

跟踪评级公告

联合[2018]955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：

二零一八年七月十五日



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 2018 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	2017 年 9 月 8 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 15 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,264.96	1,752.95	2,062.85
所有者权益 (亿元)	327.00	437.37	446.23
长期债务 (亿元)	275.38	455.06	487.87
全部债务 (亿元)	446.68	683.89	840.54
营业收入 (亿元)	1,455.91	2,186.02	486.32
净利润 (亿元)	39.50	48.26	6.61
EBITDA (亿元)	73.06	99.49	--
经营性净现金流 (亿元)	-48.11	-185.88	-166.26
营业利润率 (%)	6.29	5.53	4.39
净资产收益率 (%)	13.31	12.63	--
资产负债率 (%)	74.15	75.05	78.37
全部债务资本化比率 (%)	57.73	60.99	65.32
流动比率 (倍)	1.65	1.79	1.62
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.15	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.56	2.28	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	7.31	9.95	--

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、2018 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。

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”）营业收入增长较快、供应链运营业务规模大幅上升、房地产业务销售增长较多。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，营业毛利率有所下降，房地产行业受调控政策影响较大，有息债务规模增长较快，所有者权益稳定性较弱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，公司经营情况有望保持良好。

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. 受益于供应链业务规模扩大，2017 年公司营业收入大幅增长，净利润有所增长。
2. 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。
3. 2017 年公司房地产签约销售面积和签约销售金额大幅增长。

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. 我国房地产行业呈结构性分化特点，热点区域限价限购调控常态化，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，公司位于三四线城市的项目可能存在一定的去化压力。
3. 公司房地产业务在建面积快速增长，

未来面临较大的资金支出压力。

4. 公司有息债务规模增长较快, 债务负担较重, 且公司面临一定的长期债务集中偿付压力; 公司权益稳定性较弱, 资产减值损失和投资收益对利润影响较大。

分析师

冯 磊

电话: 010-85172818

邮箱: fengl@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话: 010-85172818

邮箱: zhiym@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：



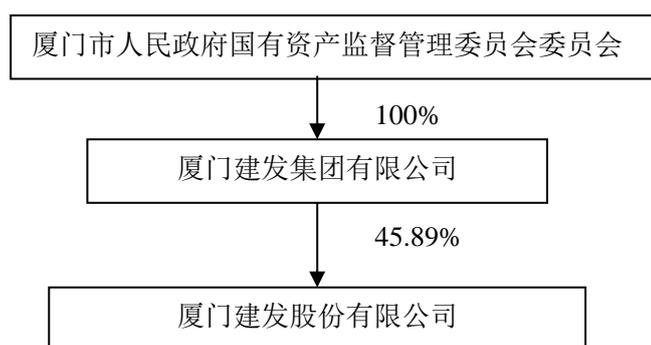
联合信用评级有限公司

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2018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%，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2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年以来，公司经营范围和组织结构未发生重大变化。截至2018年3月底，公司员工合计14,309人。

截至2017年底，公司合并资产总额1,752.95亿元，负债合计1,315.58亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计437.37亿元，其中归属于母公司所有者权益236.23亿元。2017年，公司实现营业收入2,186.02亿元，净利润（含少数股东损益）48.26亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为33.31亿元；经营活动产生的现金流量净额-185.88亿元，现金及现金等价物净增加额38.47亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额2,062.85亿元，负债合计1,616.63亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计446.23亿元，其中归属于母公司所有者权益241.77亿元。2018年1~3月，公司实现营业收入486.32亿元，净利润（含少数股东损益）6.61亿元，其中归属于母公司所有者的净利润5.81亿元；经营活动产生的现金流量净额-166.26亿元，现金及现金等价物净增加额31.19亿元。

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 2018 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。

截至 2018 年 3 月底，“17 建发 01”尚未到第一个付息日。

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贸易行业和房地产行业展开。

1. 贸易行业

（1）行业概况

中国对外贸易有所回升

据海关统计，2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.79 万亿元人民币，比 2016 年增长 14.2%。其中，出口 15.33 万亿元，同比增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，同比增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。总体看，2017 年进出口规模呈现回升态势。

从主要产品看，2017 年机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力：全年机电产品出口 8.95 万亿元，增长 12.1%，占我国出口总值的 58.4%。其中，汽车出口增长 27.2%，计算机出口增长 16.6%，手机出口增长 11.3%。同期，传统劳动密集型产品合计出口 3.08 万亿元，增长 6.9%，占出口总值的 20.1%。

国内贸易稳步发展

2017 年我国社会消费品零售总额 366,262 亿元，比上年增长 10.2%。按经营单位所在地分，城镇消费品零售额 314,290 亿元，比上年增长 10.0%，乡村消费品零售额 51,972 亿元，增长 11.8%。按消费形态分，餐饮收入 39,644 亿元，比上年增长 10.7%，商品零售 326,618 亿元，增长 10.2%，其中限额以上单位商品零售 150,861 亿元，增长 8.2%。数据显示，全年最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 58.8%，比上年下降 5.8 个百分点。

总体看，全球经济的复苏，对外贸易发展质量效益有所改善；中国国内贸易规模增速逐渐趋稳，未来随着中国产业转型和产能优化，国内贸易将不断优化发展。

钢铁贸易

公司贸易品种以钢铁贸易为主。

按照钢材产品和资金的流通形式，钢铁贸易主要分为直销模式和分销模式。在我国，钢材产品除了少部分采用直销模式外，大部分以分销模式进入消费领域。有了渠道营销，生产企业可以有效减轻供求变动导致的价格波动风险，钢材贸易企业在钢材销售链中充当了蓄水池的功能。在我国钢材贸易虽然是钢铁产业中不可或缺的环节，但是却对于钢材市场价格波动缺乏话语权。同时，钢铁贸易企业一般需要提前支付较大比例的预付款项，进一步加大其资金压力。此外，作为中间流通商，钢铁贸易企业不具备向下游传导成本压力的能力，导致我国钢铁贸易企业普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点。

目前我国钢材贸易企业众多，行业竞争较为激烈，根据中国企业联合会统计，我国目前除西藏自治区外，其余省区市均具有钢铁贸易市场，总数超过千余个，进驻大小贸易企业超过 20 万家，已形成京津冀、长三角、珠三角、厦门福州地区和武汉郑州地区五大钢铁物流圈。我国钢材贸易企业初步已形成了依靠资金、渠道及供应链集成等优势形成的覆盖全国的大型流通企业，如中国五矿集团公司、中国中钢集团公司、中国铁路物资集团公司、天津物产集团有限公司等；地处钢材主要生产地、需求集中地或具有独特优势的大中型、区域性流通企业，如杭州热联进出口股份有限公司、中国诚通控股集团等；以及需求导向性明显的区域性或依托我国经济发达地区主要钢材市场建立的众多小型、微型钢贸企业三类规模差距的钢材贸易企业梯队。

总体看，钢材贸易企业普遍具有资金需求大、毛利低、经营风险高的特点；在行业竞争较为激烈的环境下，行业经验丰富、区域市场占有率相对较高的钢材贸易企业在议价能力、销售渠道、资金实力等方面都具备一定优势。

（2）行业政策

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。2016 年《政府工作报告》中针对“一带一路”建设，提出“构建沿线大通关合作机制，建设国际物流大通道。推进边境经济合作区、跨境经济合作区、境外经贸合作区建设”。针对进出口下滑的现状，在进出口政策、电子商务、优化贸易结构、进一步整合优化海关特殊监管区域、贸易便利化等方面提出要求；针对自由贸易区建设，提出加快进程，推进贸易投资自由化等。2017 年 5 月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等 30 个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上为贸易行业带来了新的发展机遇。

总体看，贸易行业外部政策环境良好，政策鼓励企业由简单中间商向综合服务商转型，自由贸易园区战略和“一带一路”建设，将成为中国外贸新的驱动因素和发展方向。

（3）行业关注

人民币汇率风险不断加大

随着我国资本账户的逐步开放、人民币国际化步伐的加快以及人民币定价机制市场化改革的深化，人民币汇率的波动性显著增强。2014 年初，人民币兑美元单边升值态势结束，进入双向波动区间。“8.11 汇改”之后，人民币汇率中间价定价机制改变，人民币汇率的波动性进一步增强，人民币汇率一路贬值至 6.95 元/美元，人民币兑美元贬值增加了进口成本，减少了企业利润，企业运营压力增大。出口方面当前加工贸易仍然是中国重要的贸易方式，人民币贬值可能抬高进口原材料和设备的价格，提高加工贸易企业的成本，降低其产品竞争力；虽然 2017 年以来受美元指数下跌影响，美元兑人民币汇率上升明显，但升值幅度不及其他亚洲货币，未来人民币汇率的大幅波动将对贸易企业汇率控制提出挑战。考虑到我国部分外贸企业拥有较多的美元债务，人民币兑美元贬值也会加重企业财务负担，增大汇率风险，不利于外贸企业发展。

国内生产成本提升，国际经济形势持续低迷，对进出口贸易造成压力

金融危机后，全球经济复苏乏力，海外需求疲弱，国内劳动力等综合成本上升，部分低端制造业向低成本国家转移。同时我国出口产品主要集中于劳动密集型行业如纺织业等，这些行业的企业在国际市场上议价能力较弱，上述因素共同导致我国出口贸易传统优势逐渐被削弱。外需不振、经济下行、出口竞争优势削弱、大宗商品价格波动、汇率波动明显加大等因素对中国进出口贸易发展形成制约，进出口企业面临较大经营压力。

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，部分产业供过于求矛盾凸显，传统制造业产能普遍过剩，行业利润大幅下滑，中小企业普遍经营困难，对进出口增长产生一定抑制；同时，人民群众生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场正常秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

（4）行业发展

内贸方面，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

外贸方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

总体看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

2. 房地产行业

（1）行业概况

2017年全国房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，增速较上年同期上升0.16个百分点；其中，住宅投资75,148亿元，同比增长9.38%，增速提高3.02个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为68.44%；办公楼投资6,761亿元，同比增长3.49%，增速降低2.87个百分点，占房地产开发比重为6.16%；商业营业用房投资15,639亿元，同比减少1.26%，占房地产开发比重为14.24%。从地区分布看，2017年，东部地区房地产开发投资58,023亿元，同比增长7.20%；中部地区投资23,884亿元，同比增长11.60%；西部地区投资23,877亿元，同比增长3.50%；东北地区投资4,015亿元，同比增长1.00%。

市场供需方面，2017年，全国300个城市土地供应小幅回升，热点城市增加供地稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，除二线城市土地推出面积同比增加8%外，一线城市和三线城市同比分别减少20%和6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增3%，二线和三线城市同比分别减少3%和15%；一二三线城市土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为28%和39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为30%和57%，二线城市增幅为13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了11个百分点。

销售价格方面，2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至

年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 15.38% 和 20.03%。

表 1 近年来前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03

资料来源：CRIC

总体看，在房地产调控政策的持续影响下，全国房地产投资增速下滑；土地供应上，热点城市供应增加；销售价格上，一二线城市降温明显，三线稳定增长；市场集中度进一步提高，出现强者恒强的局面。

（2）行业政策

2016 年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017 年 3 月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017 年 4 月 6 日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在 36 个月以上的，应停止供地；36~18 个月的，要减少供地；12~6 个月的，要增加供地；6 个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017 年 7 月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租赁法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等 9 部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取 12 个城市先行试点。2017 年 8 月 3 日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。2018 年两会的政府工作报告中提出加快房产税立法，坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。2018 年 4 月 19 日，外管局新闻发言人称除有特殊规定外，房企和融资平台不得借用外债。2018 年 4 月 28 日，中国人民银行发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，对非标融资进一步限制。

总体看，房地产调控依然延续分类调控的思想，房地产长效机制具体措施逐步出台，预计未来供给增多；监管层对非标融资的规范和房企境外借债的限制，使得房企融资环境趋紧。

（3）行业关注

行业资产负债率较高，债务集中到期，融资环境趋紧

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至 2017 年 9 月底，Wind 资讯的地产行业资产负债率为 79.01%，较 2016 年底提高了 2.24 个百分点，房地产板块整体债务率较高。2018 年房企债务集

中到期，同时再融资环境趋紧，部分中小房企有现金流资金链断裂的风险。

房地产限购、限售政策常态化，调控难见实质性松绑

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。预计热点城市未来限购、限售政策将持续存在，全国房地产调控仍然严格。

中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的大型房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

(4) 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产行业集中度会不断提高；短期政策调控仍会持续，长期看市场是主导房地产市场发展的主要因素；行业内龙头企业、区域优势和特色房地产企业会获得生存空间。

四、管理分析

2017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

2017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。

2017年，公司主营业务收入占全年营业收入的99.60%，与上年基本持平，主营业务仍然十分突出。2017年，公司实现营业收入2,186.02亿元，较上年增长50.15%，主要系当年黑色系商品、浆纸、汽车等核心业务板块量价齐增，供应链运营业务收入大幅增长所致。从收入构成来看，供应链业务是公司主营业务收入的主要来源，占比有所上升，房地产开发业务占比有所下降，其他业务占比依然很小。

表2 2016~2017年公司营业收入情况(单位:亿元、%)

项目	2016年			2017年		
	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
房地产开发业务	303.58	20.85	23.30	292.55	13.38	26.53
其他业务	3.09	0.21	78.77	8.78	0.40	60.49
合计	1,455.91	100.00	8.02	2,186.02	100.00	6.43

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。

从毛利率水平看，2017年，公司供应链业务毛利率为3.06%，较上年下降0.73个百分点，主要系钢铁、矿产品等板块上游成本上升所致；房地产开发业务毛利率为26.53%，较上年上升3.23个百分点，主要系竣工交付的项目毛利率提升所致。受供应链业务毛利率下降影响，公司2017年营业毛利率为6.43%，较上年下降1.59个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入486.32亿元，同比增加24.74%，主要系供应链各板块均有不同程度增长所致。毛利率为4.98%，与上年同期的4.95%基本持平。

总体看，2017年，公司营业收入结构中供应链运营业务占比有所提升，供应链运营业务可以为公司提供较稳定的收入，房地产开发业务可以提高公司的利润水平。

2. 供应链运营业务

公司贸易品种依然以钢材、农产品、矿产品、浆纸、汽车、化工、轻工纺织、机电五矿和物流等核心业务板块为主。2017年，公司钢材销售量价齐升，钢材品种贸易收入743.89亿元，同比增长95.31%；农产品贸易收入199.03亿元，同比增长21.39%，主要系大豆、大麦、天然橡胶等业务销售量增加所致；矿产品贸易收入249.89亿元，同比增长94.48%，主要系铁矿销售量价齐升所致；浆纸贸易收入210.83亿元，同比增长51.99%，主要系销售量同比大幅增加所致；汽车贸易收入91.11亿元，同比增长25.46%，主要系保时捷、路虎、林肯以及平行进口车销量增加所致；化工贸易收入43.56亿元，同比增长32.72%，主要系塑料业务销量大幅增长所致；轻工纺织75.69亿元，同比增长15.61%，主要系销售量增长所致；机电五矿收入86.75亿元，同比增长46.39%，主要系销售量增长所致；物流收入6.33亿元，同比减少1.40%，变化不大。

表3 2016~2017年公司供应链运营业务主要板块产品收入情况（单位：万元、%）

产品	2016年		2017年	
	金额	占比	金额	占比
钢材	3,808,740	33.14	7,438,896	39.47
农产品	1,639,633	14.27	1,990,331	10.56
矿产品	1,284,858	11.18	2,498,897	13.26
浆纸	1,387,086	12.07	2,108,344	11.19
汽车	726,183	6.32	911,074	4.83
化工	328,201	2.86	435,591	2.31
轻工纺织	654,734	5.70	756,938	4.02
机电五矿	592,554	5.16	867,535	4.60
物流	64,223	0.56	63,252	0.34
合计	10,486,212	91.25	17,070,859	90.58

资料来源：公司提供

从贸易构成情况上看，公司供应链运营业务主要包含国际贸易业务、国内贸易业务和物流业务三类。国际贸易进口方面主要是轻工、矿产品、化工、粮油、土畜等产品，出口方面则主要是轻工、纺织服装、机电和五矿类产品。2017年，公司国际贸易收入742.30亿元，同比增长39.81%；国内贸易收入1,136.06亿元，同比增长85.67%。公司经营第三方物流业务，可以为客户提供国际货物运输代理、报关报检、货物运输、仓储、装卸、分拨配送、流通加工、包装等各类专业物流服务；2017年，公司物流服务收入6.33亿元，较上年变化不大。

表4 2016~2017年公司贸易构成情况(单位:亿元、%)

类别	2016年		2017年		
	营业收入	占比	营业收入	占比	同比增加
国际贸易	530.95	46.20	742.30	39.39	39.81
国内贸易	611.87	53.24	1,136.06	60.28	85.67
物流服务	6.42	0.56	6.33	0.33	-1.48
合计	1,149.24	100.00	1,884.69	100.00	63.99

资料来源:公司提供

综合以上,从贸易品种看,公司主要贸易品种依然为钢材、农产品、矿产品和浆纸,主要贸易品种收入均大幅增加。从贸易构成看,国内贸易占比有所上升。

3. 房地产开发业务

公司的房地产业务主要由联发集团有限公司(以下简称“联发集团”)和建发房地产集团有限公司(以下简称“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;联发集团主要布局厦门、南昌、南宁、桂林、重庆、天津等区域。两家房地产子公司外阜市场区域不同,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。

2017年,公司房地产业务收入为292.55亿元,较上年减少3.63%,主要系建发房地产房地产收入减少所致。截至2017年底,建发房地产注册资本20.00亿元,资产总额859.98亿元,所有者权益212.90亿元,2017年实现营业收入181.18亿元,同比减少11.25%,净利润23.96亿元,同比增长15.97%。截至2017年底,联发集团注册资本21.00亿元,资产总额496.75亿元,所有者权益119.51亿元,2017年实现营业收入128.75亿元,同比增加15.23%,净利润12.39亿元,同比增长23.16%。

(1) 建发房地产

土地储备

2017年建发房地产新取得土地面积为213.64万平方米,与2016年的222.95万平方米基本持平。截至2018年3月底,建发房地产土地储备396.49万平方米,均为住宅或商业用地,主要以招拍挂方式取得。按规划计容建筑面积算,土地储备中一线城市占比3.39%,二线城市占比61.75%,三线城市占比34.67%,国外(澳洲)占比0.19%。总体看,广州白云区石井镇石潭路地块价格偏高,其他土地储备楼面价处于合理水平。

表5 截至2018年3月底建发房地产土地储备情况(单位:平方米、亿元)

序号	位置	项目名称	占地面积	规划计容建筑面积	取得时间	拿地金额	未付金额	土地取得方式	楼面价	股权比例
1	长沙	梅溪湖B39地块二期	31,909.08	129,997.45	2016年11月	12.68	--	招拍挂	9,754.04	100.00%
2	长沙	梅溪湖B39地块三期	16,799.34	107,009.50	2016年11月	9.31	--	招拍挂	8,700.16	100.00%
3	长沙	建发美地二期	22,381.20	119,600.00	2017年8月	2.60	--	招拍挂	2,173.91	100.00%
4	无锡	XDG-2016-31号地块	196,414.00	314,262.00	2017年10月	30.03	--	招拍挂	9,555.72	51.00%

5	太仓	太仓 WG2017-19-1	52,932.00	111,158.00	2017年10月	10.19	--	招拍挂	9,167.13	30.00%
6	苏州	张家港御龙湾四期	76,875.44	114,247.47	2016年12月	9.35	--	招拍挂	8,183.99	70.00%
8	漳州	山外山 C1 地块	54,903.00	58,460.00	2015年12月	1.07	--	招拍挂	1,830.31	94.00%
10	三明	汽车厂 B1 地块三期	29,319.00	72,241.00	2017年11月	0.82	--	招拍挂	1,135.09	70.00%
11	三明	燕郡三期	26,387.54	62,129.90	2013年9月	0.95	--	招拍挂	1,529.05	100.00%
12	三明	燕郡二期剩余部分	31,192.90	72,516.69	2013年9月	1.15	--	招拍挂	1,585.84	100.00%
13	南平	建瓯 SN-D-(04-05)	47,748.00	143,244.00	2017年1月	1.06	--	收购	740.00	75.00%
14	南京	溧水 2017G19 地块	73,727.00	147,454.00	2017年10月	11.50	--	招拍挂	7,799.04	40.00%
15	南京	江宁区方山 G55 地块	34,092.00	68,185.00	2017年10月	12.30	--	收购	18,039.16	50.00%
16	南京	NO.2016G46	23,350.00	74,721.00	2017年1月	20.30	--	收购	27,167.73	49.00%
17	龙岩	双龙路南侧 B 地块	107,720.00	204,670.00	2017年6月	10.65	--	招拍挂	5,203.50	100.00%
18	龙岩	龙岩东肖 3 号地块三期	23,190.22	57,279.03	2016年10月	1.25	--	招拍挂	2,182.30	30.00%
19	合肥	合肥 S1510	47,174.00	84,912.00	2016年5月	15.92	--	招拍挂	18,748.82	100.00%
20	杭州	庆隆地块	15,160.00	47,090.00	2017年10月	12.51	--	招拍挂	26,566.15	40.00%
21	广州	白云区石井 镇石潭路 444 号地块	45,559.00	134,286.00	2017年12月	40.22	--	招拍挂	29,951.00	64.00%
22	福州	2017-14 号	64,890.00	118,100.00	2017年7月	27.17	--	招拍挂	23,005.93	70.00%
23	福州	北纬 25 度	105,213.00	39,480.00	2016年1月	6.70	--	收购	16,970.62	51.00%
24	成都	麓岭汇项目 二三四期	103,116.25	300,910.00	2017年6月	8.60	--	收购	2,858.00	100.00%
25	成都	浅水湾三期	70,451.00	272,847.00	2007年7月	2.35	--	招拍挂	861.29	70.00%
26	澳洲	悉尼项目	7,663.00	7,663.00	2017年8月	0.50	--	收购	6,524.86	60.00%
27	南平	2017 一拍 J20 号	52,747.40	147,681.72	2018年1月	3.53	1.77	招拍挂	2,390.28	70.00%
28	南宁	江南区 GC2017-122 号地块	22,283.00	77,991.00	2018年1月	2.31	1.16	招拍挂	2,961.88	51.00%
29	武汉	武汉 P (2017) 168 号地块	68,310.43	95,634.60	2018年1月	9.85	--	收购	10,299.62	49.00%
30	福州	永泰世外梧桐	316,939.00	123,524.00	2018年1月	1.50	--	收购	1,214.34	65.00%
31	泉州	汇丰项目	68,493.30	98,104.00	2018年1月	4.79	4.77	收购	4,882.57	90.00%
32	苏州	苏地 2017- WG-79 号地 块	22,256.00	44,512.00	2018年2月	4.58	1.88	招拍挂	10,289.36	55.00%
33	福州	连地拍卖 [2018]01 号	69,645.00	139,290.00	2018年2月	3.10	1.55	招拍挂	2,225.57	70.00%
34	福州	连地拍卖 [2018]03 号	11,473.00	20,651.40	2018年2月	0.35	--	招拍挂	1,694.80	70.00%
35	福州	连地拍卖 [2018]04 号	9,684.00	7,747.20	2018年2月	0.30	--	招拍挂	3,872.37	70.00%
36	珠海	斗门区 2017-73 地 块	47,364.13	95,536.43	2018年3月	12.46	7.73	招拍挂	13,042.15	100.00%

37	张家港	张地 2012-A23-A-2 号地块	69,857.74	125,743.93	2018 年 3 月	13.65	10.45	招拍挂	10,855.39	100.00%
38	南平	JY2018001 号	70,000.00	126,000.00	2018 年 3 月	7.20	6.38	招拍挂	5,714.29	50.10%
合计			2,137,219.97	3,964,879.32	--	312.81	35.67	--		--

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：1. 土地储备均为未开工地块 2. 楼面价=拿地金额/规划计容建筑面积

总体看，2017年建发房地产新获土地储备依然保持在比较大的规模，新增地块绝大部分位于二线城市；建发房地产已支付了大部分土地出让金，后续资金支出压力较小；土地储备规模较大，按2017年新开工面积计算，能够满足未来1~2年的开发需求；土储位于二线城市居多，可能会受到限价限购调控的影响。

项目开发

2017年，建发房地产新开工面积 332.09 万平方米，较上年大幅增长 272.72%，竣工面积 194.13 万平方米，较上年增长 26.70%。截至 2018 年 3 月底，建发房地产共有 40 个在建项目，按可售面积计算，其中一线城市占比 8.82%，二线城市占比 58.33%，三线城市占比 32.85%。投资总额 828.43 亿元，建发房地产已累计投资 551.80 亿元，尚需投资 276.63 亿元，未来建发房地产面临较大的资金支出压力。

表 6 截至 2018 年 3 月底建发房地产在建房地产项目投资情况（单位：平方米、万元）

序号	项目名称	位置	总可售面积	总投资金额	截至 2018 年 3 月底累计投资	未来三年投入
1	碧湖双玺	漳州	185,167.00	155,322.00	115,242.75	40,079.25
2	半山御园二期	漳州	97,340.00	48,890.20	26,458.86	22,431.34
3	长泰发现之旅	漳州	92,574.00	66,950.00	31,822.37	35,127.63
4	2017P05 地块	漳州	123,978.19	221,416.00	146,488.10	74,927.90
5	2017P09 地块	漳州	149,587.41	151,721.00	105,674.34	46,046.66
6	集美 2017JP03	厦门	76,620.00	208,110.00	185,388.81	22,721.19
7	连江中央天成	福州	171,745.00	123,124.00	76,635.63	46,488.37
8	立洲弹簧厂 2016-23 号	福州	14,114.42	54,414.00	40,203.88	14,210.12
9	梧桐酒店	福州	29,200.00	25,226.00	10,568.80	14,657.20
10	嘉定项目	上海	185,080.00	589,670.00	501,029.78	88,640.22
11	宝山项目	上海	174,933.00	861,385.00	815,354.46	46,030.54
12	建发美地一期	长沙	178,108.20	235,633.14	107,718.82	127,914.32
13	建发美地二期	长沙	83,250.00	113,551.00	38,736.30	74,814.70
14	梅溪湖 B39 地块一期	长沙	90,005.88	125,389.64	92,156.96	33,232.68
15	中央首府	长沙	158,528.68	163,569.00	54,505.00	109,064.00
16	龙岩东肖 3 号地块一期	龙岩	91,767.73	63,597.00	37,321.92	26,275.08
17	龙岩东肖 3 号地块二期	龙岩	89,023.07	59,064.00	23,457.53	35,606.47
18	富力盈泽苑（荣佳）	龙岩	145,363.00	88,138.00	46,269.29	41,868.71
19	建瓯悦城一区	南平	118,238.00	51,596.00	28,186.31	23,409.69
20	建瓯悦城二区	南平	110,017.00	46,325.00	14,007.28	32,317.72
21	建阳悦府	南平	128,709.35	77,183.00	35,842.44	41,340.56
22	珑璟湾 3 期	泉州	104,191.76	55,000.00	16,619.41	38,380.59
23	沙县长兴路东侧 C 地块	三明	110,716.77	75,905.00	18,934.42	56,970.58
24	汽车厂 B1 地块一、二期	三明	65,421.04	31,259.00	21,797.82	9,461.18
25	独墅湾二期	苏州	151,422.00	224,063.77	179,612.37	44,451.40
26	独墅湾三期	苏州	151,632.31	201,988.03	151,104.32	50,883.71

序号	项目名称	位置	总可售面积	总投资金额	截至2018年3月底累计投资	未来三年投入
27	苏地2016-WG-36号地块一期	苏州	206,485.00	216,497.34	194,043.44	22,453.90
28	苏地2016-WG-36号地块二期	苏州	206,485.00	246,941.00	195,003.96	51,937.04
29	张家港御龙湾一期	苏州	160,536.27	176,144.00	92,603.02	83,540.98
30	张家港御龙湾二、三期	苏州	141,297.44	180,644.00	82,011.54	98,632.46
31	张家港天玺	苏州	232,861.00	194,827.00	153,945.68	40,881.32
32	WG2017-12-1号	苏州	97,390.06	125,000.00	69,044.54	55,955.46
33	WG2017-12-2号	苏州	137,812.02	185,000.00	100,614.22	84,385.78
34	合肥S1511	合肥	87,923.00	181,021.00	154,441.96	26,579.04
35	龙湖南庄	深圳	24,810.00	114,603.00	70,257.63	44,345.37
36	碳云	深圳	48,000.00	455,003.00	128,311.71	326,691.29
37	风起潮鸣	杭州	81,246.00	654,200.00	465,356.00	188,844.00
38	留下地块	杭州	95,685.00	250,000.00	148,451.82	101,548.18
39	塘北地块	杭州	102,965.00	450,000.00	341,424.85	108,575.15
40	三墩北	杭州	207,448.91	735,974.00	401,392.44	334,581.56
	合计	-	4,907,678.51	8,284,344.12	5,518,040.78	2,766,303.34

资料来源：建发房地产提供，联合评级整理

总体看，建发房地产目前在开发项目主要分布在福建省内以及长三角等经济发达地区，地理区位较好；建发房地产后续开发的资金需求较大。

房地产销售

从销售情况看，2017年建发房地产协议销售面积和协议销售金额分别较上年增长23.20%和12.93%，主要系推盘项目增多所致。协议销售均价较上年有所下降，主要系三线城市销售增加所致。

表7 2016~2017年建发房地产销售数据

项目	2016年	2017年
协议销售面积（万平方米）	116.11	143.05
协议销售金额（亿元）	176.44	199.26
协议销售均价（万元/平方米）	1.52	1.39
结转面积（万平方米）	116.98	150.17
结转收入（亿元）	199.36	169.85

资料来源：建发房地产提供

截至2018年3月底，建发房地产在建和已完工项目总可售面积382.14万平方米，可满足建发房地产未来2~3年的销售需求；按货值计算，待售项目中一线城市占比18%，二线城市占比57%，三四线占25%。

表8 截至2018年3月底建发房地产业务分布情况（单位：万平方米、亿元、%）

区域	已售情况			待售情况				存货			去化周期
	已售面积	占比	已完工	占比	在建	占比	储备	占比	金额	占比	
一线	33.62	4.09	11.56	18.28	38.48	12.07	25.43	6.16	111.70	17.96	1~2年

二线	481.75	58.57	31.75	50.21	155.02	48.61	227.42	55.10	357.32	57.44	1~2年
其他	307.21	37.34	19.93	31.51	125.40	39.32	159.86	38.74	153.02	24.60	2~3年
合计	822.59	100.00	63.24	100.00	318.90	100.00	412.71	100.00	622.03	100.00	--

资料来源：建发房地产提供

总体看，2017年，建发房地产协议销售金额和面积较上年有所增长；建发房地产可售面积规模较大，为建发房地产未来销售和结转的增长提供良好支持。待售项目中二线城市占比高，目前许多二线城市限价和限购调控常态化，可能对项目去化有一定影响。

(2) 联发集团

土地储备

2017年，联发集团共购入土地25块，新增土地储备建筑面积226.99万平方米；2018年1~3月，联发集团共购入土地4块，新增土地储备建筑面积18.01万平方米。截至2018年3月底，联发集团土地储备权益建筑面积280.33万平方米。楼面均价方面，除了莆田城厢区项目、杭州项目和苏州项目楼面均价偏高外，其他地区购地成本相对较低，联发集团整体土地储备成本较合理。

表9 截至2018年3月底联发集团土地储备情况（单位：平方米、万元、元/平方米）

项目	持有待开发土地的区域	土地取得时间	物业类型	权益建筑面积	土地价款	折合楼面地价
莆田电商城五期	莆田	2015年4月	住宅、商业、办公	24,800.10	4,463.15	1,799.65
城厢区PS拍-2017-23和PS拍-2017-24号地块	莆田	2017年9月	住宅、商业	104,775.28	101,180.88	9,656.94
南安海峡一号二期	泉州	2016年10月	住宅、商业	63,846.43	8,252.13	1,292.50
长泰桃李春风	漳州	2016年3月	住宅、商业	14,744.10	615.27	417.30
南昌时代天阶	南昌	2016年5月	住宅、商业、办公	111,737.72	21,258.98	1,902.58
柳州滨江壹号三期	柳州	2016年8月	住宅、商业	49,240.18	7,587.67	1,540.95
阳和工业新区P(2017)56号地块	柳州	2016年12月	住宅、商业	281,151.70	62,950.16	2,239.01
龙洲湾一号	重庆	2016年11月	住宅、商业	129,648.25	34,331.06	2,648.02
南山项目	重庆	2008年1月	住宅、商业	71,173.20	43,161.21	6,064.25
西城首府	重庆	2017年8月	住宅、商业	97,338.49	49,537.73	5,089.22
红莲湖项目	鄂州	2013年1月	住宅、商业、服务业	1,006,727.58	62,892.49	624.72
梧桐湖P(2017)009号地块	鄂州	2017年12月	住宅、商业	246,726.00	64,000.00	2,593.97
余杭区余政储出[2017]19号地块	杭州	2017年9月	住宅、商业	113,912.00	234,000.00	20,542.17
浔阳府	九江	2017年11月	住宅、商业	147,029.50	47,549.34	3,234.00
天璞	九江	2017年11月	住宅、商业	55,643.60	19,841.91	3,565.89

临桂区万平路201745号地块	桂林	2018年1月	住宅、商业	62,920.80	6,815.58	1,083.20
临桂区万平路201746号地块	桂林	2018年1月	住宅、商业	167,562.44	18,150.29	1,083.20
高新区浒关2017-WG-84号地块	苏州	2018年2月	住宅、商业	14,300.72	19,019.88	13,299.95
丹徒区2018-2-4号地块	镇江	2018年3月	住宅、商业	40,018.00	18,408.28	4,600.00
合计	--	--	--	2,803,296.09	--	--

资料来源：联发集团提供，联合评级整理。

总体看，联发集团土地储备主要位于三线城市，未来项目可能面临一定的去化压力。

项目开发

2017年，联发集团新开工面积295.03万平方米，较上年增长49.78%，竣工面积99.88万平方米，较上年减少16.76%，主要系工程进度影响所致。截至2018年3月底，联发集团在建面积614.29万平方米，规模较大。

表10 2016~2017年及2018年1~3月联发集团房地产开发数据

项目	2016年	2017年	2018年1~3月
新开工面积（万平方米）	196.97	295.03	141.31
竣工面积（万平方米）	120.00	99.88	8.13
期末在建面积（万平方米）	285.96	481.11	614.29

资料来源：联发集团提供，联合评级整理。

注：上一年在建面积-上一年竣工面积+本年新开工=本年在建面积；由于误差问题，该等式部分不成立。

截至2018年3月底，联发集团在建项目33个，拟建项目13个。其中在建项目总规划建筑面积768.03万平方米，预计总投资491.59亿元，已完成投资316.04亿元，尚需投资175.55亿元；拟建项目总规划建筑面积301.04万平方米，预计总投资超146.06亿元，已投资97.94亿元；整体看，联发集团尚需投资规模大，有一定资金支出压力。

表11 截至2018年3月底联发集团在建拟建项目基本情况（单位：万平方米、万元、%）

序号	项目名称	用途	地理位置	建设期	规划建筑面积	总投资	截至2018年3月末已投资	项目进度
1	红墅东方	住宅、商业、办公	鄂州	2016年~2025年	122.00	400,000	126,329	5
2	静湖1号	住宅、商业	天津	2018年~2020年	18.49	316,000	215,556	5
3	时代天境	住宅、商业	南昌	2018年~2019年	8.37	76,200	59,434	10
4	南宁君悦	住宅、商业	南宁	2018年~2019年	5.15	35,000	16,241	10
5	时代天阶	住宅、商业	南昌	2017年~2021年	22.92	172,400	41,086	15
6	君悦华庭	住宅、商业	赣州	2018年~2019年	3.11	20,000	9,930	15
7	海峡1号	住宅、商业	南安	2017年~2020年	29.79	146,100	41,933	20
8	君悦湾	住宅、商业	南安	2017年~2020年	18.83	111,800	31,448	25

9	滨江	住宅、商业	柳州	2017年~2020年	32.42	144,600	57,712	30
10	龙洲湾1号	住宅、商业	重庆	2017年~2021年	53.30	300,000	131,003	30
11	熙园	住宅、商业	天津	2017年~2019年	5.15	70,400	49,551	30
12	藏珑玉墅	住宅、商业	杭州	2017年~2019年	7.06	130,000	86,875	30
13	雍榕华府	住宅、商业	赣州	2017年~2019年	20.48	170,000	97,092	40
14	青溪府	住宅、商业	南宁	2017年~2019年	28.73	210,000	113,765	45
15	红郡	住宅、商业	天津	2016年~2019年	13.27	160,000	101,266	45
16	君领绶溪	住宅、商业	莆田	2017年~2019年	14.61	128,500	96,397	55
17	欣悦学府	住宅、商业	天津	2016年~2019年	21.49	165,300	162,913	55
18	君悦	住宅、商业	柳州	2017年~2018年	24.28	80,000	31,479	60
19	电商未来城	住宅、商业、办公	莆田	2015年~2022年	46.96	258,800	145,161	65
20	公园前	住宅、商业	南昌	2016年~2019年	7.14	84,100	61,894	65
21	君玺	住宅、商业	赣州	2016年~2018年	4.69	33,900	28,458	70
22	君澜	住宅、商业、办公	南宁	2015年~2019年	40.40	281,500	217,435	70
23	柳雍府	住宅、商业	柳州	2017年~2018年	5.42	22,000	16,897	70
24	重庆欣悦	住宅、商业	重庆	2015年~2018年	24.41	138,300	107,617	70
25	乾景欣悦	住宅、商业	桂林	2015年~2018年	24.36	105,300	91,211	75
26	星领地	住宅、商业	扬州	2017年~2018年	19.77	96,000	80,025	75
27	欣悦华庭	住宅、商业	漳州	2014年~2018年	21.95	123,100	92,607	85
28	君悦华府	住宅、商业	扬州	2011年~2019年	39.85	380,000	358,655	85
29	欣悦湾	住宅、商业	厦门	2013年~2018年	26.03	224,600	213,716	90
30	公园里	住宅、商业	重庆	2017年~2018年	5.12	50,000	17,438	90
31	江与城	住宅、商业	桂林	2015年~2017年	22.07	106,700	101,000	95
32	悠山郡	住宅、商业	桂林	2014年~2017年	22.64	125,300	113,737	95
33	荣君府	住宅、商业	柳州	2016年~2017年	7.77	50,000	44,582	95
小计		--	--	--	768.03	4,915,900	3,160,443	--
34	君领天玺	住宅、商业	莆田	2018年~2021年	27.02	360,600	211,003	拟建
35	天璞	住宅、商业	九江	2018年~2020年	19.80	待定	51,607	拟建
36	浔阳府	住宅、商业	九江	2018年~2021年	41.32	待定	48,463	拟建

37	西棠春晓	住宅、商业	南宁	2018年~2020年	23.43	150,000	70,629	拟建
38	桂林悦溪府	住宅、商业	桂林	2018年~2020年	26.11	待定	22,939	拟建
39	柳州君悦兰亭	住宅、商业	柳州	2018年~2021年	40.39	待定	31,479	拟建
40	西城首府	住宅、商业	重庆	2018年~2021年	29.51	220,000	117,605	拟建
41	南山项目	住宅	重庆	2018年~2020年	12.05	65,000	43,444	拟建
42	梧桐湖地块	住宅、商业	鄂州	2018年~2021年	27.99	待定	35,419	拟建
43	镇江 2018-2-4 地块	住宅、商业	镇江	2018年~2020年	16.35	待定	10,125	拟建
44	翡翠方山	住宅、商业	南京	2018年~2020年	8.20	160,000	118,250	拟建
45	桃源地块	住宅、商业	杭州	2017年~2019年	7.23	145,000	100,360	拟建
46	良渚 19 号地	住宅、商业	杭州	2018年~2020年	21.64	360,000	118,101	拟建
小计		--	--	--	301.04	1,460,600	979,424	--
合计		--	--	--	1,069.07	6,376,500	4,139,867	--

资料来源：联发集团提供

总体看，联发集团在建规模持续扩大，未来有一定的资金支出压力。

房地产销售

2017 年，联发集团协议销售面积 240.66 万平方米，较上年增长 81.30%。对应协议销售金额分别为 258.35 亿元，较上年增长 110.54%，主要系房地产市场回暖，以及联发集团布局的二线和三线城市房地产市场景气度较高所致。销售回款率较上年下降较多，主要系银行信贷收缩所致。

表 12 2016~2017 联发集团商品房销售情况

项目	2016 年	2017 年
协议销售面积（万平方米）	132.74	240.66
协议销售金额（亿元）	122.71	258.35
协议销售均价（万元/平方米）	0.92	1.07
销售回款率（%）	95	81
结转收入面积（万平方米）	102.24	128.80
结转收入（亿元）	96.30	111.93

资料来源：联发集团提供，联合评级整理

截至 2018 年 3 月底，联发集团在售项目共 47 个，主要分布于赣州、桂林、柳州、南昌、南宁、莆田、厦门、漳州、天津、武汉、扬州、重庆等地，且以住宅、商业为主；部分项目由于开盘时间较短，去化率较低，联发集团整体去化速度较好。截至 2018 年 3 月底，联发集团待售面积 135.78 万平方米，按联发集团近年的销售表现来看，联发集团待售面积一般。随着在建项目的推进以及预售证的陆续取得，联发集团可售项目能够得到一定的补充。

表13 截至2018年3月底联发集团在售项目情况 (单位: 万平方米、%)

项目名称	项目地区	物业性质	预售开始时间	可售面积	已售面积	剩余可售面积	销售进度
赣州碧桂园	赣州	住宅、商业	2017年6月	16.00	13.99	2.01	87
赣州联发君玺	赣州	住宅、商业	2017年6月	3.77	3.74	0.02	99
赣州雍榕华府	赣州	住宅、商业	2017年11月	15.55	5.41	10.15	35
桂林碧桂园	桂林	住宅、商业	2017年12月	19.04	14.28	4.77	75
桂林江与城	桂林	住宅、商业	2015年7月	22.07	21.52	0.55	98
桂林联发乾景欣悦	桂林	住宅、商业	2015年10月	22.89	22.12	0.77	97
桂林乾景	桂林	住宅、商业	2013年9月	28.55	21.15	7.40	74
桂林益景	桂林	住宅、商业	2014年7月	7.95	7.65	0.30	96
柳州联发滨江	柳州	住宅、商业	2017年9月	13.48	6.64	6.84	49
柳州联发君悦	柳州	住宅、商业	2017年6月	15.93	11.26	4.67	71
柳州柳雍府	柳州	住宅、商业	2017年3月	4.20	3.79	0.41	90
柳州荣君府	柳州	住宅、商业	2016年9月	7.77	7.21	0.56	93
南昌金域滨江	南昌	住宅、商业	2016年8月	5.33	4.79	0.53	90
南昌君澜天地	南昌	住宅、商业	2017年4月	5.39	2.63	2.76	49
南昌君悦华庭	南昌	住宅、商业	2015年10月	16.93	16.14	0.79	95
南昌联发广场	南昌	住宅、商业	2009年12月	17.14	12.58	4.56	73
南昌联发正润玲珑府	南昌	住宅、商业	2017年12月	6.08	1.64	4.44	27
南昌时代天阶	南昌	住宅、商业	2017年12月	3.14	2.86	0.29	91
南昌新力合园	南昌	住宅、商业	2017年9月	18.52	15.82	2.70	85
南宁境界	南宁	住宅、商业	2017年12月	2.59	0.40	2.20	15
南宁联发君澜	南宁	住宅、商业、 办公	2015年11月	34.83	32.73	2.10	94
南宁联发君悦	南宁	住宅、商业	2018年3月	4.21	2.30	1.91	55
南宁联发尚筑	南宁	住宅、商业	2013年10月	28.63	24.73	3.90	86
南宁青溪府	南宁	住宅、商业	2017年10月	14.95	12.61	2.34	84
南宁西城1号	南宁	住宅、商业	2017年12月	6.27	2.85	3.42	46
莆田君领绶溪	莆田	住宅、商业	2017年11月	12.24	7.54	4.70	62
莆田联发电商未来城	莆田	住宅、商业、 办公	2016年1月	32.44	27.58	4.86	85
厦门海峡1号	厦门	住宅、商业	2017年12月	10.26	3.96	6.29	39
厦门玖龙台	厦门	住宅、商业	2017年12月	1.48	0.96	0.51	65
厦门联发滨海写字楼	厦门	住宅、商业	2017年12月	8.05	7.78	0.27	97
厦门联发君悦湾	厦门	住宅、商业	2017年11月	14.11	6.95	7.15	49
漳州联发欣悦华庭	漳州	住宅、商业	2015年7月	21.17	16.72	4.45	79
厦门联发欣悦湾	厦门	住宅、商业	2013年7月	22.58	18.50	4.08	82
厦门桃李春风	厦门	住宅、商业	2017年6月	5.25	3.32	1.93	63
厦门欣悦学府	厦门	住宅、商业	2015年10月	9.07	7.77	1.31	86
天津滨海琴墅	天津	住宅、商业	2011年1月	15.48	14.63	0.86	94
天津联发第五街	天津	住宅、商业	2013年12月	19.34	18.80	0.54	97
天津联发红郡	天津	住宅、商业	2017年5月	8.25	6.82	1.43	83
天津联发熙园	天津	住宅、商业	2017年12月	1.31	1.01	0.30	77
天津联发欣悦学府	天津	住宅、商业	2016年10月	18.50	16.91	1.59	91
武汉红墅东方	武汉	住宅、商业	2017年4月	9.90	8.15	1.75	82
武汉九都国际	武汉	住宅、商业、 办公	2013年10月	19.30	14.42	4.87	75

扬州君悦华府	扬州	住宅、商业	2012年8月	35.05	28.38	6.67	81
扬州联发星领地	扬州	住宅、商业	2017年5月	17.99	13.44	4.55	75
重庆联发公园里	重庆	住宅、商业	2017年4月	4.82	3.98	0.84	83
重庆联发欣悦	重庆	住宅、商业	2016年4月	18.76	16.45	2.31	88
重庆龙洲湾1号	重庆	住宅、商业	2017年10月	10.69	6.57	4.13	61
总计	--	--	--	657.26	521.48	135.78	85

资料来源：联发集团提供

总体看，联发集团销售面积和金额较上年大幅增长，剩余可售面积较少，需要快速补充库存。

4. 经营关注

(1) 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。2017年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，给盈利水平带来一定不确定性。

(2) 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，对销售回款产生一定影响。

(3) 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。

(4) 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，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。

国家提出的“一带一路”倡议是企业发展的重大利好，公司在“2016~2020年发展战略规划”中调整了“走出去”发展战略的内涵，将侧重点调整为海外。公司进口、出口和国际贸易具有一定规模和历史，具备向海外发展的业务基础和人才基础，公司鼓励经营单位走出国门发展，在境外设立经营实体，建立协同共享平台。

(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，将拓展包括海外在内的新开发区域，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、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，公司未来经营方针稳健可行。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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 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 2018 年一季度财务报表未经审计。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。2017 年，公司新纳入合并范围子公司 68 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 53 家；不再纳入合并范围子公司 3 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 2017 年底，公司合并资产总额 1,752.95 亿元，负债合计 1,315.58 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 437.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 236.23 亿元。2017 年，公司实现营业收入 2,186.02 亿元，净利润（含少数股东损益）48.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 33.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额-185.88 亿元，现金及现金等价物净增加额 38.47 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 2,062.85 亿元，负债合计 1,616.63 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 446.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 241.77 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 486.32 亿元，净利润（含少数股东损益）6.61 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 5.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额-166.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 31.19 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 1,752.95 亿元，较年初增长 38.58%，主要系流动资产增长所致。其中流动资产占 85.46%，非流动资产占 14.54%，资产结构较年初变化不大，仍以流动资产为主，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 2017 年底，公司流动资产为 1,498.01 亿元，较年初增长 39.75%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 10.97%）、预付款项（占 12.41%）、存货（占 57.74%）和其他应收款（占 9.80%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 164.40 亿元，较年初增长 49.02%，主要系银行借款大幅增加所致；货币资金构成中，银行存款 82.70%、其他货币资金占 17.30%，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 27.60 亿元，占 16.79%，受限规模一般。

截至 2017 年底，公司预付款项 185.97 亿元，较年初增长 30.65%，主要系房地产业务预付土

地出让金增加所致。从账龄角度来看,预付款项账龄在一年以内的占 94.86%,在 1~2 年的占 2.05%,其余账龄在 2 年以上,账龄较短。从集中度看,截至 2017 年底,预付款项余额前五名占比 44.88%,集中度较高。

截至 2017 年底,公司其他应收款 146.86 亿元,较年初增长 66.66%,主要系应收联营企业往来款及土地保证金等增加所致。其他应收款计提坏账准备 5.82 亿元,计提比例 3.81%;其他应收款期末余额前五名占 39.99%,集中度较高。从账龄结构来看,1 年以内的占 56.29%,1~2 年的占 12.92%,2~3 年的占 14.72%,3~4 年的占 15.16%,其余为 4 年以上部分,账龄较长且较为分散,有一定回收风险。

截至 2017 年底,公司存货为 864.99 亿元,较年初增长 41.08%,主要系房地产新增项目较多,开发成本增加所致。存货计提跌价准备 5.54 亿元,计提比例 0.64%,其中对库存商品计提 4.21 亿元,对开发产品计提 0.77 亿元,对开发成本计提 0.56 亿元。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成本也有一定跌价风险。

(2) 非流动资产

截至 2017 年底,公司非流动资产为 254.95 亿元,较年初增长 32.07%,主要系投资性房地产、长期应收款、递延所得税资产和其他非流动资产增长所致,截至 2017 年底,公司非流动资产以可供出售金融资产(占 5.02%)、长期应收款(占 26.15%)、长期股权投资(占 11.10%)、投资性房地产(占 31.25%)、固定资产(占 5.34%)、递延所得税资产(占 10.78%)和其他非流动资产(占 6.16%)为主。

截至 2017 年底,公司可供出售金融资产 12.79 亿元,较年初增长 0.95%,变化不大。

公司的长期应收款主要为分期收款提供劳务和融资租赁款。截至 2017 年底,公司长期应收款为 66.68 亿元,较年初增长 26.82%,主要系孙公司厦门禾山建设发展有限公司“后埔-枋湖旧村改造”项目应收款增加所致。

截至 2017 年底,公司长期股权投资为 28.29 亿元,较年初增长 14.41%,主要系对上海众承房地产开发有限公司追加投资所致。2017 年公司权益法下确认的长期股权投资收益 0.64 亿元。

截至 2017 年底,公司投资性房地产为 79.68 亿元,较年初增长 26.43%,主要系自持项目配套物业增加所致。公司投资性房地产依然主要由房屋及建筑物构成(占 95.33%)。公司投资性房地产按成本法计量,具有一定升值空间。

截至 2017 年底,公司固定资产 13.63 亿元,较年初增长 16.71%,主要系购置房屋和运输工具所致。公司固定资产主要由房屋及建筑物(占比 66.47%)、机器设备(占比 4.55%)、运输工具(占比 20.98%)、电子及办公设备(占比 6.90%)等构成。公司固定资产成新率为 65.47%,成新率一般。

截至 2017 年底,公司递延所得税资产为 27.48 亿元,较年初增长 87.13%,主要系资产减值准备和预提费用、以及内部交易未实现损益增加使可抵扣暂时性差异增大所致。

截至 2017 年底,公司其他非流动资产为 15.71 亿元,较年初增长 516.44%,主要系子公司联发集团购买 13 亿元理财产品所致。

截至 2017 年底,公司所有权和使用权受限资产规模合计为 367.10 亿元,受限比例为 20.94%,受限比例一般;公司受限资产详情如下。

表 14 截至 2017 年公司受限资产情况 (单位: 万元、%)

项目	期末账面价值	占比
货币资金	275,972.76	16.79
应收账款	2,751.78	0.84
存货	2,387,344.79	27.60
长期应收款	613,187.81	91.96
长期股权投资	120,849.63	42.70
投资性房地产	245,737.90	30.84
固定资产	24,204.91	17.75
合计	3,671,049.57	20.94

资料来源: 公司年报

截至 2018 年 3 月底, 公司资产总额为 2,062.85 亿元, 较年初增长 38.58%, 主要系存货增长所致。从资产结构上看, 流动资产占 87.01%, 非流动资产占 12.99%, 流动资产占比较年初略有上升。

总体看, 公司资产规模有所增长, 仍以流动资产为主, 货币资金规模尚可, 存货占比较高, 资产受限比例一般, 但大宗商品价格波动以及三四线城市房地产项目占比高使得公司存货面临较大的跌价风险, 较大规模的预付款项和其他应收款对资金形成占用。整体来看, 公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

截至 2017 年底, 公司负债总额为 1,315.58 亿元, 较年初增长 40.26%, 流动负债和非流动负债均有较大增长, 其中流动负债占 63.74%, 非流动负债占 36.26%, 负债结构以流动负债为主。

(1) 流动负债

截至 2017 年底, 公司流动负债 838.57 亿元, 较年初增长 29.29%, 主要系短期借款、预收账款和其他应付款增长所致。公司流动负债以短期借款 (占 8.60%)、应付票据 (占 7.70%)、应付账款 (占 12.54%)、预收款项 (占 39.90%)、其他应付款 (占 13.85%) 和一年内到期的非流动负债 (占 7.35%) 为主。

截至 2017 年底, 公司短期借款为 72.14 亿元, 较年初增长 136.99%, 主要系供应链和房地产业务融资规模扩大所致。

截至 2017 年底, 公司应付票据为 64.54 亿元, 较年初减少 6.66%, 变化不大。

截至 2017 年底, 公司应付账款为 105.12 亿元, 较年初增长 4.80%, 主要系应付货款增加所致。应付账款仍然以货款 (占 63.87%) 和工程款 (占 35.58%) 为主。

截至 2017 年底, 公司预收款项为 334.62 亿元, 较年初增长 22.70%。主要系售房款增加所致。预收款项主要由货款 (占 27.98%)、售房款 (占 71.29%) 和建造合同形成的已结算尚未完工款 (占 0.29%) 构成。

截至 2017 年底, 公司其他应付款为 116.14 亿元, 较年初增长 68.78%, 主要系子公司建发房地产和联发集团下属合资公司向少数股东借款规模增加所致。其他应付款主要是预提税费及费用 (占 33.37%)、往来款 (占 55.24%)、押金及保证金 (占 5.30%) 和代收代付款 (占 4.49%)。

截至 2017 年底, 公司一年内到期的非流动负债为 61.68 亿元, 较年初增长 32.69%, 主要系一年内到期的应付债券和长期应付款增加所致。

（2）非流动负债

截至 2017 年底，公司非流动负债 477.01 亿元，较年初增长 64.85%，主要系应付债券和长期借款增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 54.54%）、应付债券（占 35.40%）和其他非流动负债（占 5.46%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 260.15 亿元，较年初增长 51.82%，主要系房地产业务融资规模扩大所致。长期借款中 2019 年到期的为 80.80 亿元、2020 年到期的为 64.12 亿元、2021 年及以后到期的为 115.23 亿元，公司面临一定的长期借款集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司应付债券为 168.87 亿元，较年初增长 62.41%，主要系公司发行 10 亿元公司债券，子公司建发房地产发行 54 亿元债券，子公司联发集团发行 12 亿元中期票据所致。应付债券 2019 年到期 8 亿元，2020 年到期 77 亿元，其余在 2021 年及以后到期。2020 年公司面临一定的集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司其他非流动负债为 26.04 亿元，较年初的 0.06 亿元大幅增加，主要系子公司建发房地产和联发集团委托中意资产管理公司向投资人发行受益凭证，募集资金 26 亿元所致。

截至 2017 年底，公司全部债务为 683.85 亿元，较年初增长 53.11%，主要系长期借款和发行债券所致。公司全部债务中，短期债务占 33.46%，长期债务占 66.54%，以长期债务为主。从债务指标看，截至 2017 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 75.05%、60.99%和 50.99%，较年初分别上升 0.90、3.26 和 5.28 个百分点。整体看，公司债务负担较重。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 1,616.63 亿元，较年初增长 22.88%，主要系短期借款和预收款项增长所致。其中流动负债占比 68.46%，非流动负债占比 31.54%，流动负债占比较年初有所上升。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 840.54 亿元，较年初增加 22.91%，短期债务占比 41.96%，长期债务占比 58.04%，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 78.37%、65.32%和 52.23%，较年初分别上升 3.32、4.33 和 1.24 个百分点。

总体看，2017 年，公司负债规模大幅增长，随着供应链及房地产业务规模扩大，公司债务水平偏高，整体债务负担较重，长期债务占比较高，但公司面临一定的集中偿付压力。

（3）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 437.37 亿元，较年初增长 33.75%，主要系合作开发房地产项目增加，少数股东权益相应增加所致。所有者权益中归属于母公司所有者权益 236.23 亿元，占 54.01%，少数股东权益 201.14 亿元，占 45.99%。归属于母公司所有者权益中股本占 12.00%，资本公积占 10.32%，盈余公积占 4.68%，未分配利润占 72.24%。公司所有者权益中未分配利润及少数股东权益规模较大，稳定性较弱。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 446.23 亿元，较年初增长 2.02%，主要系未分配利润增加所致。与年初相比，公司所有者权益结构变化不大。

总体看，随着公司利润积累以及合作开发房地产项目的增加，公司的所有者权益规模增长较快；公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较高，稳定性较弱。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 2,186.02 亿元，同比增长 50.15%，主要来自供应链板块的增长。实现营业利润 66.26 亿元，同比增长 27.97%，增幅小于营业收入，主要系毛利率下降以及费用支

出增加所致。实现净利润 48.26 亿元，同比增长 22.16%。

2017年，公司发生期间费用65.48亿元，同比增长42.76%，主要系销售费用和财务费用增加所致。2017年，公司发生销售费用49.61亿元，同比增长31.59%，主要系供应链业务扩大，港杂运杂费和销售人员薪酬支出增加所致；公司发生管理费用3.45亿元，同比增长2.44%，主要系办公费和职工薪酬增加所致；公司发生财务费用12.43亿元，同比增长158.71%，主要系债务规模扩大，利息支出增加所致。2017年，公司费用收入比为3.00%，较上年下降0.15个百分点，公司费用控制能力较强。

2017年，公司实现投资收益18.15亿元，同比增长128.79%，主要系当年套期保值的商品期货平仓收益较上年同期大幅增加，建发房地产处置子公司收益增加以及收取联营企业的资金拆借利息增加所致。2017年公司投资收益占营业利润比率为27.39%，较上年上升12.07个百分点。投资收益对营业利润有一定影响。

盈利指标方面，2017年公司净资产收益率和总资本收益率分别为12.63%和8.11%，较上年分别下降0.68和0.38个百分点，主要系所有者权益和债务规模均有所增加所致。公司总资产报酬率为6.28%，较上年提高了0.13个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入486.32亿元，同比增加24.74%，主要系供应链板块收入同比增长所致。公司实现净利润6.61亿元，同比增长33.54%。

总体看，公司营业收入增长较快，盈利能力较为稳定，费用控制能力较强，投资收益对营业利润有一定影响。总体看，公司整体盈利能力较强。

5. 现金流

2017年，公司经营性现金流入 2,499.95 亿元，同比增长 42.86%，主要系贸易业务规模扩大所致。2017年，公司经营性现金流出 2,685.83 亿元，同比增长 49.46%，主要系贸易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。受以上综合影响，公司经营活动现金净流量为-185.88 亿元，与上年的-48.11 亿元相比，净流出规模大幅扩大。

2017年，公司投资活动现金流入 245.02 亿元，同比减少 48.71%，主要系赎回理财产品同比减少所致；投资活动现金流出 278.92 亿元，同比减少 49.53%，主要系对外投资减少所致。受此影响，2017年公司投资活动现金流量净额为-33.90 亿元，与上年的-74.99 亿元相比，净流出规模有所下降。

2017年，公司筹资活动现金流入 1,012.81 亿元，同比增长 87.93%，主要系公司借款增加所致；筹资活动现金流出 754.66 亿元，同比增长 85.43%，主要系偿还债务增加所致。受上述影响，2017年公司筹资活动现金流量净额 258.15 亿元，同比增长 95.63%。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额-166.26 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 42.14 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 154.81 亿元。

总体看，2017年受公司贸易业务规模扩大以及房地产业务支付地价款及拍地保证金大幅增加的影响，公司经营现金净流出大幅增加；投资活动净流出规模下降；由于公司取得借款大幅增加，筹资活动现金流量净额大幅增加。公司经营活动和投资活动均为净流出状态，对筹资活动较为依赖。

6. 偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.79 倍和 0.75 倍，

较上年的 1.65 倍和 0.71 倍均有所上升，主要系货币资金和其他应收款增长所致。截至 2017 年底，公司现金短期债务比为 0.84 倍，较上年的 0.72 倍有所提升，公司现金对短期债务的覆盖程度一般。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 99.49 亿元，同比增长 36.18%，主要系公司计入财务费用的利息支出和利润总额增长所致。2017 年，公司 EBITDA 主要由利润总额和计入财务费用的利息支出构成，占比分别为 66.51% 和 28.70%；EBITDA 对全部债务的保障倍数由上年的 0.16 倍下降至 0.15 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 2.56 倍下降至 2.28 倍，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司对外提供担保 29.37 亿元，占净资产的 6.58%。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。

截至 2018 年 3 月底，公司及子公司作为被告的未决诉讼涉案金额 2.30 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 3 月底，公司及其下属子公司获得金融机构授信总额为 1,209.93 亿元，尚可使用的授信额度为 568.00 亿元，公司间接融资渠道较通畅。公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

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 2018 年 4 月 17 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，公司短期和长期偿债指标一般，但考虑到公司作为国有上市公司，直接和间接融资渠道通畅，公司偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017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192.79亿元，约为“17建发01”待偿本金（10亿元）的19.28倍，公司现金类资产对“17建发01”的覆盖程度高；净资产为437.37亿元，约为“17建发01”待偿本金（10亿元）的43.74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，2017年，公司EBITDA为99.49亿元，约为“17建发01”待偿本金（10亿元）的9.95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2017年经营活动产生的现金流入2,499.95亿元，约为“17建发01”待偿本金（10亿元）的250.00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

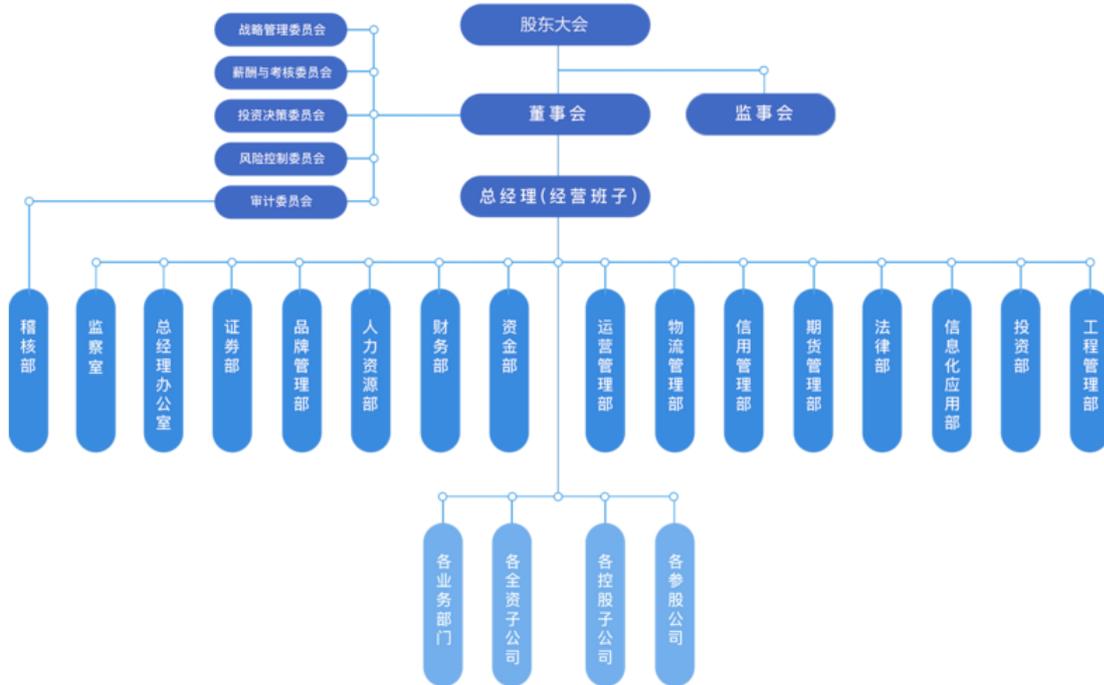
跟踪期内，公司营业收入增长较快、供应链运营业务规模大幅上升、房地产业务盈利能力较好。同时，联合评级也关注到钢铁、化工等行业产能过剩，营业毛利率有所下降，房地产行业受调控政策影响较大，有息债务规模增长较快，所有者权益稳定性较弱等因素对公司信用水平可能

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 3 月
资产总额 (亿元)	1,264.96	1,752.95	2,062.85
所有者权益 (亿元)	327.00	437.37	446.23
短期债务 (亿元)	171.30	228.83	352.67
长期债务 (亿元)	275.38	455.06	487.87
全部债务 (亿元)	446.68	683.89	840.54
营业收入 (亿元)	1,455.91	2,186.02	486.32
净利润 (亿元)	39.50	48.26	6.61
EBITDA (亿元)	73.06	99.49	--
经营性净现金流 (亿元)	-48.11	-185.88	-166.26
应收账款周转次数 (次)	44.71	62.68	--
存货周转次数 (次)	2.21	2.75	--
总资产周转次数 (次)	1.29	1.45	--
现金收入比率 (%)	113.13	109.58	138.66
总资本收益率 (%)	8.48	8.11	--
总资产报酬率 (%)	6.15	6.28	--
净资产收益率 (%)	13.31	12.63	--
营业利润率 (%)	6.29	5.53	4.39
费用收入比 (%)	3.15	3.00	2.90
资产负债率 (%)	74.15	75.05	78.37
全部债务资本化比率 (%)	57.73	60.99	65.32
长期债务资本化比率 (%)	45.71	50.99	52.23
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.56	2.28	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.15	--
流动比率 (倍)	1.65	1.79	1.62
速动比率 (倍)	0.71	0.75	0.60
现金短期债务比 (倍)	0.72	0.84	0.70
经营现金流动负债比率 (%)	-7.42	-22.17	-15.02
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	7.31	9.95	--

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、2018 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。

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。