

跟踪评级公告

联合〔2020〕1497号

建发房地产集团有限公司：

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“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”进行跟踪评级，确定：

建发房地产集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

建发房地产集团有限公司公开发行的“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：李品

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

网址：www.unitedratings.com.cn

建发房地产集团有限公司

发行公司债券 2020 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	存续规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
19 建房 01	10.00	7(5+2)	AAA	AAA	2019.6.12
19 建房 02	10.00	6(3+3)	AAA	AAA	2019.6.12
19 建房 03	5.00	7(5+2)	AAA	AAA	2019.7.17
19 建房 04	5.00	6(3+3)	AAA	AAA	2019.7.17
19 建房 05	10.00	7(5+2)	AAA	AAA	2019.8.1
19 建房 06	3.00	6(3+3)	AAA	AAA	2019.8.1

担保方: 厦门建发集团有限公司

担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间: 2020 年 6 月 18 日

主要财务数据:

建发房地产

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	861.33	1,128.78	1,680.33	1,765.83
所有者权益 (亿元)	212.99	278.26	369.72	371.23
长期债务 (亿元)	345.16	375.41	406.13	459.52
全部债务 (亿元)	396.37	411.61	529.63	588.31
营业收入 (亿元)	181.18	273.51	320.73	64.28
净利润 (亿元)	23.95	42.44	48.03	20.39
EBITDA (亿元)	43.28	70.31	75.84	--
经营性净现金流 (亿元)	-158.90	5.84	125.64	-17.24
营业利润率 (%)	23.25	31.14	29.45	49.62
净资产收益率 (%)	13.20	17.28	14.82	--
资产负债率 (%)	75.27	75.35	78.00	78.98
全部债务资本化比率 (%)	65.05	59.66	58.89	61.31
流动比率 (倍)	2.41	2.13	1.70	1.74
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.17	0.14	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.73	2.50	2.55	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.01	1.64	1.76	--

担保方

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	2,102.08	2,527.37	3,413.45	3,764.42
所有者权益 (亿元)	649.56	776.31	966.12	931.88
营业收入 (亿元)	2,202.53	2,826.21	3,396.90	691.24
净利润 (亿元)	44.19	81.15	86.82	20.50
资产负债率 (%)	69.10	69.28	71.70	75.24

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加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. 公司及建发集团 2020 年一季报未经审计, 相关指标未予年化; 3. 公司其他流动负债计入短期债务, 其他非流动负债和长期应付款计入长期债务; 4. 建发集团其他流动负债中的有息部分计入短期债务, 长期应付款和其他非流动负债中的有息部分计入长期债务; 5. 公司及担保方 2017 年及 2018 年财务数据采用初数据; 6. 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

2019 年, 建发房地产集团有限公司 (以下简称“公司”或“建发房地产”) 作为厦门市国有控股的大型房地产开发商并继续承担部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作, 其在区域内继续处于领先地位且能获得股东的大力支持。随着公司战略不断调整, 公司签约销售面积和金额持续增长, 经营活动净现金流大幅增长, 且目前可售项目主要位于二线城市未来销售较有保障; 公司投资性房地产区位优势明显, 资产质量良好, 债务结构合理。同时, 联合评级也关注到, 公司项目利润空间可能收窄, 存在一定的资金支出压力, 土地一级开发占用资金较多等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的持续销售, 公司房产销售收入和盈利水平有望进一步提升。

厦门建发集团有限公司 (以下简称“建发集团”) 为“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。建发集团作为厦门市国资委实际控制的大型国有企业, 资产规模较大, 业务发展

稳定，其担保对于保障公司债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

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“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. **公司区域品牌优势明显。**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，产品品质良好，区域性品牌优势较强。

2. **控股股东支持力度较大。**2019 年，公司继续承担部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作，上述业务对公司收入及利润形成有效补充。国有控股股东的支持力度较大。

3. **公司销售情况较好。**2019 年，公司签约销售面积及签约销售金额保持增长；受销售回款增长影响，公司经营活动净现金流规模大幅增长。

4. **公司投资性房地产区位优势明显，资产质量良好，债务结构合理。**公司投资性房地产以成本法计量，主要位于厦门及上海区域，有一定增值潜力；公司资产受限比例一般，整体资产质量良好；公司全部债务主要以长期债务为主，债务结构合理。

5. **担保方实力雄厚。**担保方建发集团作为厦门市国资委直接管理的大型国有独资企业，2019 年整体运营状况良好，其担保对“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”的到期还本付息具有显著的积极作用。

关注

1. **公司未来利润空间可能收窄。**公司项目位于二线城市较多，部分热点城市拿地价格较高，受部分区域限价影响，目前公司存货中已有部分项目计提跌价准备；公司未来项目销售利润空间可能收窄。

2. **一级开发业务占用资金。**公司土地一级开发业务占用资金较多且受政府土地出让政策影响较大，回款波动性较大。

3. **公司存在一定的资金支出压力，且权益稳定性较弱。**近年公司在建面积大幅增加，后续开发资金需求较大，同时考虑到公司有补库存需求以及一级开发尚需投入资金，公司未来存在一定的资金支出压力。随着合作项目增加，公司少数股东权益规模较大，所有者权益稳定性较弱。

分析师

曹梦茹 登记编号（R0040218090002）

罗星驰 登记编号（R0040218050005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：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他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：



罗 勇 礼

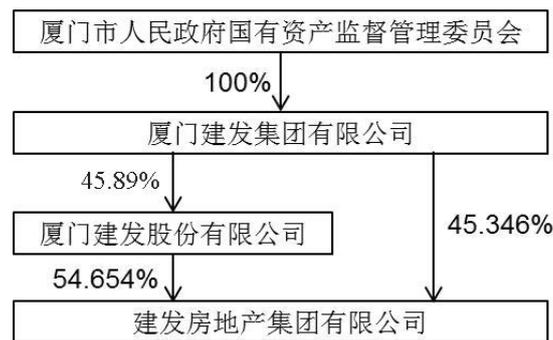
联合信用评级有限公司

一、主体概况

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发房地产”）成立于1998年7月，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）与下属子公司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，于2006年7月变更为现名。

经多次增资及股权转让等，截至2020年3月末，公司注册资本20亿元，控股股东为建发股份，实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门国资委”）。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：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。

截至2020年3月末，公司设有营运中心、资金中心、市场中心、投资中心、设计中心、工程中心等16个部门（见附件1）。公司合并范围内共340家子公司，员工2,438人。

截至2019年末，公司合并资产总额1,680.33亿元，负债合计1,310.61亿元，所有者权益369.72亿元，其中归属于母公司所有者权益190.18亿元。2019年，公司实现营业收入320.73亿元，净利润48.03亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润38.84亿元；经营活动产生的现金流量净额125.64亿元，现金及现金等价物净增加额90.50亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额1,765.83亿元，负债合计1,394.60亿元，所有者权益371.23亿元，其中归属于母公司所有者权益213.53亿元。2020年1-3月，公司实现营业收入64.28亿元，净利润20.39亿元，其中归属于母公司所有者的净利润21.07亿元；经营活动产生的现金流量净额-17.24亿元，现金及现金等价物净增加额11.15亿元。

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、债券发行情况及募集资金使用

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2019〕919号文核准，公司获准向合格投资者公开发行总额不超过50亿元的公司债券，本次债券采用分期发行方式。

2019年7月4日，公司发行“建发房地产集团有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）（品种一）（债券简称“19建房01”，债券代码“155518.SH”）和“建发房地产集团有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）（品种二）（债券简称“19建房02”，债券代码“155519.SH”）。本期债

券包括两个品种，“19 建房 01”为 7 年期，在第 5 年末附公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行规模为 10 亿元，票面利率 4.20%。“19 建房 02”为 6 年期，在第 3 年末附公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行规模为 10 亿元，票面利率 3.80%。

2019 年 8 月 6 日，公司发行“建发房地产集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）（品种一）”（债券简称“19 建房 03”，债券代码“155586.SH”）和“建发房地产集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第二期）（品种二）”（债券简称“19 建房 04”，债券代码“155587.SH”）。本期债券包括两个品种，“19 建房 03”为 7 年期，在第 5 年末附发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行规模为 5 亿元，票面利率 4.09%。“19 建房 04”为 6 年期，在第 3 年末附发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行规模为 5 亿元，票面利率 3.71%。

2019 年 8 月 28 日，公司发行“建发房地产集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第三期）（品种一）”（债券简称“19 建房 05”，债券代码“155661.SH”）和“建发房地产集团有限公司公开发行 2019 年公司债券（第三期）（品种二）”（债券简称“19 建房 06”，债券代码“155662.SH”）。“19 建房 05”为 7 年期，在第 5 年末附发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行规模为 10 亿元，票面利率 4.18%。“19 建房 06”为 6 年期，在第 3 年末附发行人赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行规模为 3 亿元，票面利率 3.70%。

截至 2019 年末，“19 建房 01”、“19 建房 02”、“19 建房 03”、“19 建房 04”、“19 建房 05”和“19 建房 06”募集资金均按照募集说明书和《募集资金及偿债保障金专户协议》的约定履行资金全部使用完毕。截至 2019 年末，上述债券均未到第一个付息日。

三、行业分析

公司为房地产开发企业，其收入几乎全部来源于房地产业务，同时涉及部分土地一级开发业务。

1. 房地产开发行业

（1）行业概况

2019 年，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，土地市场趋于理性，销售面积出现负增长，行业集中度继续提升；2020 年一季度受新冠疫情影响，国内房地产市场下降明显。政策上仍然以“房住不炒”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点。2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，其中一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020 年 1—3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点；房地产销

售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点；房地产销售金额 20,364.86 亿元，同比下降 24.70%，降幅较前两月收窄 11.20 个百分点。

2019 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.28%和 37.14%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.95%和 27.07%，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019 年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020 年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020 年 2 月 21 日，人民银行召开 2020 年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行。2020 年 4 月 17 日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

（2）行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且 2020 年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。此外，2020 年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

从 2019 年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及近年来政治局会议上多次强调“房住不炒”看，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

（3）未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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，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。

(4) 厦门市区域经济

公司所在厦门区域经济保持平稳较快发展，财政实力不断增强，有力地保障了土地一级开发及基础设施建设的发展，公司外部经济环境良好。

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 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，厦门全年地区生产总值（GDP）5,995.04 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.9%。其中，第一产业增加值 26.49 亿元，增长 0.7%；第二产业增加值 2,493.99 亿元，增长 9.7%；第三产业增加值 3,474.56 亿元，增长 6.6%。三次产业结构为 0.4：41.6：58.0。按常住人口计算的人均地区生产总值 142,739 元，折合 20,691 美元。

2019 年，厦门市全年实现规模以上工业增加值增长 8.6%，分经济类型看，股份制企业增加值增长 13.7%，外商及港澳台商投资企业增加值增长 5.0%，其中台资企业增加值增长 9.2%；国有控股企业增加值增长 6.3%，私营企业增加值增长 15.9%。分轻重工业看，轻工业增加值增长 6.1%，重工业增加值增长 9.8%，轻工业与重工业之比为 1:1.91。工业产品产销率为 93.97%，比上年下降 1.35 个百分点。

2019 年，厦门市基础设施投资增长 1.8%；其中交通运输业投资下降 16.8%；工业投资增长 5.2%，其中制造业投资增长 5.8%；社会事业投资增长 70.0%。2019 年，厦门市全社会固定资产投资（不含农户）增长 9.0%。分产业看，第一产业投资下降 32.3%，第二产业投资增长 4.8%，第三产业投资增长 9.9%。2019 年，厦门市房地产开发投资增长 1.7%。其中土地购置费下降 15.6%，占房地产投资的 43.7%。全市商品房施工面积 4,089.16 万平方米，下降 5.9%；商品房新开工面积 505.22 万平方米，增长 21.9%。

2. 土地一级开发行业

(1) 行业概况

土地一级开发对资金需求量较大，受区域政策影响较为显著，资金渠道通畅且深耕区域的企业有一定优势。

土地一级开发市场具有明显的区域性，与当地房地产市场的发展情况、区域政策、区域经济和财政实力等因素高度相关，从事全国性土地一级开发的企业较少，主要还是以地方性业务为主，且有较为明确的区域划分。另外资金瓶颈也是制约土地一级开发的关键，近年来由于拆迁成本的不断提高、以及资金长期被占用（受行政审批和拆迁等不确定因素影响，导致项目实际执行时间超出预期），均会给土地一级开发企业带来资金压力，因此资本实力雄厚、融资渠道相对较宽的上市企业具有一定的竞争优势。随着宏观调控的延续，二级房地产开发市场的激烈竞争，使得不少大型房地产企业转而进军土地一级开发市场，如万科、龙湖、恒大等房地产开发企业。土地一级开发市场的竞争也在加剧，但区域性差异较大。

(2) 行业风险

开发投入超出专业机构评估确定的基准地价

拆迁成本可能超过专业机构评估确定的基准地价，而超出部分的“熟地”不能入市交易。如果政府不同意分享一级开发的增值收益，则开发商面临亏损风险。而《物权法》第四十二条进一步保障被征收人的合法权益，对土地补偿费、安置补助费等费用的详细规定，进一步加大了拆迁成本。

土地一级开发占用大量资金，房地产市场持续低迷将影响土地一级开发资金的回笼

土地一级开发在征地、拆迁过程中会占用大量资金，其资金回笼与土地出让进度密切相关。若

未来房地产市场景气度有所下降，将导致地产企业拿地意愿下降，进而影响土地一级开发业务的资金回笼。

政府政策的风险

在土地一级开发过程中，地方政府拥有绝对的强势地位。虽然开发企业可以通过多种法律文件进行约束，从而与政府方面的利益紧密捆绑，但仍不能消除地方政府违约发生的风险。

与土地二级市场的“招、拍、挂”及房地产开发相比，土地一级开发的政策不全面，操作性不强。在地方政府层面，其政策风险因素主要为省、市根据地方情况而改变有关土地利用政策。

四、管理分析

跟踪期内，公司管理人员变动，对经营未产生重大影响；管理方式及管理制度的未发生重大变化，主要管理制度仍然连续。

2019年3月21日，公司聘任赵呈闽为公司总经理，施震不再担任公司总经理职务；2019年3月18日，发行人聘任林伟国为公司董事。

赵呈闽女士，1969年8月出生，硕士学历，高级会计师。曾任建发股份财务部副经理、厦门华侨电子股份公司副总经理，现任公司总经理、董事，兼任建发集团董事。

林伟国先生，1978年9月出生，本科学历，中级会计师。曾任厦华电子股份有限公司分公司总经理，片区业务总监，公司财务部总经理、财务总监，现任公司副总经理、公司董事。

截至2019年末，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，受益于结转收入增加，公司营业收入随之增长，毛利率有所下降，但处于较高水平。2020年一季度结转一级土地开发收入对营业收入的增长和毛利率的提升影响较大，但该业务波动性较大。

2019年，受地产板块结转收入增长的影响，公司营业收入同比增长17.27%至320.73亿元。从收入构成上看，2019年房地产开发业务收入240.35亿元，同比大幅增长43.58%，主要系结转项目增加所致。其他业务主要为商业运营、物业管理、政府项目代建和一级土地开发业务，2019年其他业务收入为80.38亿元，主要包含商业运营、物业管理及公建配套代建业务收入等，占公司营业收入的比例为25.06%。

从毛利率看，2019年，公司综合毛利率为32.78%，有所下降，主要房地产开发业务毛利率下降所致。分业务来看，公司房产销售业务毛利率由2018年的31.43%下降为27.27%，主要系近年结转产品毛利率有所下降所致。公司其他业务毛利率变化不大。

表1 2017-2020年3月公司营业收入构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	169.85	93.74	28.25	167.40	61.21	31.43	240.35	74.94	27.27	6.09	9.47	12.24
其他业务	11.33	6.26	49.16	106.10	38.79	47.69	80.38	25.06	49.32	58.19	90.53	53.29
合计	181.18	100.00	29.57	273.51	100.00	37.74	320.73	100.00	32.78	64.28	100.00	49.40

注:2018年其他业务收入中包含80.79亿元的土地一级开发收入
资料来源:公司提供

2020年1-3月,公司实现营业收入64.28亿元,同比增加52.70亿元;公司2020年一季度收入规模相较2019年同期增长较多主要系收入中含土地一级开发业务收入54.37亿元。2020年一季度,受土地一级开发业务收入规模较大的影响,房地产开发业务占比降至9.47%。2020年1-3月,公司综合毛利率为49.40%,房地产开发业务毛利率下降至12.24%,毛利率的提升主要系土地一级开发业务毛利率较高所致。

2. 房地产开发

(1) 土地储备

2019年,公司新获土地储备大幅增加,扩张明显,但公司开工力度加大,土地储备略有不足;土地储备在二线和三线城市分布均衡,珠海等热门城市的部分地块楼面价偏高,未来利润率可能受到影响。

2019年,公司加大获取土地力度,新增土储建筑面积为585.35万平方米,同比大幅增长127.14%;对应的楼面价为0.93万元/平方米,同比小幅提升。2020年1-3月,新增土地储备建筑面积26.88万平方米,对应的楼面价为2.12万元/平方米,受获取的北京地块楼面价较高影响,公司2020年一季度拿地均价大幅提升。

土地储备方面,截至2020年3月末,公司尚未开发的土地储备规划计容建筑面积300.34万平方米,其中,一线城市占6.45%,二线城市占59.43%,三线及以下城市占34.13%,根据公司2019年开工面积情况来看,土地储备略有不足。公司总土地储备价款341.02亿元,已付土地出让金238.54亿元,剩余未付102.48亿元(权益待支付土地出让金91.60亿元)。公司土地储备一二线和三线及以下城市均有分布,二线城市占比相对较高,尚余一定规模的土地出让金待支付。公司珠海等热门城市的部分地块楼面价偏高,未来利润率可能受到影响。

表2 截至2020年3月末公司土地储备情况(单位:万平方米、亿元、%)

地理位置	项目	土地面积	计容规划建筑面积	取得时间	兴建项目类别	土地出让金额	已支付金额	拿地方式	权益比例
南京	南京NO.2016G46	2.34	7.47	2017年1月	住宅、商业	20.30	20.30	收购	49
成都	麓岭汇项目四期	3.96	7.70	2017年6月	住宅	3.28	3.28	收购	100
澳洲	悉尼项目	0.77	0.77	2017年8月	住宅、商业	0.50	0.50	收购	60
福州	永泰世外梧桐三期	3.86	2.12	2018年1月	商服	0.23	0.23	收购	65
福州	永泰世外梧桐四期	4.65	1.69	2018年1月	商服	0.11	0.11	收购	65
福州	永泰世外梧桐五期	3.34	1.56	2018年1月	商服	0.07	0.07	收购	65
福州	建发汇成国际	1.39	12.35	2018年4月	商业	8.61	8.61	招拍挂	48
连江	连江[2018]02号	7.00	10.50	2018年5月	住宅	2.30	2.30	收购	56
厦门	嘉富酒店公寓	1.29	6.46	2018年8月	公寓式酒店	1.59	1.59	收购	100

漳州	漳浦玺院二期	5.71	15.42	2019年5月	商服、住宅	2.70	2.70	招拍挂	70
南宁	南宁央玺	10.17	27.66	2019年6月	住宅、商业	27.45	27.45	招拍挂	100
张家港	张地2018-B32-A地块	4.83	10.62	2019年7月	商住	3.62	2.17	招拍挂	100
张家港	张地2018-B32-B地块	6.84	15.06	2019年7月	住宅	5.13	3.08	招拍挂	100
厦门	厦门海沧H2019P03地块	2.59	7.25	2019年8月	住宅	14.50	14.50	招拍挂	51
长沙	长沙江山悦	18.53	41.60	2019年9月	住宅用地	22.88	22.88	招拍挂	49
漳州	长泰马洋溪新亭D-02地块	6.79	9.51	2019年9月	住宅、商服	1.19	1.19	招拍挂	94
漳州	漳州2019P12	2.99	7.78	2019年11月	住宅用地	6.61	4.63	招拍挂	70
厦门	海沧2019HP02	1.75	4.89	2019年12月	住宅、商服	9.98	4.99	招拍挂	100
厦门	海沧2019HP03	1.86	5.21	2019年12月	住宅、商服	11.41	5.71	招拍挂	100
南宁	南宁GC2019-130	8.63	17.27	2019年12月	住宅、商服	23.49	2.33	招拍挂	100
龙岩	龙岩2019拍-17	2.09	7.02	2019年12月	住宅	3.54	0.60	招拍挂	55
龙岩	龙岩2019拍-19	3.24	9.08	2019年12月	住宅、商服	5.60	0.90	招拍挂	70
北京	1612-757	2.33	6.52	2020年1月	住宅、商服	33.30	33.30	收并购	51
漳州	2020P01	0.84	2.53	2020年2月	住宅、商服	2.15	0.21	招拍挂	100
无锡	XDG-2019-60号	8.92	17.83	2020年3月	住宅、商服	21.49	3.57	招拍挂	100
上海	松江区泗泾镇SJSB0003单元17-01号地块	8.57	12.86	2019年12月	住宅、商服	27.00	27.00	收并购	49
连江	连地拍卖[2019]22号地块	6.45	14.20	2019年12月	住宅、商服	6.74	6.74	收并购	40
厦门	湖里2019P05	5.04	17.45	2019年12月	住宅、商服	75.25	37.63	收并购	80
合计	--	136.78	300.34	--	--	341.02	238.54	--	--

注：南京NO.2016G46因航空限高问题无法解决无法开工，麓岭汇尚未取得施工证（政府限价），悉尼项目拟退出。
资料来源：公司提供

（2）项目开发

2019年，公司根据销售情况保持较大开工力度，在建项目体量较大；目前在开发项目主要分布在二三线城市，未来存在一定的资金支出压力。

2019年，公司销售状况较好，相应开工力度仍较大，当年新开工面积522.08万平方米，较上年变化不大。截至2019年末，公司期末在建面积1,127.92万平方米。2020年1—3月，公司开工面积118.22万平方米，当期无竣工面积，当期结转主要为2019年度竣工项目；截至2020年3月底，公司期末在建面积合计1,243.46万平方米。

表3 近三年公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
当期新开工面积	353.11	592.25	522.08	118.22
当期竣工面积	142.44	143.17	265.01	--
期末在建面积	421.56	870.64	1,127.92	1,243.46

注：不满足上期期末在建+当期开工-当期竣工=当期期末在建面积主要系项目竣工备案面积与施工证面积有微差导致
资料来源：公司提供

截至2020年3月末，公司在建房地产开发项目89个，总可售面积1,249.45万平方米，分区域来看，一线城市可售面积占6.10%、二线城市可售面积占52.96%、三线及以下城市可售面积占40.95%。截至2020年3月末，公司在建项目投资总额1,988.98亿元，已完成投资1,474.18亿元，尚需投资514.80亿元。公司在建项目主要分布在二线和三线及以下城市，二线占比相对较高。按权益比例计

算，截至 2020 年 3 月末，公司尚需支出投资 349.38 亿元，同时考虑到公司有补库存需求以及一级开发尚需投入资金¹，未来有一定的资金支出压力。

表 4 截至 2020 年 3 月底公司在建房地产项目情况 (单位: 个、万平方米、亿元、%)

区域	项目数量	总投资金额	总投资金额占比	截至 2020 年 3 月底已投资	尚余投资额	总可售面积	总可售面积占比
一线城市							
广州	1	63.93	3.21	53.33	10.60	18.40	1.47
上海	3	212.47	10.68	181.33	31.14	51.82	4.15
深圳	2	23.51	1.18	18.36	5.15	6.03	0.48
二线城市							
成都	3	47.58	2.39	25.21	22.37	62.43	5.00
福州	6	178.44	8.97	146.26	32.18	94.93	7.60
杭州	5	212.28	10.67	179.12	33.16	50.21	4.02
合肥	1	28.04	1.41	22.63	5.41	11.53	0.92
南京	4	57.76	2.90	41.12	16.64	43.84	3.51
南宁	2	36.73	1.85	17.06	19.67	42.97	3.44
泉州	1	5.43	0.27	3.88	1.55	10.56	0.85
厦门	4	176.31	8.86	148.10	28.21	51.44	4.12
苏州	4	66.8	3.36	45.76	21.04	41.96	3.36
无锡	5	126.45	6.36	82.92	43.53	75.94	6.08
武汉	2	43.98	2.21	29.38	14.6	38.33	3.07
长沙	6	126.59	6.36	84.76	41.83	114.69	9.18
珠海	3	54.08	2.72	39.76	14.32	22.59	1.81
三线城市							
常熟	1	17.00	0.85	10.56	6.44	10.18	0.81
建瓯	3	43.31	2.18	24.98	18.33	69.46	5.56
建阳	2	26.69	1.34	20.22	6.47	31.80	2.55
连江	5	28.14	1.41	15.72	12.42	37.20	2.98
龙岩	2	25.99	1.31	20.88	5.11	31.01	2.48
宁德	2	33.45	1.68	19.47	13.98	35.65	2.85
莆田	4	77.29	3.89	51.09	26.20	70.15	5.61
三明	2	9.40	0.47	6.97	2.43	15.28	1.22
太仓	4	80.28	4.04	60.76	19.52	48.72	3.90
武夷山	1	9.19	0.46	4.13	5.06	9.39	0.75
仙游	1	10.83	0.54	5.35	5.48	13.59	1.09
张家港	4	75.61	3.80	48.89	26.72	55.78	4.46
漳州	6	91.43	4.60	66.19	25.24	83.58	6.69
合计	89	1,988.98	100.00	1,474.18	514.80	1,249.45	100.00

资料来源：公司提供

(3) 房地产销售

2019 年，公司销售面积和金额持续增长，签约销售均价随二线城市项目占比增加而逐年上升；目前在售项目二、三线城市均有分布。

¹ 具体内容见下文分析

2019年，随着公司可售货值增加，公司签约销售面积和金额有所增长，签约销售面积较上年增长57.94%，签约销售金额较上年增长86.70%。签约销售均价随着公司加大一二线城市布局及销售占比有所上升。

表5 近三年一期公司房地产销售情况（单位：亿元、万元/平方米、万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
签约销售面积	143.92	256.27	404.75	48.00
签约销售金额	200.90	386.71	721.97	106.76
签约销售均价	1.40	1.51	1.78	2.23
结转面积	150.17	132.17	206.06	5.42
结转收入	169.85	167.40	239.56	6.09

资料来源：公司提供

截至2020年3月底，公司在售项目总可售面积2,677.03万平方米，累计签约销售面积1,486.89万平方米，去化率55.54%，其中，无锡、太仓、杭州、合肥、深圳等地因项目未全部开盘，故整体销售比例较低。截至2020年3月底，公司项目剩余待售面积1,190.15万平方米，按照公司2019年销售情况来看，目前总可售面积可满足公司2年左右销售，公司未来存在一定补库存需求。

表6 截至2020年3月末公司在售项目销售情况（单位：万平方米、%）

地区	总可售面积	累计签约销售面积	待售面积	去化率
厦门	263.25	195.42	67.82	74.23
漳州	255.65	168.03	87.62	65.73
福州	168.48	87.58	80.90	51.98
宁德	35.65	12.56	23.09	35.23
建阳	87.25	71.98	15.27	82.50
建瓯	91.80	52.16	39.64	56.82
武夷山	9.39	5.30	4.10	56.44
连江	85.81	26.14	59.68	30.46
龙岩	129.47	104.85	24.62	80.98
三明	74.32	69.14	5.18	93.03
泉州	66.23	62.36	3.87	94.16
莆田	70.15	31.16	38.99	44.42
仙游	13.59	--	13.59	--
长沙	266.21	124.54	141.67	46.78
成都	192.26	143.72	48.55	74.75
武汉	38.33	9.30	29.03	24.26
上海	113.82	48.16	65.66	42.31
苏州	115.44	81.81	33.62	70.87
常熟	10.18	--	10.18	--
太仓	48.72	8.90	39.82	18.27
张家港	123.75	74.05	49.70	59.84
无锡	111.73	29.57	82.16	26.47
杭州	50.21	21.48	28.73	42.78
南京	52.22	8.21	44.01	15.72
合肥	20.56	9.72	10.85	47.28
珠海	22.58	2.33	20.26	10.32

南宁	124.92	34.47	90.44	27.59
深圳	6.03	2.93	3.10	48.59
广州	18.40	1.02	17.37	5.54
北京	9.86	--	9.86	--
澳洲	0.77	--	0.77	--
合计	2,677.03	1,486.89	1,190.15	55.54

资料来源：公司提供

3. 土地一级开发

公司有一定规模的土地一级开发项目，对收入和利润形成贡献，但开发进度的不确定性相对较高且对资金占用较大。

公司土地一级开发业务仍由厦门市禾山建设发展有限公司负责。

土地一级开发业务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，实现土地出让后与财政局进行结算，确认土地一级开发业务收入，公司目前有后埔-枋湖旧村改造和钟宅畬族社区旧村改造两个城市旧村改造更新项目。

对于土地一级开发业务，在改造完成之前，项目发生的成本计入“长期应收款”；改造完成后、政府结算之前，应收未收的结算款计入“应收账款”，并冲抵“长期应收款”；政府结算后，冲抵“应收账款”。

公司对后埔-枋湖旧村改造项目预计总投资额为 145.47 亿元，截至 2020 年 3 月底，已投资 130.56 亿元。枋湖、薛岭和后埔三个片区的总用地面积 73.41 万平方米，可出让建筑面积 159.70 万平方米，截至 2020 年 3 月底，已出让面积 97.05 万平方米，出让比例 61.00%。截至 2020 年 3 月底，公司长期应收款余额为 36.09 亿元。

公司对钟宅畬族社区旧村改造项目预计总投资 171.57 亿元，项目总用地面积 61.00 万平方米，可出让面积住宅面积 45.00 万平方米。截至 2020 年 3 月底，该项目已投资 15.62 亿元，尚无可出让地块。

4. 其他业务

2019 年，商业地产运营、物业管理和代建业务收入均有所增长，对公司营业收入形成一定补充。

公司其他业务包含公建配套代建业务、商业运营及物业管理业务。

商业运营经营模式是采取多功能综合集中开发模式，包括五星级酒店、写字楼、大型商业和特色商业街、大型广场等，核心商业购物中心“只租不售”，自主经营，形成商业运营收入。目前公司商业地产业务主要在福建省内、上海、成都、南宁，通过商业招租方式出租商铺，获取租金收入为主要经营模式。2019 年，公司实现商业运营收入 5.99 亿元，同比增长 5.46%。截至 2020 年 3 月底，公司商业地产可供出租面积合计 31.43 万平方米，已出租面积 28.00 万平方米，整体出租率 89.09%，出租率维持较高水平。

物业管理方面，在业主入住后，公司提供物业维护、修整等全面物业管理业务，达成物业的增值。公司知名物业顾问公司戴德梁行、高力国际开展了顾问合作，形成了一套以业主满意为核心的高端物业服务体系。2019 年，公司物业管理收入为 5.68 亿元，同比增长 28.51%，系公司物业管理面积提升所致。2020 年 1—3 月，公司物业管理收入 1.77 亿元。

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、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。公建配套代建业务的经营模式为公司进行代建项目的施工建设，厦门市财政部门每年

按照代建的工程量的 0.3% 支付代建费。代建项目资金由公司与财政部门按照项目工程量每月结算，由财政按月拨付，因此资金垫付较少。2019 年，公司公建配套代建业务实现收入 16.47 亿元，同比增长 22.00%，2019 年结转收入增长主要系在手代建规模增加所致。2020 年 1—3 月，公司代建业务收入 0.75 亿元。

5. 经营关注

公司未来利润空间可能收窄

公司项目位于二线城市较多，部分热点城市拿地价格较高，受部分区域限价影响，目前公司存货中已有部分项目计提跌价准备；公司未来项目销售利润空间可能收窄。

公司存在补库存需求

截至 2020 年 3 月底，公司项目剩余待售面积 1,190.15 万平方米，按照公司 2019 年销售情况来看，目前总可售面积可满足公司 2 年左右销售，公司未来存在一定补库存需求。

公司未来存在一定的资金需求

截至 2020 年 3 月末，公司在建房地产开发项目 89 个，权益尚需投资 349.38 亿元，规模较小，但考虑到公司有补充土储的需求以及土地一级开发业务尚需大规模投入，公司未来存在一定的资金支出压力。

6. 未来发展

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。

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。公司将根据行业特点与发展趋势，不断提高企业管理水平，引进与培养专业性人才，提升品牌价值，加强经营的集团化、规模化水平。

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。

城市基础设施建设仍将是公司主要的业务经营方向。未来公司将继续高质量、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。

在绿色节能住宅开发方面，公司将在现有业务的基础上，积极开发绿色节能住宅项目，贯彻住建部“大力推动绿色建筑发展，实现绿色建筑普及化”的规划，实现企业发展与社会发展的和谐统一。

在商业运营方面，公司将在经营好现有项目的基础上，重点打造专业的商业运营管理团队，以开发中高端精品项目为目标，积极拓展相关商业运营资源，最终具备自主设计、自主招商和自主运营的综合竞争力。

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值。

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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度财务报告经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。公司按照最新财务会计准则编制财务报表。

公司于 2019 年 4 月更换审计机构，主要系原负责公司审计的团队离开致同会计师事务所（特殊普通合伙）加入容城会计师事务所（特殊普通合伙），为保持审计工作的连续性，公司聘任容城会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2019 年度财务报表审计机构。

从合并范围看，2019 年，公司合并范围新增子公司 44 家，合并范围减少子公司 14 家，期末纳入合并范围的子公司共计 335 家。总体来看，合并范围变化对公司有一定的影响，考虑到公司主营业务未发生变化，财务数据仍具备一定可比性。

会计政策变更方面：2019 年公司资产负债表中将“应收票据及应收账款”行项目拆分为“应收票据”及“应收账款”；增加“应收款项融资”项目，反映资产负债表日以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的应收票据和应收账款等；将“应付票据及应付账款”行项目拆分为“应付票据”及“应付账款”。利润表中在投资收益项目下增加“以摊余成本计量的金融资产终止确认收益（损失以“-”号填列）”的明细项目。

财政部于 2017 年 3 月 31 日发布了相关新金融工具准则，要求境内上市企业自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，公司于 2019 年 1 月 1 日执行相关新金融工具准则。于 2019 年 1 月 1 日之前的金融工具确认和计量与新金融工具准则要求不一致的，公司按照新金融工具准则的规定，对金融工具的分类和计量（含减值）进行追溯调整，将金融工具原账面价值和在新金融工具准则施行日（即 2019 年 1 月 1 日）的新账面价值之间的差额计入 2019 年 1 月 1 日的留存收益或其他综合收益。同时，公司未对比较财务报表数据进行调整。2019 年 5 月 9 日，财政部发布《企业会计准则第 7 号—非货币性资产交换》，根据要求，公司对 2019 年 1 月 1 日至执行日之间发生的非货币性资产交换，根据准则进行调整，对 2019 年 1 月 1 日之前发生的非货币性资产交换，不进行追溯调整，公司于 2019 年 6 月 10 日起执行上述准则。2019 年 5 月 16 日，财政部发布《企业会计准则第 12 号—债务重组》，根据要求，公司对 2019 年 1 月 1 日至执行日之间发生的债务重组，根据上述准则进行调整，对 2019 年 1 月 1 日之前发生的债务重组，不进行追溯调整，公司于 2019 年 6 月 17 日起执行上述准则。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,680.33 亿元，负债合计 1,310.61 亿元，所有者权益 369.72 亿元，其中归属于母公司所有者权益 190.18 亿元。2019 年，公司实现营业收入 320.73 亿元，净利润 48.03 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 38.84 亿元；经营活动产生的现金流量净额 125.64 亿元，现金及现金等价物净增加额 90.50 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,765.83 亿元，负债合计 1,394.60 亿元，所有者权益 371.23 亿元，其中归属于母公司所有者权益 213.53 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 64.28 亿元，净利润 20.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额-17.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.15 亿元。

2. 资产质量

公司资产规模呈逐年增长态势，资产构成以流动资产为主且受限比例一般；公司流动资产中存

货规模大且增长较快，反映业务规模扩张较快，但其中部分项目位于三线城市，存在一定的跌价风险；非流动资产中投资性房地产占比较大且按成本法计量，有一定升值空间。公司整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司资产总额 1,680.33 亿元，较年初增长 48.86%，主要系流动资产增加所致。公司资产以流动资产（占 90.95%）为主，符合房地产开发企业特征。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产合计 1,528.30 亿元，较年初增长 52.72%，主要系其他应收款和存货的大幅增加所致；主要由存货（占 67.99%）、货币资金（占 11.77%）和其他应收款（占 14.32%）等构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 179.91 亿元，较年初增长 114.66%，主要系 2019 年签约销售增长带动经营性现金流净流入规模较大所致。公司货币资金以银行存款为主（占 98.83%），其余为少量库存现金和其他货币资金。截至 2019 年末，公司受限货币资金规模为 15.04 亿元（占比 8.36%），主要为工程监管户存款及保函保证金。

公司其他应收款主要为与合营企业和联营企业的非经营性资金往来及拆借，形成一定的资金占用。截至 2019 年末，公司其他应收款 218.83 亿元，较年初增长 220.95%。公司对其他应收款计提坏账准备 3.22 亿元，计提比例 1.47%。从账龄看，公司其他应收款账龄在 1 年以内的账面余额为 187.30 亿元（占 84.35%）、账龄在 1~2 年的账面余额为 14.39 亿元（占 6.48%）、账龄在 2~3 年的账面余额为 17.41 亿元（占 7.84%），其他应收款账龄主要为 1 年以内，账龄较短。从款项性质来看，公司其他应收款主要为合并范围外关联方及合作方经营往来款项（占 94.78%）。从集中度来看，截至 2019 年末，公司其他应收款前五名单位合计余额 116.73 元，占比 52.57%，集中度较高，主要为联营企业及非关联方往来款，账龄主要集中在 1 年以内，回收风险较低，但存在一定的资金占用。

表 7 截至 2019 年末公司其他应收款前五名单位明细情况（单位：亿元、%）

单位名称	金额	账龄	占比	性质
北京融创建设房地产集团有限公司	41.06	1年以内	18.49	单位往来款
厦门恒融晨房地产开发有限公司	29.00	1年以内	13.06	单位往来款
无锡嘉合置业有限公司	18.61	1年以内	8.38	单位往来款
上海众承房地产开发有限公司	14.83	2~3年	6.68	单位往来款
上海铎鹏置业发展有限公司	13.23	1年以内	5.96	单位往来款
合计	116.73	--	52.57	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年末，公司存货账面价值 1,039.04 亿元，较年初增长 30.93%，系拿地投入及项目开发投入增加所致。从存货账面价值构成上看，主要为开发成本 973.74 亿元（占 93.72%）和开发产品 65.26 亿元（占 6.28%）。公司 2019 年对存货计提跌价准备 5.21 亿元，计提比例 0.50%，主要为对漳州建发玺院、上海西郊金茂府、杭州三墩北、南宁裕丰荔园、福州建发央玺、三明建发燕郡、永泰世外梧桐、龙岩建发央郡、成都麓岭汇等项目计提跌价。公司存货规模较大，仍有部分项目处于三线城市，存货或面临一定的跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产合计 152.03 亿元，较年初增长 18.72%，主要系新增债权投资和长期股权投资增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 18.65%）和投资性房地产（占 33.26%）等构成。

截至 2019 年末，公司长期股权投资 28.36 亿元，较年初增长 157.05%，均为对联营企业的投资。其中，2019 年新增对长沙天海易企业管理有限公司的投资 6.37 亿元、新增对长沙芙茂置业有限公司的投资 4.41 亿元以及新增对长沙楚茂企业管理有限公司的投资 2.45 亿元；期末余额中占比较大的主要为长沙天海易企业管理有限公司（占 22.46%）、上海众承房地产开发有限公司（占 15.51%）以及长沙芙茂置业有限公司（占 15.44%），对上海众承房地产开发有限公司的投资确认投资损益-2.01 亿元。2019 年，权益法下确认的投资损益合计为-0.71 亿元。

截至 2019 年末，公司投资性房地产 50.56 亿元，较年初下降 5.48%，主要系公司投资性房地产全部按成本计量，计提折旧和摊销所致。公司投资性房地产累计折旧和摊销 5.29 亿元。公司投资性房地产主要位于厦门、上海、合肥、成都以及南宁等一二线城市。截至 2019 年末，公司投资性房地产中未办妥产权证书的账面价值 0.13 亿元，产权证书正在办理中。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 1,765.83 亿元，较年初增长 5.09%，其中，流动资产占 91.54%，非流动资产占 8.46%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司流动资产 1,616.53 亿元，较 2019 年末增长 5.77%，主要由货币资金（占 11.85%）、其他应收款（占 13.77%）和存货（占 67.25%）构成；截至 2020 年 3 月末，公司货币资金 191.56 亿元，较 2019 年末增长 6.47%，主要系本期融资规模增长所致；公司应收账款 51.20 亿元，较 2019 年末增长 47.09%，主要系禾山公司的应收土地出让款；其他应收款 222.64 亿元，较 2019 年末增长 1.74%，主要为合作开发项目往来款；公司存货 1,087.15 亿元，较 2019 年末增长 4.63%，主要系公司拿地及项目开发投入所致，按地域分布来看，主要位于福州、上海、长沙、厦门、无锡以及杭州等一二线城市。截至 2020 年 3 月末，公司非流动资产 149.31 亿元，较 2019 年末下降 1.79%。

截至 2020 年 3 月末，公司受限资产总额为 305.42 亿元，受限比例为 17.30%，公司资产受限比例不高；主要为借款的抵质押。其中，货币资金 12.09 亿元、存货 259.12 亿元、投资性房地产 24.00 亿元和长期股权投资 10.11 亿元。

表 8 截至 2020 年 3 月末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目	受限金额	受限原因
货币资金	12.09	保证金、监管资金
存货	259.12	借款抵押
投资性房地产	24.00	借款质押
固定资产	0.10	借款抵押
长期股权投资	10.11	借款抵押
合计	305.42	--

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2019 年，随着公司业务规模的扩大，公司整体负债及债务规模有所增长；公司债务以长期债务为主，债务结构合理；有息债务规模较大，整体债务负担属可控水平。

截至 2019 年末，公司负债总额 1,310.61 亿元，较年初增长 54.10%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债以及长期借款的增长。其中，流动负债和非流动负债分别占 68.58%和 31.42%，受预收款项大幅增长的影响，公司流动负债占比较 2018 年提升 13.27 个百分点。

截至 2019 年末，公司流动负债 898.83 亿元，较年初增长 91.08%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占 11.31%）、预收款项（占 51.16%）、

其他应付款（占 19.90%）和一年内到期的非流动负债（占 10.29%）构成。

截至 2019 年末，公司应付账款 101.66 亿元，较年初增长 44.35%，主要系公司新开工项目较多，应付开发成本款增长所致。

截至 2019 年末，公司预收款项 459.86 亿元，较年初增长 146.84%，主要系公司签约销售快速增长所致。公司预收款项主要为预收售房款（占 99.20%）。

截至 2019 年末，公司其他应付款 178.83 亿元，较年初增长 17.81%，主要系单位往来款的增长所致。公司其他应付款构成主要为单位往来款 127.28 亿元（占 71.17%）以及预提税金及费用（占 23.64%）。2017—2019 年，公司其他应付款中分别含从建发股份拆入的资金 8.36 亿元、13.71 亿元和 29.25 亿元。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 92.51 亿元，较年初增长 345.69%，主要由一年内到期的长期借款（占 34.86%）、一年内到期的应付债券（占 36.96%）以及一年内到期的长期应付款项（占 28.13%）构成。

截至 2019 年末，公司非流动负债 411.78 亿元，较年初增长 8.33%，主要系应付债券增加所致；公司非流动负债以长期借款（占 57.49%）和应付债券（占 32.81%）为主。

截至 2019 年末，公司长期借款合计 236.72 亿元，较年初增长 28.41%，主要由抵、质押借款和保证借款构成。公司长期借款中，抵押借款的利率区间为 4.35%~6.65%，保证借款的利率区间为 4.41%~6.60%。

截至 2019 年末，公司应付债券 135.12 亿元，较年初增长 3.45%。公司应付债券明细见下表，不考虑行权、回售等，公司将于 2020 年到期的债券合计 38.00 亿元，将于 2021 年到期的债券合计 37.95 亿元，将于 2022 年到期的债券合计 63.00 亿元；如假设含权债均行权、回售，公司将于 2020 年到期的债券金额合计 48.00 亿元，将于 2020 年到期的债券合计 37.95 亿元，将于 2022 年到期的债券合计 74.00 亿元，公司将于 2022 面临一定的到期及行权压力。

表 9 截至 2019 年末公司及子公司已发行尚未到期的债券明细（单位：年、亿元）

债券简称	起息日	到期日	行权/回售日	发行金额	余额	票面利率 (%)	类型
19 建发地产 PPN001	2019-04-17	2022-04-17	--	11.50	11.50	4.75	定向工具
19 建发地产 PPN003	2019-09-25	2024-09-25	2022-09-25	8.00	8.00	4.28	定向工具
19 建发地产 PPN002	2019-09-16	2024-09-16	2022-09-16	5.00	5.00	4.15	定向工具
19 建房 05	2019-09-02	2026-09-02	2024-09-02	10.00	10.00	4.18	公司债
19 建房 06	2019-09-02	2025-09-02	2022-09-02	3.00	3.00	3.70	公司债
19 建房 03	2019-08-08	2026-08-08	2024-08-08	5.00	5.00	4.09	公司债
19 建房 04	2019-08-08	2025-08-08	2022-08-08	5.00	5.00	3.71	公司债
19 建发地产 CP001	2019-08-02	2020-08-02	--	8.00	8.00	3.38	短期融资券
19 建房 02	2019-07-09	2025-07-09	2022-07-09	10.00	10.00	3.80	公司债
19 建房 01	2019-07-09	2026-07-09	2024-07-09	10.00	10.00	4.20	公司债
19 建发地产 MTN001	2019-01-04	2022-01-04	--	10.00	10.00	4.30	中期票据
18 建发地产 MTN001	2018-10-12	2021-10-12	--	5.00	5.00	5.00	中期票据
18 建发地产 PPN005	2018-06-19	2020-06-19	--	5.00	5.00	6.30	定向工具
18 建发地产 PPN003	2018-05-04	2021-05-04	--	5.00	5.00	6.50	定向工具
18 建发地产 PPN002	2018-04-13	2021-04-13	--	5.00	5.00	6.05	定向工具
18 建发地产 PPN001	2018-03-19	2021-03-19	--	4.50	4.50	6.50	定向工具
17 建发地产 MTN002	2017-10-31	2022-10-31	2022-10-31	10.00	10.00	6.00	中期票据

19 建发地产 PPN001	2019-04-17	2022-04-17	--	11.50	11.50	4.75	定向工具
17 建发地产 PPN003	2017-10-26	2020-10-26	--	7.00	7.00	5.67	定向工具
17 建发地产 PPN002	2017-09-15	2020-09-15	--	7.00	7.00	5.53	定向工具
17 建房 01	2017-06-23	2022-06-23	2020-06-23	10.00	10.00	5.70	私募债
17 建发地产 PPN001	2017-06-09	2020-06-09	--	5.00	5.00	5.88	定向工具
17 建发地产 MTN001	2017-05-26	2020-05-26	--	5.00	5.00	5.69	中期票据
16 建房 01	2016-07-19	2021-07-19	--	15.00	6.95	3.85	私募债
16 建发地产 MTN001	2016-03-08	2021-03-08	--	11.50	11.50	3.80	中期票据
15 建发房产债	2015-05-27	2022-05-27	2020-05-27	10.00	10.00	4.28	企业债
13 建发房产债	2013-04-03	2020-04-03	--	5.00	1.00	6.15	企业债
建房次级	2017-12-01	2026-07-26	--	0.50	0.50	0.00	证监会主管 ABS
建房优 3	2017-12-01	2026-07-26	--	4.80	4.80	5.98	证监会主管 ABS
建房优 2	2017-12-01	2023-07-26	--	3.90	3.90	5.80	证监会主管 ABS
合计	--	--	--	216.20	204.15	--	--

资料来源：Wind

截至 2019 年末，公司全部债务 529.63 亿元，较年初增长 28.67%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占 23.32%，长期债务占 76.68%，以长期债务为主。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 75.27%、75.35%和 78.00%，连续增长；全部债务资本化比率分别为 65.05%、59.66%和 58.89%，连续下降。长期债务资本化比率分别为 61.84%、57.43%和 52.35%，连续下降。公司债务负担有所减轻。公司存续永续债 10.00 亿元，计入其他权益工具，如将永续债调入长期债务，截至 2019 年末，公司全部债务增至 539.63 亿元。其中，短期债务 123.50 亿元（占 22.89%），长期债务 416.13 亿元（占 77.11%）。截至 2019 年末，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 78.59%、60.00%和 53.64%，较调整前分别上升 0.60 个百分点、1.11 个百分点和 1.29 个百分点，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 1,394.60 亿元，较年初增长 6.41%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 66.63%，非流动负债占 33.37%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 588.31 亿元，较年初增长 11.08%，长短期债务均有增加。其中，短期债务 128.78 亿元（占 21.89%），长期债务 459.52 亿元（占 78.11%）。截至 2020 年 3 月末，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 78.98%、61.31%和 55.31%，较年初分别提高 0.98 个百分点、提高 2.42 个百分点和提高 2.97 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2020 年 3 月末，公司全部债务增至 598.31 亿元；其中，短期债务 128.78 亿元（占 21.52%），长期债务 469.52 亿元（占 78.48%）。截至 2020 年 3 月末，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 79.54%、62.35%和 56.52%，较调整前分别上升 0.57 个百分点、1.04 个百分点和 1.20 个百分点，仍处于合理水平。从债务期限结构来看，公司债务到期较为分散，整体偿债压力一般。

表 10 截至 2020 年 3 月底公司债务期限情况（单位：亿元）

项目	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	其他非流动负债	其他流动负债	长期应付款	债务合计
2020年4-12月	6.50	0.81	82.71	--	20.00	--	8.18	9.20	127.40
2021年	0.40	--	30.18	72.19	21.60	-	--	--	124.37
2022年	--	--	--	116.08	52.50	25.00	--	--	193.58

2023年以及后	--	--	--	110.95	32.00	-	--	--	142.95
合计	6.90	0.81	112.89	299.22	126.10	25.00	8.18	9.20	588.31

注：应付债券部分考虑回售金额

资料来源：公司提供、联合评级整理

(2) 所有者权益

公司少数股东权益及未分配利润有所增长，带动公司所有者权益稳步增长；所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 369.72 亿元，较年初增长 32.87%，主要系随着合作开发项目以及未分配利润的增加，公司少数股东权益快速增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 51.44%，少数股东权益占比为 48.56%。归属于母公司所有者权益 190.18 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 10.52%、0.22%、-0.25%和 78.99%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 371.23 亿元，较年初增长 0.41%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 57.52%，少数股东权益占比为 42.48%。归属于母公司所有者权益 213.53 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 9.37%、0.56%、-0.25%和 80.95%，归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大。

4. 盈利能力

房地产开发销售为公司收入和利润的主要来源，受结转收入增加影响，公司 2019 年营业收入有所提升。随着公司经营规模不断扩大，利润规模保持增长；整体盈利指标有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 320.73 亿元，同比增长 17.27%，同期，公司营业成本同比增长 26.60%至 215.59 亿元。受公司前期开工项目竣工交房量上升的影响，公司房地产结转收入持续增长。

公司期间费用以销售费用和财务费用为主，随着房地产业务规模不断扩大及公司债务规模的增长。2019 年公司期间费用为 27.63 亿元，同比增长 6.79%，期间费用构成中，销售费用占 73.12%、财务费用占 21.55%。其中，销售费用为 20.20 亿元，较上年增长 38.67%，主要系销售规模增加相关费用随之增加所致；管理费用为 1.47 亿元，较上年增长 11.75%，主要系人工费用、办公费用等增加所致；财务费用为 5.95 亿元，较上年下降 40.38%，主要系利息资本化金额增加所致。

非经营性损益方面，2019 年投资收益为 3.24 亿元，同比增长 7.81%，主要为收取的联营单位及其股东的资金拆借利息。2019 年，公司信用减值损失-1.08 亿元，主要为其他应收款坏账损失。公司非经营性损益规模不大，对营业利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 29.45%，较上年变化不大。公司总资产收益率分别为 6.91%，有所下降。公司总资产报酬率为 5.22%，有所下降。公司净资产收益率为 14.82%，有所下降。公司盈利指标均有所下降。

5. 现金流

2019 年，受销售回款增长的影响，公司经营活动净现金流规模大幅增长；受公司支付关联单位往来款增长的影响，2019 年公司投资活动现金流转为净流出状态；随着到期债务规模的增长以及开发项目的资金投入，公司仍存在一定的融资需求。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入为 1,038.08 亿元，较年初增长 121.59%；公司销售商品、提供劳务收到的现金 647.51 亿元，同比增长 82.88%，系公司 2019 年签约销售收入大

幅提升所致。2019年，公司经营活动现金流出为912.44亿元，较年初增长97.23%，主要系近2019年公司大量获取土地所致。2019年，公司经营活动现金净额为125.64亿元，经营活动产生的现金流量净额转为大额净流入。

从投资活动来看 2019年，公司投资活动现金流入为82.88亿元，较年初下降75.60%，主要系2018年公司收回投资收到的现金292.05亿元和收到其他与投资活动有关的现金44.62亿元，规模较大所致。2019年，公司投资活动现金流出为176.97亿元，较年初下降41.24%，系支付其他与投资活动有关的现金增长所致。2019年，公司投资活动现金净额为-94.09亿元，由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入为474.51亿元，较年初增长48.64%，主要为取得借款及收到其他与筹资活动有关的现金，其中收到其他与筹资活动有关的现金主要为收到关联单位资金拆入款52.92亿元和购房尾款ABS置换50.43亿元所致。2019年，公司筹资活动现金流出为415.70亿元，较年初增长25.17%，主要为偿还债务、分配股利、利润或偿付利息和支付其他与筹资活动有关的现金。2019年，公司筹资活动现金净额为58.82亿元，由净流出转为净流入。

2020年1—3月，公司经营活动现金净流出17.24亿元，同期投资活动现金流量净额为-29.52亿元，筹资活动现金流净额57.90亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现尚可，同时考虑到公司在经营规模、股东背景以及区域竞争力等方面的优势，其整体偿债能力极强。

短期偿债能力方面，2018—2019年，公司流动比率分别为2.13倍和1.70倍，有所下降。2018—2019年，公司速动比率分别为0.44倍和0.54倍，有所上升。公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。现金短期债务比从年初的2.31倍下降至1.48倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。截至2020年3月末，公司现金短期债务比为1.49倍，变化不大。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019年公司EBITDA为较上年增长7.87%。从构成看，公司EBITDA由计入财务费用的利息支出（占9.06%）和利润总额（占87.67%）构成。2018—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为2.50倍和2.55倍，变化不大，EBITDA对利息的覆盖程度较高。2018—2019年，公司EBITDA全部债务比分别为0.17倍和0.14倍，小幅下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至2020年3月末，公司无重大未决诉讼事项。

截至2020年3月末，公司及下属子公司为商品购房人购房抵押贷款提供的阶段性担保金额为人民币308.12亿元，该阶段性担保风险较小。除为客户按揭贷款提供保证担保以外，截至2020年3月底，公司对外担保19.43亿元，被担保对象主要为公司参股的项目公司，或有负债风险可控。

截至2020年3月末，公司在多家银行获得授信总额为555.25亿元，已使用额度为345.67亿元，尚未使用额度为209.58亿元，上述额度包括银行债券投资额度，公司间接融资渠道畅通。此外，公司下属建发国际集团（1805.HK）为港股上市公司，公司具备直接融资渠道。

根据中国人民银行征信中心查询信息（机构信用代码为G10350203000293806），截至2020年4月15日，公司有1笔已结清欠息记录，系银行操作失误造成。未结清中无关注和不良信贷记录。

7. 母公司财务分析

母公司为债务融资主体，有息债务规模大；主要业务集中于下属子公司，母公司收入规模较小，利润主要来源于投资收益。母公司财务实力一般。

截至 2019 年末，母公司资产总额 518.12 亿元，较上年末增长 28.89%，流动资产 480.10 亿元（占 92.66%），非流动资产 38.02 亿元（占 7.34%），母公司资产构成以流动资产为主。截至 2020 年 3 月底，母公司资产总额 580.18 亿元，较 2019 年末增长 11.80%，主要系其他应收款的增长；截至 2020 年 3 月底，母公司其他应收款 523.53 亿元，较 2019 年末增长 11.85%。

截至 2019 年末，母公司负债合计 414.62 亿元，较上年末增长 36.01%，其中流动负债 239.85 亿元（占 57.85%），非流动负债 174.77 亿元（占 42.15%）。截至 2020 年 3 月底，母公司负债合计 476.03 亿元，较 2019 年末增长 14.81%，主要系以其他应付款为主的流动负债的增长；截至 2020 年 3 月底，母公司其他应付款 244.15 亿元，较 2019 年末增长 30.85%。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 103.50 亿元，较上年末增长 6.56%，主要系未分配利润增长所致。截至 2020 年 3 月底，母公司所有者权益为 104.15 亿元，较 2019 年末小幅增长 0.63%。

盈利能力方面，2019 年，母公司实现营业收入 16.72 亿元，营业成本 14.10 亿元。2019 年，母公司实现营业利润 17.29 亿元，利润总额 17.46 亿元，利润主要来自投资收益（2019 年为 22.32 亿元）。2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.78 亿元，利润总额 0.87 亿元，利润主要来自投资收益（2020 年 1—3 月为 2.79 亿元）。

现金流方面，母公司经营活动现金净流量有所波动，2019 年由净流出转为净流入，为 58.22 亿元；投资活动现金净流量转为净流出，净流出规模 109.09 亿元；筹资活动前现金净流量为-50.88 亿元；筹资活动净现金流仍净流入状态，2019 年为 46.40 亿元。2020 年 1—3 月，母公司经营活动现金净流量为 18.95 亿元，投资活动现金净流量为-8.95 亿元，筹资活动前现金净流量为 10.00 亿元；同期筹资活动现金净流量为-1.03 亿元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 191.56 亿元，约为“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”代偿本金（合计 43.00 亿元）的 4.45 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度较高；截至 2020 年 3 月末，公司净资产为 371.23 亿元，为“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”代偿本金（43.00 亿元）的 8.63 倍，公司净资产对本期债券按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 75.84 亿元，为“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”代偿本金（43.00 亿元）的 1.76 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 1,038.08 亿元，为“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”代偿本金（43.00 亿元）的 24.14 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为福建省从事房地产开发的知名企业，在经营规模、区域竞争力、市场品牌等方面具有一定的综合竞争优势，联合评级认为，公司对“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”的偿还能力极强。

八、债权保护分析

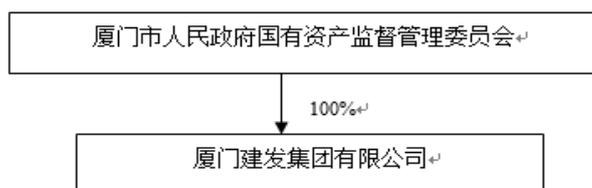
“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”由建发

集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

1. 建发集团概况

建发集团原名厦门经济特区建设发展公司，是经厦门市人民政府“厦政（1981）第12号”文、福建省厦门经济特区管委会“厦特管字（1981）002号”文批准，于1981年1月设立的一家综合性的国有独资有限公司，是由厦门市国资委直接管理的大型国有企业。截至2019年末，建发集团注册资本为67.50亿元。

图2 截至2020年3月末建发集团股权结构图



资料来源：建发集团提供

建发集团的业务包括进出口贸易及供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展等多个领域。

截至2020年3月末，建发集团设有投资管理部、战略管理部、资产管理部等合计10个部门（见附件3）。

截至2019年末，建发集团合并资产总额3,413.45亿元，负债合计2,447.33亿元，所有者权益966.12亿元，其中归属于母公司所有者权益518.05亿元。2019年，建发集团实现营业收入3,396.90亿元，净利润86.82亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润46.10亿元；经营活动产生的现金流量净额115.04亿元，现金及现金等价物净增加额115.03亿元。

截至2020年3月末，建发集团合并资产总额3,764.42亿元，负债合计2,832.54亿元，所有者权益931.88亿元，其中归属于母公司所有者权益500.64亿元。2020年1—3月，建发集团实现营业收入691.24亿元，净利润20.50亿元，其中归属于母公司所有者的净利润12.34亿元；经营活动产生的现金流量净额-159.13亿元，现金及现金等价物净增加额68.54亿元。

建发集团注册地址：厦门市思明区环岛东路1699号建发国际大厦43楼；法定代表人：黄文洲。

2. 建发集团经营情况

建发集团业务涉及较广，主要业务为供应链运营和房地产，整体收入规模较大且增长较快，综合毛利率受供应链业务影响大。

建发集团经营业务主要包括供应链运营、房地产开发、旅游饮食服务和会展收入。其中供应链运营业务由建发股份运营，其将贸易、物流两块业务进行整合提升，主要面向中小企业客户，通过供应链运营的深度和广度，立足优势领域，做精纵向，拓展横向，逐步形成上控资源、下控渠道，中间提供物流、金融、信息等增值服务的经营模式，并已形成浆纸、钢铁、矿产品、化工产品、农产品、机电产品、轻纺产品、物流服务、汽车及酒类共计十大核心子业务；房地产业务则主要依托建发房产和公司进行运营；旅游饮食服务业板块主要涉及旅游和酒店业务，主要由厦门建发旅游集团有限公司经营；其他业务主要为投资板块收入。

2019年，建发集团供应链运营业务收入占比仍占主导地位。2019年，建发集团营业收入3,396.90亿元，较2018年增长20.19%，主要来自于供应链业务收入增长。其中供应链运营业务收入占84.49%，房地产业务收入占13.50%，其他业务占比较小。

表 11 2017-2019 年建发集团营业收入情况 (单位: 亿元、%)

板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营	1,884.67	85.57	3.06	2,359.43	83.48	2.88	2,869.95	84.49	2.60
房地产业	291.73	13.25	26.32	405.79	14.36	35.37	458.74	13.50	28.63
旅游饮食业	9.86	0.45	82.96	11.40	0.40	82.03	11.50	0.34	82.35
会展业务	4.71	0.21	22.01	5.44	0.19	23.74	6.14	0.18	27.85
城建业务	1.94	0.09	14.09	4.50	0.16	20.99	5.53	0.16	20.07
其他业务	9.62	0.44	60.54	39.65	1.41	41.19	45.05	1.33	33.87
合计	2,202.53	100.00	6.80	2,826.21	100.00	8.47	3,396.90	100.00	6.87

资料来源: 建发集团提供

从综合毛利率来看, 2019 年综合毛利率有所下降, 主要系供应链运营及房地产业务毛利率均有所下降所致。从各板块来看, 在错综复杂的国内外经济与贸易环境下, 2019 年, 建发集团供应链运营板块毛利率有所下降; 房地产板块毛利率因结转项目差异有所下降。

(1) 供应链运营业务

建发股份依靠相关专业、规模、渠道和资金等优势, 构建了上控资源、下控渠道, 中间提供物流、信息等增值服务的经营模式, 业务规模逐渐扩大。

近年来, 建发股份主要供应链业务陆续转移至相关子公司, 目前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 12 截至 2019 年末建发股份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	3.00	166.71	32.51	1,059.66	4.88	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	3.00	29.56	4.85	169.74	0.41	钢铁供应链运营
建发物资	100.00	3.00	17.95	3.50	89.55	0.11	钢材内贸和进出口业务, 系建发股份钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	55.64	12.05	303.34	1.21	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	28.39	10.47	115.17	2.00	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	40.88	9.63	213.75	1.68	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: 建发股份提供

目前建发股份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 80% 以上。

钢材

钢铁贸易是供应链业务中对收入贡献最大的板块, 经营主体主要以建发金属和建发物资为主, 经营品种包含钢坯, 卷板(热轧、冷轧)、建材、板材、型钢等。

建发股份目前已形成了较为稳定的经营模式和供销链条: 上游方面, 建发股份主要与国内多家大型钢厂建立长期合作关系, 成为其战略伙伴, 与钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金, 以锁定

钢材供应量，建发股份借此加强对钢铁资源的控货能力并可在完成供应量后获取一定返利，同时提高对货物物流环节的运输效率。目前，建发金属系首钢集团、河北津西钢铁集团股份有限公司最大战略合作伙伴，建发物资系山东钢铁集团有限公司和本钢集团有限公司等多家大型钢厂战略合作伙伴。建发股份下游客户中经销商约占 65%，下游终端客户约占 35%，建发股份销售模式主要为与下游客户签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金，建发股份每个月根据下游客户需求收取 15%~20% 保证金后向钢厂订货，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量，结算价格为钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司付款提货。

为防范存货跌价风险，建发股份采用保证金追加措施，根据下游客户的履约能力及订货量，在钢材跌价之后追加保证金并保留货物处置权利。目前，建发股份 70% 货物存放在第三方物流，建发股份一般选择国企背景且风险管理能力较好的物流及仓储公司，以保证货物安全及货权控制能力。

相比传统的贸易模式，由于建发股份订单稳定且规模较大，与上游议价能力较强，可获得较为优惠的采购价格，同时公司通过下游订单整合，可及时与钢厂生产调配进行衔接，进而提高钢厂生产效率，降低钢厂库存占用，整个供应链过程中的周转效率及资源调配得以提升，建发股份进而可赚取比传统贸易模式更多的利润。

矿产品

矿产品贸易主要由子公司厦门建发矿业有限公司和建发股份本部经营。建发股份经营铁矿石业务多年，拥有丰富的市场经验和资源渠道，与巴西、澳洲、乌克兰等国知名矿山保持良好的长期合作关系。

一般来讲，由下游直接与矿山签订长协，建发股份与上游长协签订比例较小，主要根据下游客户需求进行补充采购，上游供应商包括力拓、淡水河谷、乌克兰 METINVEST、俄罗斯 METALLOINVEST 等，建发股份与上游供应商主要以信用证和 T/T 方式结算。

销售方面，以内销为主，主要销售对象为国内的大中型国营和民营钢厂，建发股份与柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢、宁钢、中天钢铁等国内众多大中型钢铁厂均有着稳定密切的合作。建发股份与下游主要以信用证方式进行结算或者在销售前收取部分保证金，销售结算后以电汇方式进行结算。

浆纸

建发股份浆纸供应链主要经营实体为建发纸业。经营模式为：由建发股份向各大造纸厂提供木浆、竹浆、废纸等造纸原料，同时经销造纸厂的纸张产品，并销售给印刷厂与出版企业等终端客户，在此过程中为客户提供原材料采购、物流配送、销售结算等服务。目前建发纸业已成为全国最大的林浆纸供应链运营商。

由于国内木浆生产能力有限，造纸行业所需木浆主要依赖进口，建发股份上游供应商主要为国外浆厂的代理商和国外浆厂，建发股份与国外浆厂合作较为紧密，并通过长期合作良好的供应商按年签订年度协议，保证建发股份有稳定的货源供应，每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向建发股份报价，双方经过磋商达成一致就签订合同，一般一个月定一次采购价，建发股份在协议规定的采购量后有相应的返利收入。对于没有签订长期协议的供应商，根据市场行情变化和下游客户需要，建发股份实时与其联系、下单，实行较为灵活的采购政策。由于纸浆行业上游供应商话语权较大，且采购价格具备一定竞争优势，纸浆贸易自营比例占 60% 左右，可以抵抗一定价格波动风险。

浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华南、山东、江浙沪等地区。纸浆销售模式一般采用现款销售，部分采用年度销售协议锁定客户的采购量，如果客户有信用的需求，会根据该客户的信用情况给予一定的账期。纸张销售方面，建发股份通过信保公司给予客户一定的授信金额

和期限，赊销给客户，对初次合作及规模较小的客户，销售和采购一般采取款到发货或货到收款的模式。

农产品

农产品板块运营主体以厦门建发农产品有限公司、厦门建发原材料贸易有限公司（以下简称“建发原材料”）及建发股份本部为主，主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进口及内贸业务，其中占比较大的为饲料原料。

目前，建发股份主要通过进口采购，结算方式主要通过信用证的方式结算，供应商主要有 CARGILL INDUSTRIAL & COMMERCIAL (WUHAN) CO., LTD.; ADM EXPORT 等。在拓宽新品种的同时，建发股份拓宽购销渠道，与嘉吉、来宝、新希望、双胞胎、通威及漓源等国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系，建发股份与下游结算模式主要以短期赊销方式。

风险控制方面，为规避大宗商品的价格变动风险，建发股份在期货市场上对粮油业务中的植物油和橡胶业务进行套期保值，从而锁定风险及收益。

汽车

汽车板块运营主体建发汽车是福建地区最大的品牌汽车经销商。截至 2018 年底，建发股份共有约 40 家汽车 4S 店及展厅，主营宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、进口大众等中高端品牌，车型涵盖了小轿车、跑车及越野车等。汽车上游供应商主要为各品牌的中国国内供应商，建发股份主要采取签订品牌年度总授权，然后根据整体销售进度及下游客户的个别需求来确定采购量，分批审批下单，结算方面，建发股份与上游供应商主要采用电汇结算。对下游客户，建发股份一律采用先收齐全款再开票发货的方式销售，同时通过与银行合作，为客户提供信用卡分期、抵押贷款等车款融资方式，及通过开办厂家金融业务，为客户增设多种购车融资渠道。

建发股份近年来积极发展汽车产品的销售和服务业务，先后获得了保时捷、进口大众、讴歌、三菱、标志、双龙等品牌的地区销售授权。区域拓展方面，除厦门地区外，建发股份相继在西安、泉州等地开设了 4S 店或销售中心。

化工、机电五矿、轻工纺织和物流服务业务收入规模较小，对建发股份供应链运营业务影响不大。

(2) 房地产业务

受新开工大幅下滑以及市场原因影响，联发集团 2019 年签约销售规模有所下滑，签约销售均价变动不大。联发集团剩余可售项目中三线及以下城市占比较高，未来其销售去化或将存在一定的不确定性；剩余可售项目相较销售略显不足，联发集团存在一定补库存需求。

建发集团的房地产业务主要由联发集团和建发房地产经营，建发房地产经营情况详见前文。

联发集团土地储备主要位于武汉、重庆、南昌等二线城市。2019 年，联发集团共购入土地 19 块，新增土地储备权益面积 229.74 万平方米。2020 年 1—3 月，联发集团未新增购入土地。截至 2020 年 3 月末，联发集团土地储备权益建筑面积达到 222.59 万平方米。从 2019 年新开工面积来看，联发集团土地储备面积偏小，面临补库存需求。

2019 年，联发集团新开工面积有所下降；同期受工程进度影响，联发集团竣工面积小幅增长；期末在建面积规模较大。2020 年 1—3 月，由于竣工面积较少，在建面积进一步增加。

表13 近三年联发集团房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
当期新开工面积	295.03	563.13	167.60	73.63

当期竣工面积	99.88	207.00	246.17	8.34
期末在建面积	481.11	837.24	758.67	823.95

资料来源：联发集团提供

截至 2020 年 3 月末，联发集团在建和拟建项目规模较大，在建和拟建项目共 48 个，其中有 28 个项目进度超过 50%。截至 2020 年 3 月末，项目总投资 962.37 亿元，累计已投资 611.72 亿元，未来三年预计投资 350.65 亿元。联发集团尚需投资规模较大，有一定资本支出压力。

2019 年，联发集团签约销售面积和金额均有所下降。签约销售均价较为稳定。

表14 2017-2019年及2020年1-3月联发集团房地产销售情况（单位：亿元、万元/平方米、万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1-3月
签约销售面积	240.66	317.29	252.97	24.41
签约销售金额	258.35	349.27	273.04	28.42
签约销售均价	1.07	1.10	1.08	1.16
结转面积	128.80	167.35	170.02	8.29
结转收入	111.93	157.01	166.26	8.91

资料来源：联发集团提供

3. 建发集团财务分析

建发集团提供的 2018—2019 年报由中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。建发集团提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。建发集团财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）编制。

从合并范围上看，2019 年，建发集团非同一控制下企业合并 3 家，新设子公司 40 家，处置子公司 13 家，注销子公司 1 家。建发集团新设立子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2019 年末，建发集团合并资产总额 3,413.45 亿元，负债合计 2,447.33 亿元，所有者权益 966.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益 518.05 亿元。2019 年，建发集团实现营业收入 3,396.90 亿元，净利润 86.82 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 46.10 亿元；经营活动产生的现金流量净额 115.04 亿元，现金及现金等价物净增加额 115.03 亿元。

截至 2020 年 3 月末，建发集团合并资产总额 3,764.42 亿元，负债合计 2,832.54 亿元，所有者权益 931.88 亿元，其中归属于母公司所有者权益 500.64 亿元。2020 年 1—3 月，建发集团实现营业收入 691.24 亿元，净利润 20.50 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 12.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额-159.13 亿元，现金及现金等价物净增加额 68.54 亿元。

（1）资产质量

近年来建发集团资产规模增长较快，资产构成以流动资产为主，货币资金充裕；非流动资产中投资性房地产按成本计量，有一定增值空间，固定资产成新率较高；资产质量较好。

截至 2019 年末，建发集团合并资产总额 3,413.45 亿元，较年初增长 35.06%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 83.28%，非流动资产占 16.72%，建发集团资产以流动资产为主。

截至 2019 年末，建发集团流动资产 2,842.88 亿元，较年初增长 39.58%，主要系存货增加所致。建发集团流动资产主要由货币资金（占 13.71%）、预付款项（占 5.83%）、其他应收款（占 9.81%）和存货（占 61.04%）构成。

截至 2019 年末，建发集团货币资金 389.79 亿元，较年初增长 49.56%，主要系取得借款收到现金增加所致。货币资金中受限 62.05 亿元，占货币资金的 15.92%，受限比例一般；受限资金为不能随时用于支付的银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金等。

截至 2019 年末，建发集团预付款项 165.81 亿元，较年初增长 70.09%，建发集团预付款项主要为预付造船款。

截至 2019 年末，建发集团其他应收款 278.93 亿元，较年初增长 119.58%，主要系往来款增加所致。其他应收款计提坏账准备 5.22 亿元，计提比例 1.88%；其他应收款期末余额前五名占 41.08%，集中度尚可。

截至 2019 年末，建发集团存货 1,735.30 亿元，较年初增长 28.00%，主要系房地产新增项目较多，开发成本增加所致。截至 2019 年末，建发集团共计提存货跌价准备 14.02 亿元，计提比例 0.80%，其中对库存商品计提 3.86 亿元，对开发产品计提 2.44 亿元，对开发成本计提 7.72 亿元。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也有一定跌价风险。

截至 2019 年末，建发集团非流动资产 570.56 亿元，较年初增长 16.30%，建发集团非流动资产主要由可供出售金融资产（占 9.72%）、长期应收款（占 5.64%）、长期股权投资（占 28.56%）、投资性房地产（占 16.12%）、固定资产（占 17.84%）和递延所得税资产（占 8.88%）构成。

截至 2019 年末，建发集团可供出售金融资产 55.46 亿元，较年初增长 39.48%，主要系对外投资增加所致。可供出售金融资产中按公允价值计量的合计 6.58 亿元，按成本计量的合计 48.88 亿元。2019 年可供出售金融资产实现投资收益 0.28 亿元。

截至 2019 年末，建发集团长期应收款 32.21 亿元，较年初下降 11.53%，主要系“后埔-枋湖旧村改造”项目土地出让，政府拨付出让金，长期应收款结转为收入所致。

截至 2019 年末，建发集团长期股权投资 162.98 亿元，较年初增长 28.41%，主要系对联营企业增加投资所致。2019 年权益法核算的长期股权投资收益为 9.51 亿元。

截至 2019 年末，建发集团投资性房地产 91.98 亿元，较年初增长 0.48%，较年初变化不大。投资性房地产按成本法计量，存在一定升值空间。

截至 2019 年末，建发集团固定资产 101.78 亿元，较年初增长 12.66%，主要系房屋及建筑物增加所致。固定资产账面原值 138.06 亿元，主要由房屋及建筑物（占 84.24%）构成。固定资产累计计提折旧 36.26 亿元，成新率较高，为 73.74%。

截至 2019 年末，建发集团递延所得税资产 50.64 亿元，较年初增长 20.48%，主要系预收款项造成的可抵扣暂时性差异增加所致。

截至 2019 年末，建发集团受限资产合计 556.44 亿元，占总资产的 16.30%，占比不大。

截至 2020 年 3 月末，建发集团合并资产总额 3,764.42 亿元，较年初增长 10.28%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 84.78%，非流动资产占 15.22%。资产结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，建发集团流动资产 3,191.29 亿元，较年初增长 12.26%，主要系存货增加所致。截至 2020 年 3 月末，建发集团非流动资产 573.13 亿元，较年初增长 0.45%，较年初变化不大。

（2）负债和所有者权益

随着建发集团业务不断扩大，债务规模有所增长；建发集团债务结构以长期债务为主，债务负担不重。2019 年，建发集团所有者权益有所增长，但少数股东权益和其他权益工具占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，建发集团负债总额 2,447.33 亿元，较年初增长 39.76%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 70.98%，非流动负债占 29.02%。建发集团负债以流动负债为主。

截至 2019 年末，建发集团流动负债 1,737.14 亿元，较年初增长 46.31%，主要系流动负债增加所致。建发集团流动负债主要由应付票据（占 7.52%）、应付账款（占 15.36%）、其他应付款（占 12.48%）、预收款项（占 46.82%）和一年内到期的非流动负债（占 8.64%）构成。

截至 2019 年末，建发集团应付票据 130.61 亿元，较年初增长 64.22%，主要系商业承兑汇票增加所致。

截至 2019 年末，建发集团应付账款 266.89 亿元，较年初增长 74.59%，主要系应付货款和应付开发成本款增加所致。应付账款主要由应付货款（占 43.26%）和应付开发成本款（占 52.72%）构成。

截至 2019 年末，建发集团预收款项 813.39 亿元，较年初增长 65.10%，主要系预收购房款增加所致。

截至 2019 年末，建发集团其他应付款 216.77 亿元，较年初增长 11.64%，主要系房地产业务应收合作方资金往来款增加所致。

截至 2019 年末，建发集团一年内到期的非流动负债 150.04 亿元，较年初增长 24.77%，主要系一年内到期的长期应付款增加所致。

截至 2019 年末，建发集团非流动负债 710.19 亿元，较年初增长 25.97%，主要系长期借款增加所致。建发集团非流动负债主要由长期借款（占 52.13%）和应付债券（占 39.12%）构成。

截至 2019 年末，建发集团长期借款 370.23 亿元，较年初增长 51.38%，主要系业务规模扩大融资增加所致；长期借款主要由抵押借款和保证借款构成。

截至 2019 年末，建发集团应付债券 277.81 亿元，较年初增长 17.06%，主要系建发集团新增发行中期票据和公司债券所致。

截至 2019 年末，建发集团全部债务 1,056.31 亿元，较年初增长 27.37%，主要系建发集团新增发行中期票据、公司债券所致。其中，短期债务占 33.99%，长期债务占 66.01%，以长期债务为主。短期债务 359.06 亿元，长期债务 697.24 亿元。2018—2019 年，建发集团资产负债率分别为 69.28% 和 71.70%，有所增长；全部债务资本化比率分别为 51.65% 和 52.23%，小幅增长；长期债务资本化比率分别为 41.61% 和 41.92%，变化不大。整体看，建发集团债务负担不重。

如将永续债调入长期债务，截至 2019 年末，建发集团全部债务增至 1,323.78 亿元。其中，短期债务 359.06 亿元（占 27.12%），长期债务 964.72 亿元（占 72.88%）。截至 2019 年末，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.53%、65.46% 和 58.00%，较调整前分别上升 7.84 个百分点、13.23 个百分点和 16.08 个百分点。债务负担明显加重，但仍属于可控水平。

截至 2020 年 3 月末，建发集团负债总额 2,832.54 亿元，较年初增长 15.74%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 71.13%，非流动负债占 28.87%。建发集团以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，建发集团全部债务 1,322.11 亿元，较年初增长 25.16%。其中，短期债务 518.48 亿元（占 39.22%），长期债务 803.63 亿元（占 60.78%）。截至 2020 年 3 月末，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.24%、58.66% 和 46.30%，较年初分别提高 3.55 个百分点、提高 6.43 个百分点和提高 4.39 个百分点，债务负担增加，但仍处于可控水平。

截至 2019 年末，建发集团所有者权益为 966.12 亿元，较年初增长 24.45%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 53.62%，少数股东权益占比为 46.38%。归属于

母公司所有者权益 518.05 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 13.03%、4.54%、0.92%和 26.08%，其他权益工具占比较高，建发集团所有者权益稳定性一般。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 931.88 亿元，较年初下降 3.54%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 53.72%，少数股东权益占比为 46.28%。归属于母公司所有者权益 500.64 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 13.48%、4.84%、1.65%和 29.31%。所有者权益结构稳定性一般。

(3) 盈利能力

建发集团收入规模不断扩大，期间费用控制能力较强，但盈利能力一般，投资收益对利润水平影响较大，且可持续性一般。

2019 年，随着供应链业务规模的扩大和房地产业务销售收入的增长，建发集团营业收入有所增长，实现营业收入 3,396.90 亿元，较年初增长 20.19%；净利润 86.82 亿元，较年初增长 6.99%。

从期间费用看，2019 年，建发集团期间费用总额为 111.02 亿元，较上年增长 6.00%，主要系销售费用增加所致。从构成看，建发集团销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 72.99%、13.85%、0.12%和 13.04%，以销售费用为主。其中，销售费用为 81.04 亿元，较上年增长 23.15%，主要系港杂运杂费及职工薪酬增加所致；管理费用为 15.37 亿元，较上年增长 6.97%，主要系办公费增加所致；研发费用为 0.13 亿元，较上年增长 40.27%；财务费用为 14.48 亿元，较上年下降 40.83%，主要系利息资本化增加所致。2018—2019 年，建发集团费用收入比分别为 3.71%和 3.27%，建发集团费用控制能力较强。

投资收益方面，2019 年，建发集团投资收益占当期营业利润比率为 18.89%，营业利润对投资收益依赖程度较大，投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益和处置长期股权投资产生的投资收益，可持续性一般。

从盈利指标看，2019 年，建发集团营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均有所下降。其中，营业利润率由上年的 7.24%下降为 6.23%；总资本收益率由上年的 6.91%下降为 5.75%；总资产报酬率由上年的 5.86%下降为 4.57%；建发集团净资产收益率由上年的 11.38%下降为 9.97%。建发集团各盈利指标一般。

(4) 现金流

2019 年，建发集团经营活动持续净流入，投资活动现金流有所波动，筹资活动现金流由净流出转为净流入，建发集团仍存在一定的筹资需求。

从经营活动来看，2019 年，随着供应链业务和房地产业务的增长，建发集团经营活动现金流入 4,447.04 亿元，较上年增长 36.42%；经营活动现金流出 4,332.00 亿元，较上年增长 34.76%。2019 年，建发集团经营活动现金净流入 115.04 亿元，较上年增长 153.69%。2019 年，建发集团现金收入比为 117.22%，较上年提高 7.06 个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2019 年，建发集团投资活动现金流入 263.68 亿元，较上年下降 46.16%，主要系收回投资规模下降所致；投资活动现金流出 402.67 亿元，较上年下降 8.99%，主要系对外投资力度加大所致。2019 年，建发集团投资活动现金净流出 138.99 亿元，由上年净流入转为净流出。

从筹资活动来看，随着业务规模扩大，建发集团筹资需求快速上升。2019 年，建发集团筹资活动现金流入 1,372.26 亿元，较上年增长 45.97%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出 1,234.79 亿元，较上年增长 26.71%，主要系偿还债务增加所致。2019 年，建发集团筹资活动现金净流入 137.47 亿元，较上年净流出转为净流入。

(5) 偿债能力

建发集团短期偿债能力尚可，长期偿债能力指标一般，但考虑到建发集团作为地方大型国有企业，股东实力雄厚，经营规模和资产规模大，偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，建发集团流动比率与速动比率分别由年初的 1.72 倍和 0.57 倍分别下降至 1.64 倍和提高至 0.64 倍，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2019 年末，建发集团现金短期债务比由年初的 0.95 倍提高至 1.11 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，建发集团短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，建发集团 EBITDA 为 148.63 亿元，较上年增长 0.38%。从构成看，建发集团 EBITDA 由折旧（占 5.38%）、计入财务费用的利息支出（占 11.71%）、利润总额（占 79.70%）构成。2019 年，建发集团 EBITDA 利息倍数由上年的 2.86 倍提高至 2.94 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；建发集团 EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍下降至 0.14 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，建发集团长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年末，建发集团对外担保金额为 443.66 亿元，其中为商品房承购人提供的阶段性担保金额为 408.84 亿元，为其他企业提供担保的金额为 34.82 亿元，对外担保金额占建发集团合并净资产的比例为 45.92%。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为 G1035020300055520J），截至 2020 年 4 月 1 日，建发集团无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中不良/关注类贷款 11 笔，欠息 5 笔，均为银行系统问题导致。

截至 2020 年 3 月末，建发集团在多家银行获得授信总额度为 2,439.32 亿元，已使用额度 844.61 亿元，间接融资渠道畅通。

4. 担保效果评价

建发集团 2019 年 EBITDA 为 148.63 亿元，对“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”待偿本金 43.00 亿元的覆盖倍数为 3.46 倍，覆盖程度较高；经营活动现金流入为 4,447.04 亿元，对“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”待偿本金 43.00 亿元的覆盖倍数为 103.42 倍，覆盖程度高。

总体看，建发集团作为一家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，经营规模大、资产规模大，可持续发展能力强，其所提供的担保对公司债券信用状况具有显著的积极的影响。

九、综合评价

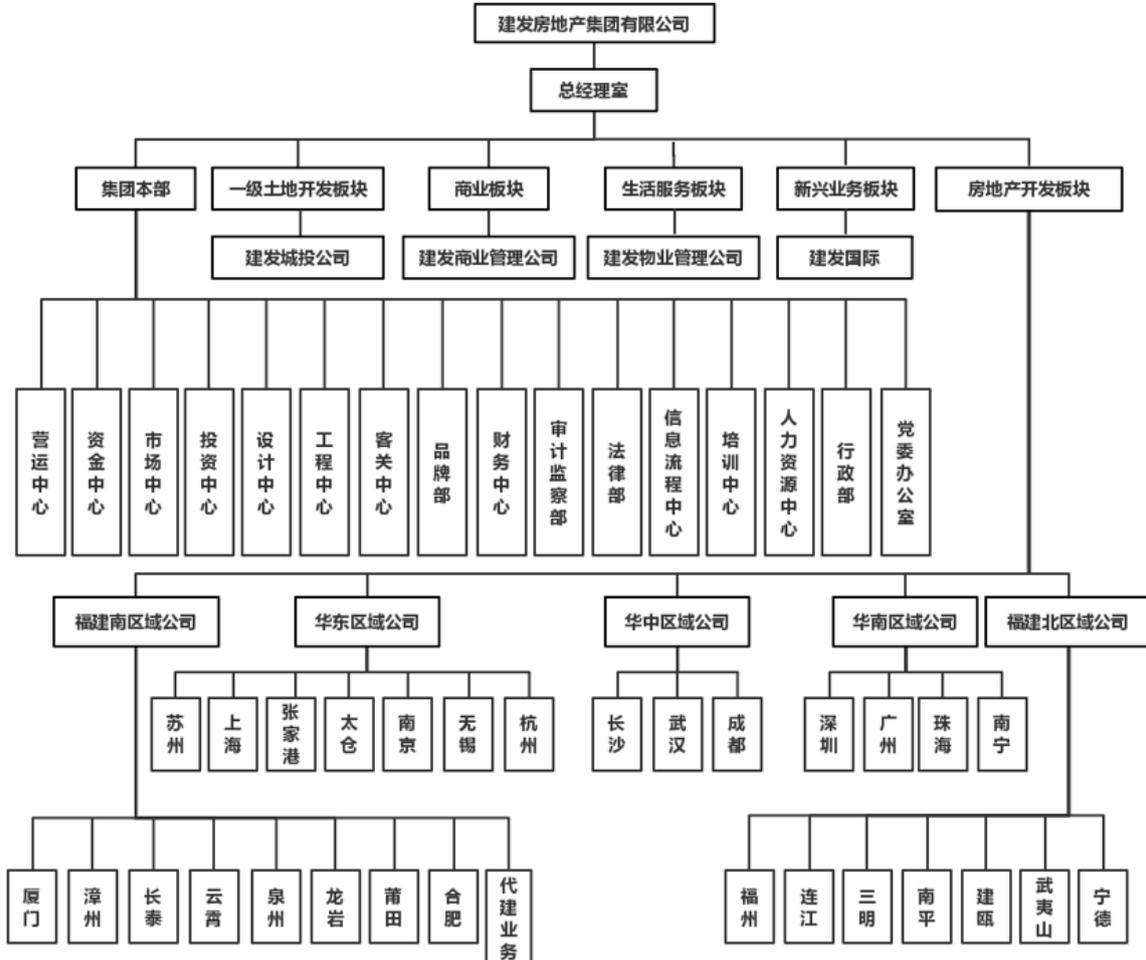
2019 年，公司作为厦门市国有控股的大型房地产开发商并继续承担部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作，其在区域内继续处于领先地位且能获得股东的大力支持。随着公司战略不断调整，公司签约销售面积和金额持续增长，经营活动净现金流大幅增长，且目前可售项目主要位于二线城市未来销售较有保障；公司投资性房地产区位优势明显，资产质量良好，债务结构合理。同时，联合评级也关注到，公司项目利润空间可能收窄，存在一定的资金支出压力，土地一级开发占用资金较多等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司项目的持续销售，公司房产销售收入和盈利水平有望进一步提升。

建发集团为“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。建发集团作为厦门市国资委实际控制的大型国有企业，资产规模较大，业务发展稳定，其担保对于保障公司债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

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“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”和“19 建房 06”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1 建发房地产集团有限公司 组织结构图

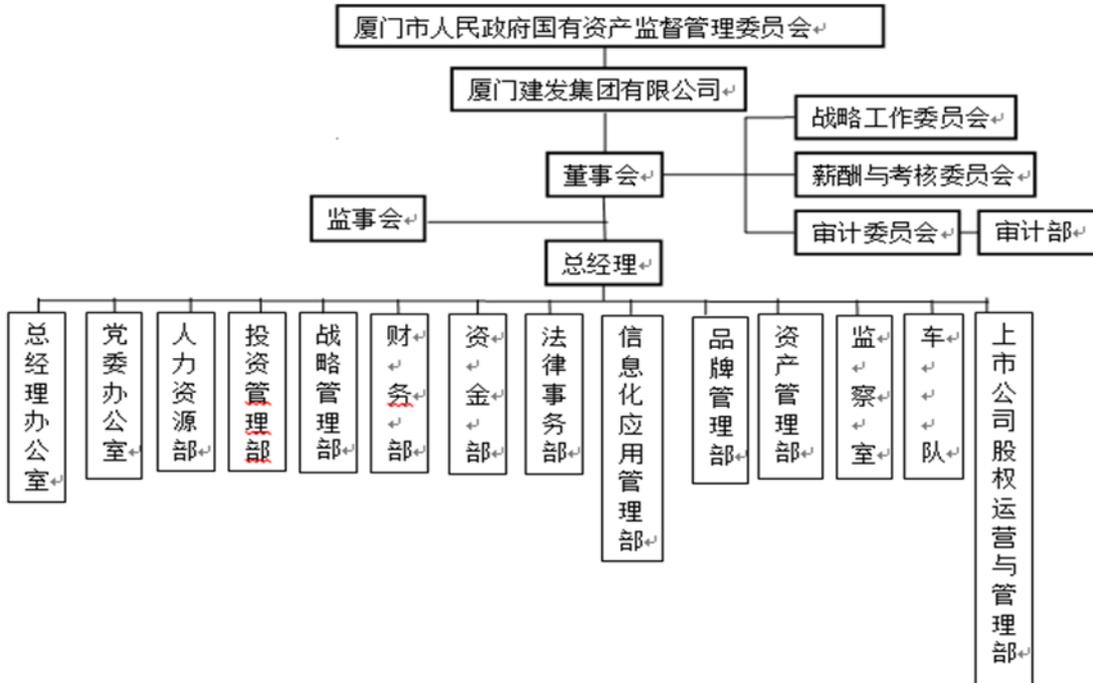


附件 2 建发房地产集团有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	861.33	1,128.78	1,680.33	1,765.83
所有者权益 (亿元)	212.99	278.26	369.72	371.23
短期债务 (亿元)	51.21	36.21	123.50	128.78
长期债务 (亿元)	345.16	375.41	406.13	459.52
全部债务 (亿元)	396.37	411.61	529.63	588.31
营业收入 (亿元)	181.18	273.51	320.73	64.28
净利润 (亿元)	23.95	42.44	48.03	20.39
EBITDA (亿元)	43.28	70.31	75.84	--
经营性净现金流 (亿元)	-158.90	5.84	125.64	-17.24
流动资产周转次数 (次)	0.30	0.32	0.25	--
存货周转次数 (次)	0.33	0.27	0.23	--
总资产周转次数 (次)	0.25	0.27	0.23	--
总资本收益率 (%)	6.64	8.06	6.91	--
总资产报酬率 (%)	5.73	6.82	5.22	--
净资产收益率 (%)	13.20	17.28	14.82	--
营业利润率 (%)	23.25	31.14	29.45	49.62
费用收入比 (%)	10.34	9.46	8.61	6.01
资产负债率 (%)	75.27	75.35	78.00	78.98
全部债务资本化比率 (%)	65.05	59.66	58.89	61.31
长期债务资本化比率 (%)	61.84	57.43	52.35	55.31
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.73	2.50	2.55	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.17	0.14	--
流动比率 (倍)	2.41	2.13	1.70	1.74
速动比率 (倍)	0.89	0.44	0.54	0.57
现金短期债务比 (倍)	0.92	2.31	1.48	1.49
经营现金流动负债比率 (%)	-53.36	1.24	13.98	-1.85
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.01	1.64	1.76	--

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加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. 公司 2020 年一季度报未经审计, 相关指标未予年化; 3. 公司其他流动负债计入短期债务, 其他非流动负债和长期应付款计入长期债务

附件 3 厦门建发集团有限公司 组织结构图



附件 4 厦门建发集团有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	2,102.08	2,527.37	3,413.45	3,764.42
所有者权益 (亿元)	649.56	776.31	966.12	931.88
短期债务 (亿元)	244.12	276.12	359.06	518.48
长期债务 (亿元)	569.69	553.22	697.24	803.63
全部债务 (亿元)	813.81	829.34	1,056.31	1,322.11
营业收入 (亿元)	2,202.53	2,826.21	3,396.90	691.24
净利润 (亿元)	44.19	81.15	86.82	20.50
EBITDA (亿元)	93.21	148.07	148.63	--
经营性净现金流 (亿元)	-191.24	45.35	115.04	-159.13
应收账款周转次数 (次)	61.79	52.04	36.40	--
存货周转次数 (次)	2.74	2.31	2.03	--
总资产周转次数 (次)	1.22	1.22	1.14	--
现金收入比率 (%)	109.48	110.16	117.22	128.56
总资本收益率 (%)	5.20	6.91	5.75	--
总资产报酬率 (%)	4.53	5.86	4.57	--
净资产收益率 (%)	7.96	11.38	9.97	--
营业利润率 (%)	5.82	7.24	6.23	6.56
费用收入比 (%)	3.80	3.71	3.27	2.51
资产负债率 (%)	69.10	69.28	71.70	75.24
全部债务资本化比率 (%)	55.61	51.65	52.23	58.66
长期债务资本化比率 (%)	46.72	41.61	41.92	46.30
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.71	2.86	2.94	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.18	0.14	--
流动比率 (倍)	1.81	1.72	1.64	1.58
速动比率 (倍)	0.83	0.57	0.64	0.63
现金短期债务比 (倍)	0.87	0.95	1.11	0.89
经营现金流动负债比率 (%)	-21.73	3.82	6.62	-7.90

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加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. 建发集团 2019 年一季报未经审计, 相关指标未予年化; 3. 建发集团其他流动负债中的有息部分计入短期债务, 长期应付款和其他非流动负债中的有息部分计入长期债务

附件 5 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-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+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 6 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。