

厦门建发集团有限公司公开发行 2019 年公司债券 (第一期)、公开发行 2019 年永续期公司债券(第 一期、第二期)、2020 年永续期公司债券(第一期) 跟踪评级报告 (2020)

项目负责人: 田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员: 孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

电话: (010)66428877

传真: (010)66426100

2020 年 06 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 2086 号

厦门建发集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 建集 01”、“19 建集 Y1”、“19 建集 Y2”、“20 建集 Y1”和“20 建集 Y2”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持厦门建发集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 建集 01”、“19 建集 Y1”、“19 建集 Y2”、“20 建集 Y1”和“20 建集 Y2”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司区域环境良好、供应链运营规模持续提升、房地产业务实力较强和持有优质股权等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时中诚信国际关注到外部环境变化及债务水平快速上升等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

厦门建发（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,102.08	2,531.25	3,413.45	3,764.42
所有者权益合计（亿元）	649.56	780.19	966.12	931.88
总负债（亿元）	1,452.52	1,751.06	2,447.33	2,832.54
总债务（亿元）	780.57	787.57	1,053.18	1,262.55
营业总收入（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
EBIT（亿元）	81.80	135.75	135.86	--
EBITDA（亿元）	93.21	148.07	148.63	--
经营活动净现金流（亿元）	-191.24	45.35	115.04	-159.13
营业毛利率(%)	6.73	8.47	6.87	6.67
总资产收益率(%)	4.53	5.86	4.57	--
资产负债率(%)	69.10	69.18	71.70	75.24
总资本化比率(%)	54.58	50.24	52.16	57.53
总债务/EBITDA(X)	8.37	5.32	7.09	--
EBITDA 利息倍数(X)	2.71	2.86	2.94	--

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **区域环境良好。**厦门市是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一，是国家计划单列市，位于中国（福建）自由贸易试验区内，为公司各板块业务的发展提供了有利的外部环境。

■ **供应链运营规模持续提升。**公司贸易从业经验丰富，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。2019 年公司供应链运营业务收入同比增长 21.64%，对收入水平构成良好支撑。

■ **房地产业务实力很强。**公司房地产业务在厦门区域市场具有很强的竞争力与很高的品牌认知度，并向外延伸进入华东及华

中地区，区域分布较好。同时，公司经营土地一级开发业务，可对利润构成较好补充。2019 年，公司房地产业务签约销售额同比增长 35.20%。

■ **持有优质股权。**公司持有厦门航空有限公司（以下简称“厦门航空”）及厦门国际银行股份有限公司（以下简称“厦门国际银行”）等优质企业股权，参股企业经营状况良好，能为公司带来稳定、可观的投资收益。2019 年，公司按权益法确认的投资收益为 9.51 亿元。

关 注

■ **外部环境变化。**近年来大宗商品价格有所复苏，但各国贸易保护主义升级、国际贸易摩擦加剧，加之新冠疫情在全球范围蔓延，我国对外贸易环境变化较大，中诚信国际将持续关注外部贸易环境变化对公司供应链业务的影响。同时，房地产调控环境依然严厉，部分区域出现限价情况，市场及企业分化格局不断加剧。

■ **债务水平快速上升。**随着公司业务快速发展，近年来公司债务规模快速增加。截至 2019 年末，公司总债务达 1,053.18 亿元，其中短期债务为 359.21 亿元。

评级展望

中诚信国际认为，厦门建发集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**房地产政策调控及大宗商品超预期波动等因素大幅侵蚀经营性业务利润，或资产质量明显恶化等。

同行业比较

2019 年部分贸易企业主要指标对比表					
公司名称	主要贸易品种及其收入占比	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
国贸控股	铜（20.43%）、钢材（18.44%）、铁矿砂（15.80%）	1,020.90	67.88	2,956.13	22.66
厦门象屿	金属矿产（59.82%）、能源化工（23.80%）	1,393.67	68.75	2,841.82	25.91
厦门建发	冶金原材料（45.10%）、林产品（17.04%）	3,413.45	71.70	3,396.90	86.82

注：“国贸控股”为“厦门国贸控股集团有限公司”简称；“厦门象屿”为“厦门象屿集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
19 建集 01	AAA	AAA	15.00	15.00	2019/03/25~2024/03/25
19 建集 Y1	AAA	AAA	15.00	15.00	2019/09/09~2022/09/09(3+N)
19 建集 Y2	AAA	AAA	20.00	20.00	2019/12/17~2022/12/17(3+N)
20 建集 Y1	AAA	AAA	7.00	7.00	2020/04/16~2023/04/16(3+N)
20 建集 Y2	AAA	AAA	2.00	2.00	2020/04/16~2025/04/16(5+N)

注：附公司续期选择权和赎回选择权。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

截至 2020 年 3 月末，公司债券使用情况如下：

表 1：公司募集资金使用情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	已用金额	募集资金用途	实际使用用途是否一致
19 建集 01	15.00	15.00	补充营运资金	是
19 建集 Y1	15.00	15.00	补充营运资金	是
19 建集 Y2	20.00	20.00	偿还公司债务或补充营运资金	是
20 建集 Y1	7.00	7.00	偿还公司债务	是
20 建集 Y2	2.00	2.00	偿还公司债务	是

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽

管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

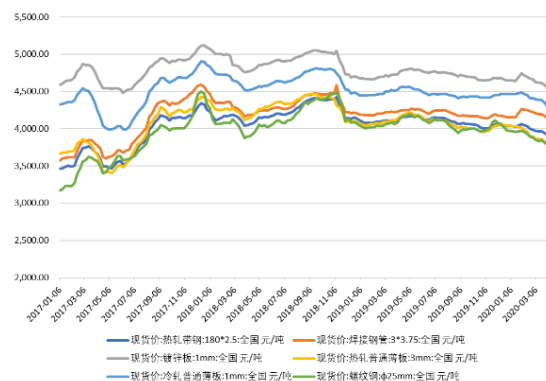
近期关注

2019 年，钢铁价格随着供给扩大而有所下降，但仍然维持在较高水平；受下游需求低迷影响，木浆价格整体有所下滑；受外废进口额度大幅收紧影响，2019 年下半年国废价格有所回升；2020 年以来，在新冠疫情等因素冲击下，钢材价格仍呈波动下行态势，木浆价格有所下降，废纸价格大幅上涨

随着钢铁行业景气度的回升，较高的利润驱动下，钢铁企业生产意愿强烈，并通过技术手段提高生产效率，粗钢产量明显上升，2019 年全国生铁、粗钢和钢材产量同比分别增长 5.3%、8.3% 和 9.8%。内需方面，国家出台了一系列政策来保障基建投资领域融资渠道畅通，2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8.0%。此外，由于中美贸易摩擦加剧，2019 年钢材出口仍处于较为疲软的态势。钢材价格方面，由于 2018 年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，2019 年钢材价格总体呈窄幅波

动走势，全年中国钢材价格指数均值同比下降 5.9%；但整体来看，钢材价格仍维持在 3,700 元/吨以上。2020 年 1~4 月，中国钢材价格指数仍呈波动下行趋势，4 月底降至 97.0 点，同比降幅为 13.91%。

图 1：近年来我国部分钢材品种价格走势



资料来源：choice，中诚信国际整理

木浆方面，从成本端来看，印刷类用纸原料以木浆为主，中国木浆进口依赖度高。2019 年以来，木浆库存压力大，下游需求低迷导致上游原材料价格持续走低，2020 年 3 月进口针叶浆价格为 4,750 元/吨，较 2019 年 1 月下跌 24%。阔叶浆价格在文化用纸需求旺季 2019 年 3 月达到顶峰后持续下降，2020 年 3 月国产阔叶浆价格 3,730 元/吨，较 2019 年 1 月下跌 32.18%；进口阔叶浆价格 4,340 元/吨，较 2019 年 1 月下跌 21.09%。

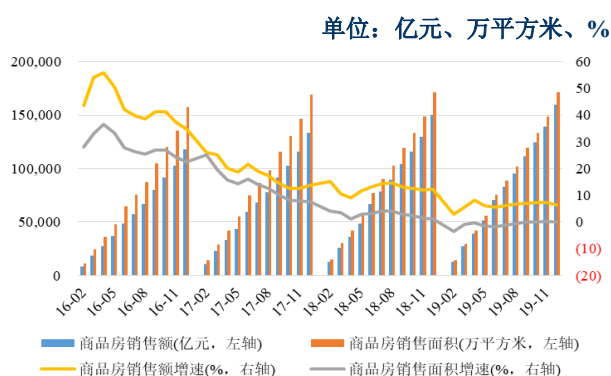
废纸方面，虽现阶段我国废纸进口依存度较高，但随着对外废进口管控的日趋严格以及长期固废零进口目标的确定，废纸进口量比例逐年降低。废纸浆价格走势方面，2019 年，国内废纸呈先抑后扬的态势，受下游需求疲软影响，纸厂对于废纸进购意愿不强，国废价格波动下降，下半年随着节日来临，包装纸需求上升，且外废审批额度收紧，国废价格小幅增长。2020 年 2~3 月，在国内疫情影响下，废纸回收不足，物流运输受阻，短期内需求攀升的国废价格大幅上涨。

2019 年，房地产政策持续调控，在政策区域分化加重的背景下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，去库存效果逐步显现；新冠疫情对房地产企

业销售回款及开工推盘已产生一定负面影响，各地政府相继出台支持政策，疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019年，全国商品房销售面积为17.16亿平方米，同比下降0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为15.97万亿元，同比增长6.5%，增速下滑5.7个百分点。商品房销售价格方面，2019年，70个大中城市价格指数环比涨幅呈明显缩窄，由2018年8月环比涨幅1.49%的高点波动回落至2019年12月的0.35%。

图2：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至2019年末全国商品房待售面积降至4.98亿平方米，同比下降4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

新型冠状病毒肺炎疫情直接导致的全国范围

停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，2019年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。此外，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内疫情对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

2019年，公司供应链运营业务继续保持较强的竞争实力，核心贸易品种业务收入均有所增长，规模优势进一步增强；2020年一季度供应链运营板块收入因新冠疫情而有所减少

供应链运营业务是公司主要的收入来源，2019年供应链运营业务实现收入2,869.95亿元，同比上升21.64%。2020年1~3月，新冠疫情引起的停产、停航等因素导致公司供应链运营板块收入较上年同期下降16.37%至597.92亿元。但随着国内疫情形势缓解，公司供应链运营板块的业务量快速反弹。

表2：近年来公司供应链运营业务主要产品销售情况（单位：万吨、亿元）

产品	2017		2018		2019		2020.1-3	
	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入
冶金原材料	5,650.17	1,012.49	7,081.90	1,349.01	7,624.20	1,532.05	1,759.76	346.00
农林产品	1,159.76	387.26	1,370.72	482.08	1,620.61	578.89	455.45	149.12

注：2019年公司对主营产品重分类，将林产品和农产品合并统计；上表2017~2018年农林产品业务数据已经追溯调整。

资料来源：公司提供

从核心贸易品种来看，公司冶金原材料包括矿产品、钢铁等金属材料。2019年，得益于市场需求较好，公司冶金原材料销售量同比增长7.66%；加之铁矿石及钢材市场价格高位运行，公司冶金原材料销售收入同比增长13.57%至1,532.05亿元。2020年1~3月，公司冶金原材料销售量与上年同期基本持平，但主要受钢材、铁矿石价格上涨的影响，销售收入同比增长11.07%。

公司林产品主要为纸张和纸浆，已成为全国最大的纸张贸易商之一。公司向各大造纸厂提供木浆、竹浆、废纸等原料，并经销造纸厂的纸张产品，将其售于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、销售结算等整体的供应链服务。2019年，依托遍布全国的销售网络布局，公司林产品贸易量进一步增长，同时饲料原料等农产品贸易业务规模也快速提升。2019年以来，公司农林产品收入规模同比增长20.08%。

物流是公司供应链运营板块竞争力的重要来源，截至2020年3月末，公司共拥有仓库面积40万平方米，在全国主要物流节点区域设有超过1,800个合作库。同时，公司结合自身物流运转优势，在上海、广州、北京和天津建设了覆盖产品供销、运输储存及售后服务环节的供应链平台，对钢材及农产品等品种的经营构成有力支撑。

中诚信国际认为，作为国内领先的供应链运营商，公司继续保持了很强的资金优势和规模优势。2019年，公司供应链业务规模进一步增长。

公司房地产业务在厦门当地具有很强的区域竞争力，2019年，公司房地产销售额大幅上升，且拿地规模大幅增加，充足的项目储备为后续业绩构成较好的保障

2019年，公司房地产开发业务收入为458.74亿元，同比有所增长，主要由于商品房的结算收入增加所致。2020年1~3月，房地产开发业务实现收入74.70亿元，同比大幅上升，主要受房地产业务一级土地开发项目出让结算的影响。

从开发及销售指标来看，2019年，公司根据市场情况调整开工量，新开工面积同比有所下降；当期房屋竣工面积同比上升，系受到前期新开工规模较大的影响。销售方面，由于公司推盘量继续扩大，加之销售均价上升，2019年签约销售面积和签约销售金额同比均大幅增加。2020年1~3月，受疫情导致的停工及居家隔离影响，公司上述经营指标同比均有所下降。

表3：近年来公司房地产业务经营情况
(单位：万平方米、亿元)

经营指标	2017	2018	2019	2020.3
新开工面积	627.12	1,155.38	689.68	191.85
房屋竣工面积	294.01	350.17	511.18	8.34
签约销售面积	383.71	573.56	657.72	72.37
签约销售金额	457.61	735.98	995.01	135.18

资料来源：公司提供

土地储备方面，2019年，公司继续加强在海西经济带、长三角及中部经济带城市的项目布局，新增土地储备843.55万平方米，其中厦门、漳州、苏州、武汉等城市的土地储备占比较大；当期土地购置支出为646.65亿元，同比大幅增长。截至2019年末，公司土地储备面积同比大幅增长35.52%至1,521.07万平方米，加之在建未售项目，可为公司后续业绩提供较好的保障。

表4：近年来公司土地储备变化情况
单位：万平方米、亿元

经营指标	2017	2018	2019
新增土储面积	651.64	471.32	843.55
期末土储面积	1,231.53	1,122.36	1,521.07
土地购置支出	345.75	383.45	646.65

注：表中期末土地储备面积包含待开发的和已开发的所有尚未出售的项目建筑面积。

资料来源：公司提供

公司土地一级开发业务主要围绕厦门的旧村改造项目，2019年成功出让两幅地块，地块成交价分别为59.40亿元和75.25亿元，其中一块土地的出让在当期确认收入，对公司的利润贡献较大。截至2019年末，公司的土地一级开发业务尚余土地面积36.34万平方米，规划计容建筑面积为104.64

万平方米。

持有型物业方面，公司在厦门湖里区、集美区、同安区城南工业园、黄金工业园等地拥有多块商业地产，目前公司可租赁物业面积为超过 100 万平方米。2019 年，主要受益于租赁价格的提升，公司物业租赁及物业管理收入同比增长至 12.02 亿元。2020 年 1~3 月，疫情期间由于公司响应国家号召为承租商户减免租金，物业租赁及物业管理收入同比有所下降。

中诚信国际认为，2019 年公司凭借积极的推盘政策，实现了签约销售额的大幅增长。此外，公司的土地一级开发业务盈利能力较强，对利润形成了较好补充。

2019 年，公司旅游酒店及会展业务平稳发展；新冠疫情对公司旅游服务板块业绩的影响有待关注

酒店业务是公司旅游服务板块收入的主要来源，截至 2020 年 3 月末拥有 17 家酒店，其中 12 家为星级酒店，所处区位较好。2019 年，公司旅游服务板块收入为 11.50 亿元，同比基本持平。2020 年一季度，新冠疫情蔓延的同时旅游业务停滞，公司旅游服务业务收入较上年同期大幅下降 52.92% 至 1.45 亿元。

会展业务方面，公司拥有厦门国际会展中心、厦门国际会议中心、厦门会展音乐厅等大型现代化场馆，场馆经营面积达 28 万平方米。2019 年，公司举办各类展览 141 场，接待各类会议 417 场（不含展览配套会），自办展 17 场，当期实现收入 6.14 亿元，同比增长 12.87%。2020 年 1~3 月，受新冠疫情影响，公司会展业务收入同比大幅下降至 0.30 亿元。

中诚信国际认为，2019 年公司旅游服务业务和会展业务实现平稳发展。但新冠疫情对公司旅游服务板块的业绩影响较大，后续经营情况有待关注。

财务分析

以下分析基于经中审众环会计师事务所（特殊

普通合伙）审计并出具的标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表。各期财务报表均按新会计准则编制，均为合并口径数据；中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据，并将各期末（超）短期融资券及债券融资计划金额由其他流动负债科目调整至短期债务，将衍生金融负债调整至短期债务，将资产支持专项计划金额由长期应付款科目调整至长期债务。

2019 年以来，供应链业务收入的快速提升在推动公司收入规模上涨的同时也拉低了当期毛利率水平，但经营性业务盈利能力仍保持在较好水平

2019 年，公司供应链运营和房地产业务进一步扩张，带动当期营业总收入同比上升 20.19%。毛利率方面，2019 年，受大宗商品价格波动的影响，公司供应链运营板块毛利率同比下降；随着土地一级开发收入减少及结转项目产品类型变化，公司房地产业务毛利率水平同比亦有下降。2019 年，公司营业毛利率同比降低 1.60 个百分点。2020 年一季度，主要受土地一级开发项目确认收入影响，公司营业总收入同比上升 27.03%；在房地产业务毛利率提升的带动下，公司营业毛利率较上年同期上升至 6.67%。

表 5：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(%)

收入	2017	2018	2019
供应链运营	1,884.67	2,359.43	2,869.95
房地产开发	291.73	405.79	458.74
旅游餐饮服务	9.86	11.40	11.50
会展	4.71	5.44	6.14
营业总收入	2,202.53	2,826.21	3,396.90
毛利率	2017	2018	2019
供应链运营	3.06	2.88	2.60
房地产开发	26.32	35.37	28.63
旅游餐饮服务	82.96	82.03	82.43
会展	45.86	23.74	27.85
营业毛利率	6.73	8.47	6.87

资料来源：公司提供

期间费用方面，2019 年，由于公司供应链运营业务扩张及房地产项目营销推广费用增加，销售费用显著增加；由于资本化计入存货的利息增加且结

构性存款利息增长，财务费用同比回落；当期管理费用同比小幅增加。2019年，公司期间费用同比进一步增长，但由于营业总收入快速提升，期间费用率同比有所下降。2020年一季度，公司期间费用合计同比小幅下降8.89%。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益。2019年，公司经营性业务利润同比保持稳定且保持在可观水平；投资收益亦保持稳定，其中厦门航空有限公司和厦门国际银行股份有限公司等参股企业股权按权益法确认的投资收益占比约43.03%；随着坏账损失减少，资产减值损失同比有所下降。2019年，公司利润总额规模同比提升带动EBITDA同比也有所提升，但由于营业总收入增速较快，EBITDA利润率同比小幅下降。2020年1~3月，主要得益于土地一级开发项目出让结算，公司利润总额同比大幅提升。

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
期间费用合计	83.76	104.73	111.02	17.33
期间费用率(%)	3.80	3.71	3.27	2.51
经营性业务利润	46.17	101.26	102.43	28.90
投资收益	33.14	21.88	22.10	2.40
资产减值损失	7.77	9.43	7.51	4.95
利润总额	62.47	110.83	118.45	28.97
EBITDA	93.21	148.07	148.63	--
EBITDA 利润率(%)	4.23	5.24	4.38	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年以来，供应链运营及房地产业务扩张带动总资产及总负债进一步上升；若将永续债计入债务，公司财务杠杆仍处较高水平

在业务规模扩张的带动下，2019年末公司资产总额进一步扩大，其中流动资产占比为83.28%。从主要流动资产科目来看，由于公司房地产业务新增土储面积及新开工面积较大，2019年末存货规模同比大幅增长，其中开发成本占比为87.77%；2019年末货币资金同比大幅增长，主要系供应链业务和房地产业务回笼资金增加所致；由于当期供应链业务预付采购货款以及房地产业务预付土地出让金增加，公司预付款项规模同比大幅增长；受房地产业

务应收合作项目往来款增加的影响，2019年末其他应收款同比大幅上升。非流动资产方面，在参股企业利润积累及公司房地产合作项目投资增加的带动下，公司长期股权投资同比上升；投资性房地产规模同比变化不大，主要是建发湾悦城等商业地产项目。2020年3月末，公司总资产较年初进一步增长至3,764.42亿元。

2019年末公司负债总额同比大幅上升，其中预收款项和债务规模较大。同期末公司预收款项同比大幅增加，主要系当期预收售房款及供应链业务预收货款均大幅增加所致。有息债务方面，由于公司供应链运营业务扩张及拿地的融资需求上升，2019年末总债务规模增速较快。从债务结构来看，主要受房地产板块融资期限特征的影响，公司长期债务占比较大，截至2019年末长期债务占比为65.89%。2020年3月末，公司负债总额和总债务规模进一步上升。

所有者权益方面，随着房地产合作项目的少数股东投入资本增加、公司发行永续债以及利润积累，2019年末公司所有者权益规模同比扩大。截至2020年3月末，公司所有者权益规模较年初下降至931.88亿元，系受到公司偿还部分永续债，加之房地产项目公司注销导致少数股东权益下降的影响。

表 7：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
存货	865.28	1,355.71	1,735.30	1,928.30
货币资金	180.64	260.63	389.79	454.05
其他应收款	149.15	127.22	278.93	304.72
预付款项	188.88	97.48	165.81	209.61
长期股权投资	116.62	130.75	162.98	174.07
投资性房地产	82.34	91.53	91.98	90.47
总资产	2,102.08	2,531.25	3,413.45	3,764.42
预收款项	336.61	492.66	813.39	912.03
总债务	780.57	787.57	1,053.18	1,262.55
短期债务/长期债务	0.45	0.52	0.52	0.71
总负债	1,452.52	1,751.06	2,447.33	2,832.54
其他权益工具	192.89	212.77	267.48	234.25
未分配利润	91.36	116.34	135.09	146.76
少数股东权益	277.51	352.84	448.06	431.24
所有者权益	649.56	780.19	966.12	931.88
资产负债率	69.10%	69.18%	71.70%	75.24%

总资本化比率	54.58%	50.24%	52.16%	57.53%
--------	--------	--------	--------	--------

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年末公司资产负债率和总资本化比率均同比上升。若将永续债调整至有息债务，2019 年末公司资产负债率和总资本化比率分别为 78.56% 和 57.13%，财务杠杆水平较高。

资产周转率方面，2019 年公司流动资产周转速度同比有所下降。由于公司供应链业务规模扩张，应收账款规模增长较快，2019 年应收账款周转率下降至 38.25 次；受公司当期新增土地储备面积较大，存货水平上升影响，2019 年末存货周转率下降至 2.05 次。

2019 年，公司主营业务回笼资金增加带动经营活动净现金流大幅提升，相关偿债指标有所增强；但投资活动现金受房地产合作项目投资等因素影响，呈大幅净流出态势

2019 年，受供应链业务回款速度同比加快及房地产销售回款增加的影响，公司经营活动现金流同比大幅上升。同期，由于房地产业务支付合作项目投资款和资金往来增加，加之理财产品赎回金额减少，公司投资活动现金呈大幅净流出态势。由于公司供应链业务和房地产业务持续扩张，资金需求上升带动债务融资增加，且房地产合作项目公司吸收少数股东投资，公司筹资活动现金转为大幅净流入。2020 年一季度，受存货及预付货款增加等因素影响，公司经营活动现金呈大幅净流出态势。

2019 年，公司经营活动现金流大幅上升，对债务本息的覆盖能力有所增强。同期，公司 EBITDA 进一步增长，但债务规模快速上升，使得 EBITDA 对债务的保障能力同比减弱；由于当期利息支出有所减少，EBITDA 对债务利息的保障能力同比上升。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1-3
经营活动净现金流	-191.24	45.35	115.04	-159.13
投资活动净现金流	-108.31	47.35	-138.99	-3.89
筹资活动净现金流	343.77	-34.38	137.47	231.46
经营活动净现金流/总债务	-0.25	0.06	0.11	-0.50*
经营活动净现金流/利息支出	-5.57	0.87	2.27	--

总债务/EBITDA	8.37	5.32	7.09	--
EBITDA 利息保障倍数	2.71	2.86	2.94	--

注：带“*”号数据经过年化处理；因缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的融资渠道能够对整体偿债能力提供支持；公司受限资产规模较小，无重大对外担保，未决诉讼金额可控

或有事项方面，截至 2020 年 3 月末，公司对参股房地产企业的担保余额为 114.75 亿元，同时，公司旗下担保公司对外担保余额为 1.43 亿元，公司子公司为商品房承购人提供担保余额为 509.29 亿元，担保风险可控。

资产抵质押方面，截至 2020 年 3 月末，公司所持有用于抵质押用途的受限资产为 624.87 亿元，占当期总资产的 18.31%，主要为存货、货币资金和投资性房地产等。

截至 2020 年 3 月末，公司数额较大的涉诉事项主要包括与上海中纺物产发展有限公司原木产品货权纠纷案及与华泰重工（南通）有限公司等出口代理合同纠纷案等，目前涉诉金额共计 1.37 亿元，均已采取资产保全措施或计提坏账准备，预计对公司财务无重大影响。此外，2020 年 5 月，公司下属企业厦门建发轻工有限公司（以下简称“建发轻工”）于近日收到 ICA（国际棉花协会）发送的仲裁申请书，申请书载明 COFCO International Singapore Pte Ltd 因买卖合同纠纷对建发轻工发起仲裁，申请仲裁金额 991.75 万美元；经初步核实，建发轻工的业务管理系统中并未发现前述仲裁申请书中所涉买卖合同。由于此案涉诉金额规模较小，对公司经营带来的影响有限。

公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2020 年 3 月末，获得授信总额度为 2,439.32 亿元，其中尚未使用额度 1,594.71 亿元。同时公司下属子公司建发股份为 A 股上市公司，其股权及债务工具融资渠道畅通。总体来看，公司外部融资条件较好，将有助于提高公司的财务弹性及偿债保障能

力。

过往债务履约情况：根据公司所提供材料，截至 2020 年 3 月末，公司借款全部能够到期还本按期付息，未有延迟支付本金和利息的情况，亦无其他不良信用记录。

外部支持

厦门较好的区位优势对公司主营业务发展构成有力支撑；所持有的优质股权为公司流动性带来了极大支持

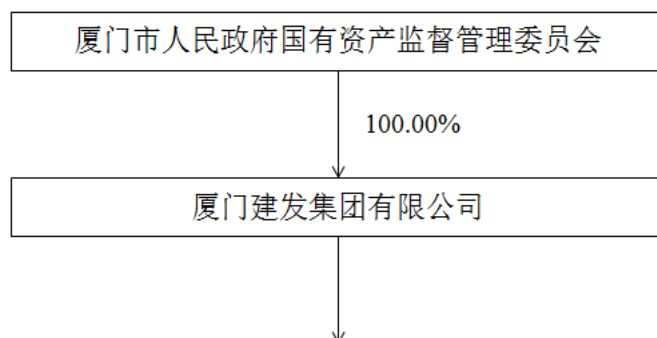
厦门市是中国最早实行对外开放政策的四个经济特区之一。近年来，厦门市产业结构不断优化，加上固定资产投资增长较快，经济发展形势良好，且外贸竞争力位居全国前列；同时，厦门自贸片区是福建自贸试验区最大的片区，范围涵盖东南国际航运中心海沧核心港区区域和两岸贸易中心核心区。中诚信国际认为，厦门作为经贸港口城市的特殊优势，为公司贸易业务的发展提供了良好的外部条件；同时稀缺的土地资源以及良好的经济环境也为公司在厦门房地产业务的开展奠定了基础。

公司是厦门国资委全资企业，自成立以来，在供应链运营及房地产业务等方面得到大力支持。截至目前，公司持有较大规模的可供出售金融资产和长期股权投资；其中，截至 2019 年末，公司参股的厦门航空、厦门国际银行等企业的长期股权投资规模分别为 57.77 亿元和 21.62 亿元。优质的股权投资为公司带来优渥的投资收益的同时也为公司提供了极大的流动性支持。

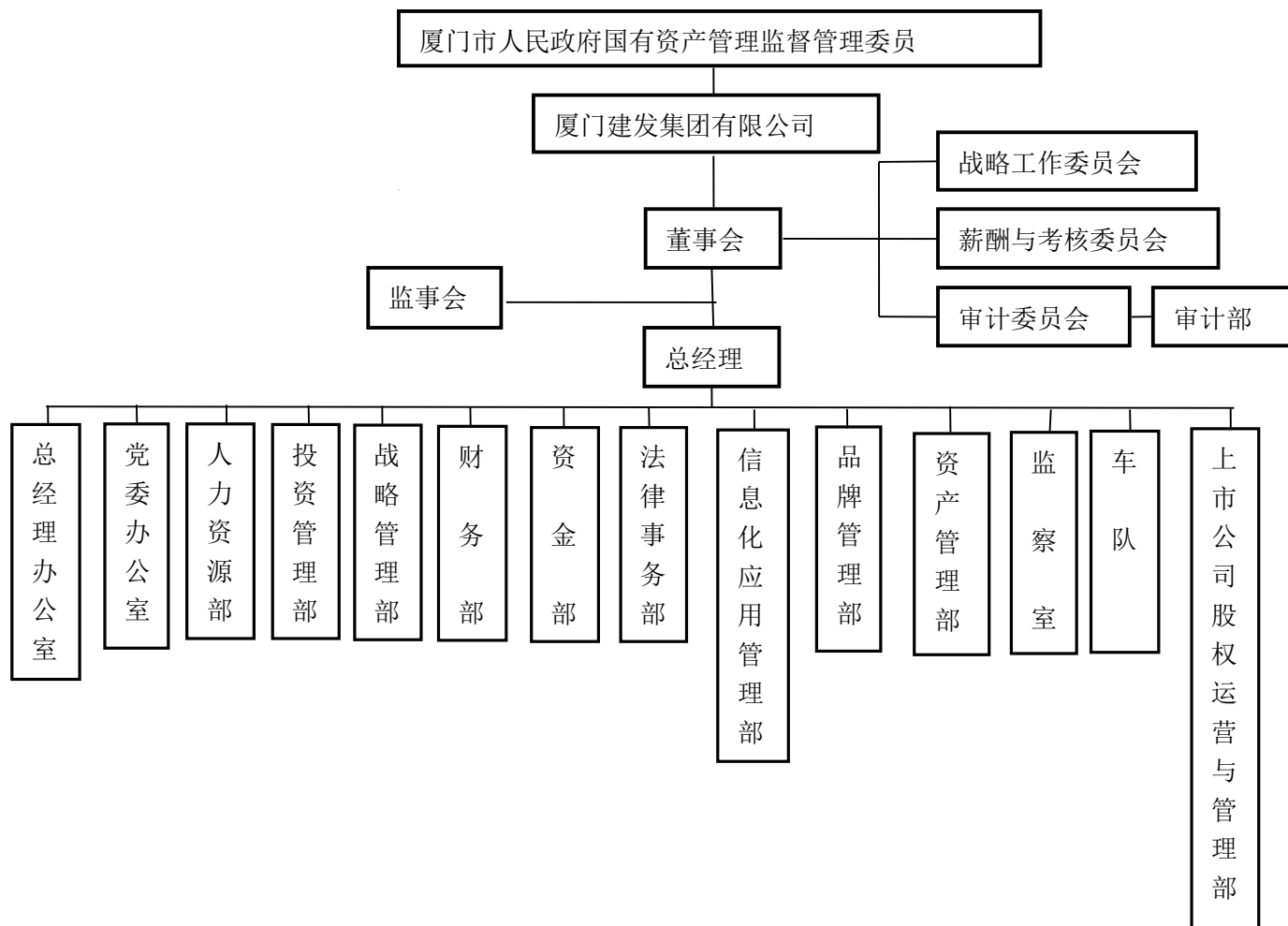
评级结论

综上所述，中诚信国际维持厦门建发集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 建集 01”、“19 建集 Y1”、“19 建集 Y2”、“20 建集 Y1”和“20 建集 Y2”的信用等级为 **AAA**。

附一：厦门建发集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



序号	主要控股子公司	业务范围	注册资本（万元）	持股比例（%）
1	厦门建发股份有限公司	实业投资、贸易等	283,520.05	45.89
2	厦门建发旅游集团股份有限公司	旅游、酒店业投资管理	70,000.00	100.00
3	厦门国际会展控股有限公司	会展服务	15,000.00	100.00
4	厦门嘉诚投资发展有限公司	房地产开发	1,200.00	100.00
5	厦门华益工贸有限公司	商品贸易	710.00	100.00
6	厦门建邦资产管理服务有限公司	投资、资产管理	160.00	100.00
7	厦门新迪培训服务有限公司	培训	10.00	100.00
8	福建嘉悦投资发展有限公司	酒店业投资	1,000.00	100.00
9	武夷山大红袍山庄开发有限公司	旅游酒店投资	50,000.00	46.00
10	厦门建发新兴产业股权投资有限责任公司	投资	20,000.00	100.00
11	厦门建发旅游会展控股有限公司	投资	20,000.00	100.00
12	建发集团（香港）有限公司	投资	HK\$100.00	100.00
13	厦门建发医疗健康投资有限公司	投资	30,000.00	100.00
14	厦门建发文创体育投资有限公司	投资	20,000.00	100.00
15	厦门建发金融投资有限公司	投资	10,000.00	100.00
16	上海兆御投资发展有限公司	房地产	10,000.00	100.00
17	厦门建发优客会网络科技有限公司	信息、商务服务	1,000.00	100.00
18	厦门湖里建发城建集团有限公司	房屋建筑业	10,000.00	80.00
19	厦门国际酒业运营中心有限公司	批发业	2,000.00	100.00



资料来源：公司提供

附二：厦门建发集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,806,355.39	2,606,311.94	3,897,949.06	4,540,472.01
应收账款净额	337,728.41	681,438.60	1,094,581.98	1,386,474.43
其他应收款	1,491,535.89	1,272,153.10	2,789,295.94	3,047,188.68
存货净额	8,652,829.88	13,557,064.13	17,352,993.93	19,283,014.32
长期投资	1,565,290.90	1,804,785.06	2,388,640.92	2,565,061.83
固定资产	932,584.19	903,412.15	1,017,804.82	1,019,456.07
在建工程	10,925.08	42,395.52	74,376.58	62,011.79
无形资产	203,431.06	194,866.06	201,010.00	196,112.48
总资产	21,020,783.85	25,312,490.70	34,134,470.51	37,644,219.99
其他应付款	1,269,903.60	2,011,376.79	2,167,723.63	1,998,337.50
短期债务	2,439,225.66	2,694,700.69	3,592,122.05	5,222,331.15
长期债务	5,366,485.00	5,181,010.17	6,939,693.78	7,403,150.50
总债务	7,805,710.66	7,875,710.86	10,531,815.83	12,625,481.65
净债务	5,999,355.27	5,269,398.92	6,633,866.77	8,085,009.64
总负债	14,525,210.40	17,510,583.53	24,473,284.38	28,325,377.89
费用化利息支出	193,296.87	249,224.96	174,039.64	--
资本化利息支出	150,028.59	269,222.04	331,684.85	--
所有者权益合计	6,495,573.46	7,801,907.17	9,661,186.13	9,318,842.10
营业总收入	22,025,250.71	28,262,119.02	33,969,014.52	6,912,427.34
经营性业务利润	461,690.96	1,012,603.71	1,024,295.85	288,955.95
投资收益	331,352.15	218,783.81	220,981.64	23,950.87
净利润	441,927.01	811,489.96	868,223.98	205,024.21
EBIT	818,007.89	1,357,542.82	1,358,583.49	--
EBITDA	932,085.30	1,480,654.41	1,486,255.93	--
经营活动产生现金净流量	-1,912,420.68	453,481.05	1,150,418.27	-1,591,297.65
投资活动产生现金净流量	-1,083,074.81	473,525.45	-1,389,929.79	-38,946.31
筹资活动产生现金净流量	3,437,673.88	-343,814.80	1,374,677.50	2,314,637.61
资本支出	207,021.41	143,033.45	211,571.98	20,051.22
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	6.73	8.47	6.87	6.67
期间费用率(%)	3.80	3.71	3.27	2.51
EBITDA 利润率(%)	4.23	5.24	4.38	--
总资产收益率(%)	4.53	5.86	4.57	--
净资产收益率(%)	7.96	11.35	9.94	8.64*
流动比率(X)	1.81	1.71	1.64	1.58
速动比率(X)	0.83	0.57	0.64	0.63
存货周转率(X)	2.75	2.33	2.05	1.41*
应收账款周转率(X)	66.35	55.46	38.25	22.29*
资产负债率(%)	69.10	69.18	71.70	75.24
总资本化比率(%)	54.58	50.24	52.16	57.53
短期债务/总债务(%)	31.25	34.22	34.11	41.36
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.25	0.06	0.11	-0.50*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.78	0.17	0.32	-1.22*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-5.57	0.87	2.27	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-32.87	-3.12	2.81	-55.48*
总债务/EBITDA(X)	8.37	5.32	7.09	--
EBITDA/短期债务(X)	0.38	0.55	0.41	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.71	2.86	2.94	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.38	2.62	2.69	--

注：1、2020 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、带*指标已经年化处理；4、因缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物） =货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资 =可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务 =长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务 =长期债务+短期债务
	净债务 =总债务-货币资金
	资产负债率 =负债总额/资产总额
	总资本化比率 =总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率 =营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率 =营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数 =应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率 =（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率 =（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润 =营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余） =利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余） =EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率 =EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率 =净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率 =EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率 =EBITDA/当年营业总收入
	资本支出 =购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流（CFO-股利） =经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF =经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流 =经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率 =流动资产/流动负债
	速动比率 =（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出 =费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数 =EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数 =EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。