2018 年底，公司存货 1,355.40 亿元，较年初增长 56.70%，主要系房地产新增项目较多，开发成本增加所致；其中，开发成本占比 85.91%，开发产品占比 6.32%，库存商品占比 7.75%；存货计提跌价准备 10.21 亿元，计提比例 0.75%，其中库存商品计提比例 4.22%，开发产品计提比例 1.27%，开发成本计提比例 0.40%。公司库存大宗商品价格波动较大，面临一定的跌价风险，位于三、四线城市的房地产开发成本和开发产品存在一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 239.00 亿元，较年初减少 6.25%；非流动资产主要由长期应收款（占 14.43%）、长期股权投资（占 13.15%）、投资性房地产（占比 33.61%）、固定资产（占 7.83%）和递延所得税资产（占 17.21%）构成。

截至 2018 年底，公司长期应收款 34.49 亿元，较年初减少 48.27%，主要系建发房产“后埔-枋湖旧村改造”项目土地熟化出让所致。

截至 2018 年底，公司长期股权投资 31.43 亿元，较年初增长 11.12%，主要系增加对厦门益武地置业有限公司、上海众承房地产开发有限公司等联营企业投资所致。2018 年，公司权益法下确认的长期股权投资损失 1.10 亿元。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 80.32 亿元，较年初增长 0.80%。公司投资性房地产主要由房屋及建筑物构成（占 93.64%）。公司投资性房地产按成本法计量，具有一定升值空间。

截至 2018 年底，公司固定资产 18.72 亿元，较年初增长 37.42%，主要系购置房屋所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占比 47.26%）、机器设备（占比 3.53%）、运输工具（占比 14.98%）、

电子及办公设备（占比 5.83%）等构成；公司固定资产成新率为 61.11%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产 41.14 亿元，较年初增长 49.73%，主要系预收款项、可抵扣亏损以及预提成本费用增加使可抵扣暂时性差异增大所致。

截至 2018 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 392.73 亿元，受限比例为 20.94%，受限比例较高；公司受限资产详情如下。

表 6 截至 2018 年公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	47.87	银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等
存货	299.06	用于抵押借款
固定资产	3.07	用于抵押借款
投资性房地产	30.89	用于抵押借款
长期股权投资	11.84	用于质押借款
合计	392.73	--

资料来源：公司年报

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 2,433.69 亿元，较年初增长 11.92%；其中，流动资产占比 89.90%，非流动资产占比 10.10%，较年初变化不大。

总体看，2018 年底，公司资产规模有所增长，以流动资产为主，货币资金规模较大，存货占比较高，资产受限比例较高，大额预付款项和其他应收款对资金形成占用，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司负债合计 1,630.36 亿元，较年初增长 23.81%，主要系预收售楼款和应付债券的增长所致；其中，流动负债占比 67.94%，非流动负债占比 32.06%，负债结构以流动负债为主。

（1）流动负债

截至 2018 年底，公司流动负债合计 1,107.74 亿元，较年初增长 31.90%，主要系应付票据及应付账款、预收账款和其他应付款增长所致；公司流动负债以应付票据及应付账款（占 20.50%）、预收款项（占 44.27%）和其他应付款（占 17.57%）为主。

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 227.04 亿元，较年初增长 33.82%，主要系房地产业务新增开发项目较多，应付工程款增加所致；其中，应付票据占比 35.03%，应付账款占比 64.97%。截至 2018 年底，公司应付票据主要为商业承兑汇票（占比 99.24%）；应付账款主要由货款（占比 51.94%）和工程款（占比 47.16%）构成。

截至 2018 年底，公司预收款项 490.44 亿元，较年初增长 46.57%，主要系售房款增加所致；预收款项主要由货款（占比 17.70%）和售房款（占比 81.85%）构成。

截至 2018 年底，公司其他应付款 194.65 亿元，较年初增长 59.35%，主要系房地产业务收合作方资金往来款增加所致；其他应付款主要由预提税费及费用（占 26.24%）和往来款（占 62.88%）构成。

（2）非流动负债

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 522.62 亿元，较年初增长 9.56%，主要系应付债券、长期应付款和其他非流动负债增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 44.99%）、应付债券（占比 39.69%）、长期应付款（占比 6.81%）和其他非流动负债（占比 6.87%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 235.12 亿元，较年初减少 9.62%，主要系借款将于一年内到期转至流动负债所致；从构成来看，长期借款主要由抵押借款（占比 49.95%）和保证借款（占比 45.64%）构成；从期限来看，长期借款 2020 年到期 37.97 亿元，2021 年到期 81.66 亿元，其余在 2022 年及以后到期，到期时间分布较为分散。

截至 2018 年底，公司应付债券 207.42 亿元，较年初增长 22.83%，主要系房地产业务融资规模扩大所致；从期限来看，应付债券 2020 年到期 86.00 亿元，2021 年到期 91.00 亿元，其余在 2022 年及以后到期。2020 年公司面临一定的集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司长期应付款 35.57 亿元，较年初增长 181.33%，主要系子公司建发房产发行购房尾款资产支持专项计划支持证券所致。

截至 2018 年底，公司其他非流动负债 35.88 亿元，较年初增长 37.81%，主要系联发集团委托资产管理公司向投资人发行受益凭证募集资金所致。

截至 2018 年底，公司全部债务 720.60 亿元，较年初增长 5.37%；债务结构中，短期债务占比 28.69%，长期债务占比 71.31%，公司债务结构以长期债务为主。截至 2018 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 74.98%、56.97% 和 48.57%，分别较年初下降 0.09 个百分点、4.01 个百分点和 2.42 个百分点。整体看，公司债务负担仍较重。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 1,883.43 亿元，较年初增长 15.52%；其中，流动负债占比 69.86%，非流动负债占比 30.14%，负债结构仍以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 751.49 亿元，较年初增长 4.29%；债务结构中，短期债务占比 25.83%，长期债务占比 74.17%，公司债务结构仍以长期债务为主；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 77.39%、57.73% 和 50.32%，较年初略有上升。

总体看，2018 年底，随着供应链及房地产业务规模扩大，公司负债规模大幅增长，整体债务负担较重，面临一定的集中偿付压力。

（3）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 544.18 亿元，较年初增长 24.39%，主要系未分配利润累积所致；其中，归属于母公司的所有者权益 275.56 亿元（占比 50.64%），少数股东权益 268.62 亿元（占比 49.36%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比 10.29%，资本公积占比 8.87%，盈余公积占比 4.30%，未分配利润占比 76.54%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益规模较大，稳定性较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 550.26 亿元，较年初增长 1.12%；其中，归属于母公司的所有者权益 279.84 亿元（占比 50.86%），少数股东权益 270.41 亿元（占比 49.14%）；归属于母公司所有者权益中，股本占比 10.13%，资本公积占比 8.73%，盈余公积占比 4.24%，未分配利润占比 76.79%。公司所有者权益规模和结构较年初变化不大。

总体看，2018 年底，由于利润积累，公司的所有者权益规模增长较快，未分配利润和少数股东权益占比较高，权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 2,803.82 亿元，较上年增长 28.26%，主要来自供应链板块的增长；公司营业成本 2,576.56 亿元，同比增长 25.96%，增幅略低于营业收入。2018 年公司净利润 76.32 亿元，同比增长 58.14%；其中归属于母公司所有者的净利润为 46.72 亿元。

期间费用方面，2018 年，公司费用总额 85.21 亿元，较上年增长 30.13%；其中，销售费用占比

73.31%，管理费用与研发费用合计占比4.57%，财务费用占比22.13%，以销售费用为主。2018年，公司销售费用62.47亿元，较上年增长25.91%，主要系供应链业务规模扩大，销售人员薪酬支出增长所致。2018年，公司管理费用3.89亿元，较上年增加12.93%，主要系办公费和职工薪酬增加所致。2018年，公司财务费用18.86亿元，较上年增长51.75%，主要系债务规模扩大，利息支出增加所致。2018年，公司费用收入比为3.04%，较上年上升0.04个百分点，公司费用控制能力较强。

2018年，公司资产减值损失9.24亿元，较上年增长20.77%，主要为坏账损失和存货跌价损失，占营业利润8.82%，对营业利润有一定侵蚀。2018年，公司投资收益5.49亿元，较上年减少69.77%，占营业利润5.24%，对营业利润有一定影响。

从盈利能力指标看，2018年，公司营业利润率6.88%，总资产收益率10.27%，净资产收益率15.55%，总资产报酬率为7.69%，分别较上年上升1.36个百分点、2.16个百分点、2.92个百分点和1.42个百分点。公司盈利能力有所提高。

2019年1~3月，公司实现营业收入538.62亿元，同比增长10.75%，主要系供应链各板块均有不同程度增长所致；净利润5.55亿元，较上年减少16.13%，其中归属于母公司所有者的净利润为5.81亿元。

总体看，2018年，公司营业收入增长较快，费用控制能力较强，投资收益和资产减值损失对营业利润有一定影响，公司整体盈利能力很强。

5. 现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入量为3,231.38亿元，较上年增长29.25%，主要系供应链业务货款回笼速度加快、货款回笼金额增加以及房地产业务预收售房款增加所致。2018年，公司经营活动现金流出3,183.48亿元，较上年增长18.53%，主要系供应链业务规模扩大及房地产业务支付地价款及拍地保证金增加所致。综上，2018年，公司经营活动产生的现金流量净额47.8亿元。2018年，公司现金收入比率110.22%，较上年下降0.04个百分点，公司收入实现质量尚可。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入407.19亿元，较上年增长66.19%，主要系收回较多理财产品以及收回合作单位往来款增加所致；投资活动现金流出364.59亿元，同比增长30.71%，主要系对外投资波动减少所致。综上，2018年，公司投资活动现金净流出42.60亿元。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入816.25亿元，同比减少19.41%，主要系取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出855.71亿元，同比增长13.39%，主要系偿还债务支付的现金逐年增长所致。综上，2018年，公司筹资活动现金流量净额为-39.46亿元。

2019年1~3月，公司经营活动现金流量净额为-50.92亿元、投资活动现金流量净额为-1.41亿元，筹资活动现金流量净额为99.32亿元。

总体看，2018年，受贸易业务规模扩大以及房地产业务预收售房款增加的影响，公司经营活动现金流状况有所好转；公司逐渐缩减投资规模，投资活动现金流转为净流入；对筹资活动的依赖有所下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率由年初的1.78倍下降至1.75倍，速动比率由年初的0.75倍下降至0.52倍；受货币资金规模增加影响，现金短期债务比由0.84倍上升至1.18倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为156.31亿元，同比增加57.12%；其中，

折旧和摊销占比 3.32%，计入财务费用的利息支出占比 29.55%，利润总额占比 67.13%，EBITDA 以利润总额为主。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.28 倍下降至 2.14 倍，EBITDA 对利息的覆盖水平尚可；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.15 上升至 0.22 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖水平尚可。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年底，公司对外提供担保 34.66 亿元，占净资产的 6.37%。被担保方主要为合作房地产项目公司，公司或有负债风险可控。此外，公司为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保 294.11 亿元。

截至 2018 年底，公司及子公司作为被告的未决诉讼涉案金额 1.80 亿元，相对公司资产规模较小，预计不会对公司产生重大不利的影响。

截至 2018 年底，公司及其下属子公司获得金融机构授信总额为 1,341.31 亿元，尚未使用的授信额度为 821.78 亿元，公司间接融资渠道通畅。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的《企业信用报告(银行版)》(机构信用代码: G10350203000077108)，截至 2019 年 5 月 5 日，公司未结清中无关注类及不良类信贷信息记录，已结清中有 8 笔欠息记录。

总体看，公司作为国有上市公司，融资渠道通畅，未使用授信额度很大，过往债务履约情况良好，整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）为 244.30 亿元，约为“17 建发 01”待偿本金（10 亿元）的 24.43 倍，公司现金类资产对“17 建发 01”的覆盖程度高；净资产为 544.18 亿元，约为“17 建发 01”待偿本金（10 亿元）的 54.42 倍，公司净资产对“17 建发 01”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 156.31 亿元，约为“17 建发 01”待偿本金（10 亿元）的 15.63 倍，公司 EBITDA 对“17 建发 01”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 3,231.28 亿元，约为“17 建发 01”待偿本金（10 亿元）的 323.13 倍，公司经营活动现金流入量对“17 建发 01”的覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司供应链业务销售网络遍布全球，具有良好的市场形象及商业信用，在行业经验、品牌信誉、网络营销等方面具有一定的竞争优势；房地产业务依托联发集团和建发房地产快速增长，土地储备充足，支撑了房地产业务的可持续发展，未来公司供应链业务与房地产业务并举的经营格局将进一步促进公司综合竞争力持续提升，联合评级认为，公司对“17 建发 01”的偿还能力极强。

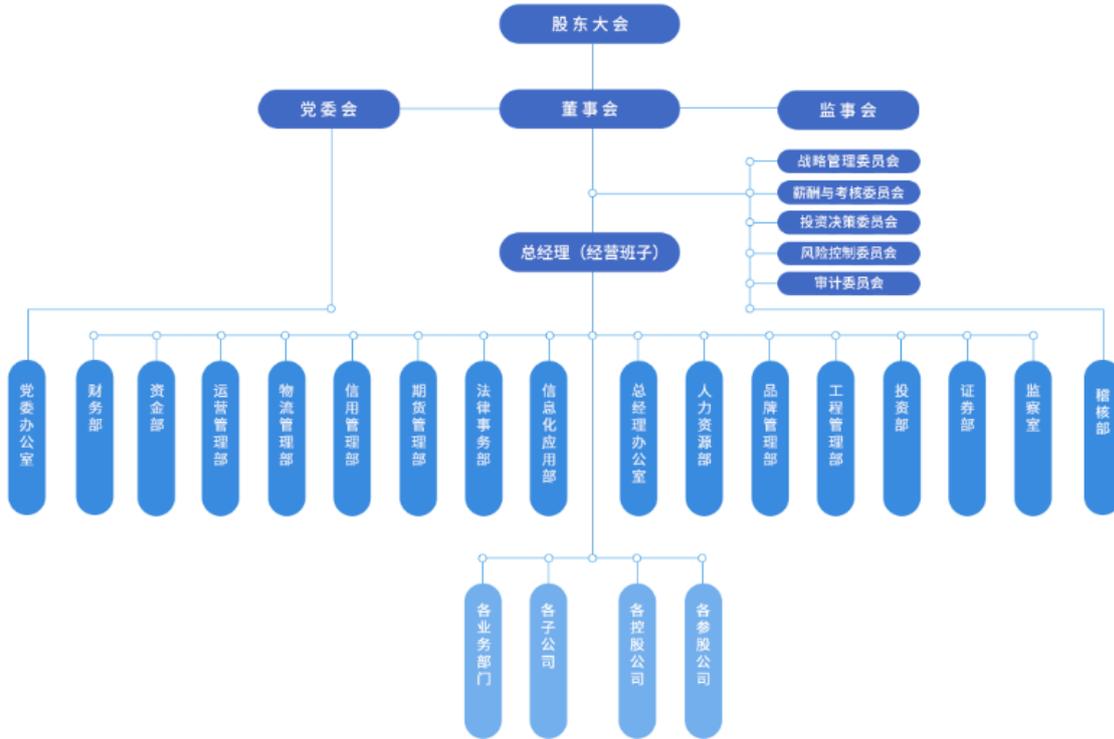
八、综合评价

跟踪期内，公司供应链运营业务收入和房地产业务收入均大幅增长，整体经营情况良好，且房地产业务毛利率大幅提升；此外，公司资产和净资产规模大幅增长，经营活动现金流状况大幅改善，整体盈利能力有所提升。同时，联合评级也关注到钢铁、化工等行业产能过剩，房地产政策调整，公司三、四线城市土储面积占比较高，整体债务负担仍较重且存在一定集中偿付压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司供应链运营业务稳步发展、房地产在建项目持续销售，公司发展战略逐步落实，公司整体竞争力有望增强，公司经营状况有望保持良好。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“17建发 01”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 厦门建发股份有限公司组织结构图



附件 2 厦门建发股份有限公司 主要计算指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年3月
资产总额（亿元）	1,264.96	1,754.30	2,174.54	2,433.69
所有者权益（亿元）	327.00	437.37	544.18	550.26
短期债务（亿元）	171.30	228.83	206.73	194.11
长期债务（亿元）	275.38	455.06	513.87	557.38
全部债务（亿元）	446.68	683.89	720.60	751.49
营业收入（亿元）	1,455.91	2,186.02	2,803.82	538.62
净利润（亿元）	39.50	48.26	76.32	5.55
EBITDA（亿元）	73.06	99.49	156.31	--
经营性净现金流（亿元）	-48.11	-185.88	47.80	-50.92
应收账款周转次数（次）	44.71	62.68	52.65	--
存货周转次数（次）	2.21	2.75	2.30	--
总资产周转次数（次）	1.29	1.45	1.43	0.23
现金收入比率（%）	113.13	109.58	110.22	138.73
总资本收益率（%）	8.48	8.11	10.27	--
总资产报酬率（%）	6.15	6.27	7.69	--
净资产收益率（%）	13.31	12.62	15.55	1.01
营业利润率（%）	6.29	5.53	6.88	4.00
费用收入比（%）	3.15	3.00	3.04	2.85
资产负债率（%）	74.15	75.06	74.98	77.39
全部债务资本化比率（%）	57.73	60.99	56.97	57.73
长期债务资本化比率（%）	45.72	50.99	48.57	50.32
EBITDA 利息倍数（倍）	2.56	2.28	2.14	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.15	0.22	--
流动比率（倍）	1.65	1.79	1.75	1.66
速动比率（倍）	0.71	0.75	0.52	0.55
现金短期债务比（倍）	0.73	0.84	1.18	1.48
经营现金流动负债比率（%）	-7.42	-22.13	4.32	-3.87
EBITDA/待偿本金合计（倍）	7.31	9.95	15.63	--

注：1.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2.2019年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。3.公司其他流动负债和其他非流动负债中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算。4.EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。5.本报告中部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，这些差异是指标计算口径不同造成的。

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	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转率	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。