

厦门建发集团有限公司 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：向 岚 lxiang@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 娟 jyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 22 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和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。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2021] 跟踪 0859 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 建发集 MTN001”、“19 建发集 MTN002”、“19 建发集 MTN003”、“20 建发集 MTN002”、“20 建发集 MTN003”、“20 建发集 MTN004”、“21 建发集 MTN001”、“21 建发集 MTN002”、“17 建集 Y1”、“17 建集 Y2”、“18 建集 Y1”、“18 建集 Y2”、“18 建集 Y4”、“19 建集 01”、“19 建集 Y1”、“19 建集 Y2”、“20 建集 Y1”、“20 建集 Y2”、“20 建集 Y3”、“20 建集 Y5”、“20 建集 Y7”、“20 建集 Y9”、“20 建集 Y11”和“21 建集 Y1”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

二零二一年六月二十二日

评级观点：中诚信国际维持厦门建发集团有限公司（以下简称“厦门建发”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 建发集 MTN001”、“19 建发集 MTN002”、“19 建发集 MTN003”、“20 建发集 MTN002”、“20 建发集 MTN003”、“20 建发集 MTN004”、“21 建发集 MTN001”、“21 建发集 MTN002”、“17 建集 Y1”、“17 建集 Y2”、“18 建集 Y1”、“18 建集 Y2”、“18 建集 Y4”、“19 建集 01”、“19 建集 Y1”、“19 建集 Y2”、“20 建集 Y1”、“20 建集 Y2”、“20 建集 Y3”、“20 建集 Y5”、“20 建集 Y7”、“20 建集 Y9”、“20 建集 Y11”和“21 建集 Y1”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司供应链运营规模持续提升、房地产业务在福建区域实力很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、房地产业务面临政策调控压力及资本支出压力和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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	2,531.25	3,413.45	4,369.68	5,517.98
所有者权益合计（亿元）	780.19	966.12	1,195.29	1,307.94
总债务（亿元）	787.57	1,053.18	1,266.83	1,897.83
营业总收入（亿元）	2,826.21	3,396.90	4,423.72	1,093.67
净利润（亿元）	81.15	86.82	108.01	6.94
EBITDA（亿元）	148.07	148.63	184.14	--
经营活动净现金流（亿元）	45.35	115.04	98.78	-415.76
资产负债率(%)	69.18	71.70	72.65	76.30
厦门建发（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	431.67	484.41	510.91	514.48
所有者权益（亿元）	331.62	405.81	412.12	410.13
总债务（亿元）	92.77	70.82	97.00	76.30
营业总收入（亿元）	0.98	0.98	1.01	0.21
净利润（亿元）	24.13	31.38	37.03	-1.11
经营活动净现金流（亿元）	-26.80	-46.61	31.62	-6.49
投资活动净现金流（亿元）	28.56	27.84	6.92	-2.04

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：批发贸易(C110100_2019_02)

厦门建发集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(30%)	营业总收入(亿元)*	3,548.95	10
	总资产(亿元)	4,369.68	10
盈利能力与效率(27%)	EBITDA 利润率(%)*	4.59	7
	存货周转率(X)*	2.16	6
	应收账款周转率(X)*	45.61	10
财务政策与偿债能力(28%)	资产负债率(%)	72.65	7
	EBITDA/总债务(X)*	0.16	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	2.96	7
运营实力(15%)	市场竞争力	10	10
	资源控制	10	10
打分结果		aaa	
BCA		aaa	
支持评级调整		-	
评级模型级别		AAA	

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上考虑支持评级得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及对公司治理、会计标准及报表质量、流动性管理、特殊事件风险以及风险管理能力等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

正面

■ **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。2020 年公司供应链运营业务收入同比增长 21.96%，对收入水平构成良好支撑。

■ **房地产业务在福建区域实力很强。**公司房地产业务在福建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。2020 年，公司房地产业务签约销售额同比增长 40.21%。

■ **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。2020 年，公司权益法核算的长期股权投资收益为 13.16 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，加之新冠肺炎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。

■ **房地产业务面临政策调控压力及资本支出压力。**目前房地产业仍处于调控周期，公司房地产业务的发展面临一定调控压力。公司于部分热点城市拿地价格较高，未来部分项目盈利承压。同时，随着公司地产业务持续扩张，该板块杠杆水平处于高位，存在一定资本支出压力。

■ **债务水平快速上升。**随着业务快速发展，近年来公司债务规模快速增加。截至 2021 年 3 月末，公司总债务达 1,897.83 亿元，其中短期债务为 897.47 亿元；同期末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 76.30% 和 59.20%，杠杆水平处于高位。

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。

评级历史关键信息

厦门建发集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 建发集 MTN002 (AAA)	2021/04/19	向岚、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	21 建发集 MTN001 (AAA)	2021/03/25	向岚、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	--
AAA/稳定	20 建发集 MTN004 (AAA)	2020/08/14	田梓慧、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 建发集 MTN003 (AAA)	2020/07/30	田梓慧、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	19 建发集 MTN001、 19 建发集 MTN002、 19 建发集 MTN003 (AAA)	2020/06/24	田梓慧、孙抒	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	20 建发集 MTN002 (AAA)	2020/06/15	田梓慧、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	19 建发集 MTN003 (AAA)	2019/10/21	李廷蔚、田梓慧	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	19 建发集 MTN002 (AAA)	2019/06/03	杨傲镝、李廷蔚	中诚信国际批发贸易行业评级方法 060100_2017_01	阅读全文
AAA/稳定	19 建发集 MTN001 (AAA)	2019/03/22	杨傲镝、李廷蔚	中诚信国际批发贸易行业评级方法 060100_2017_01	阅读全文

同行业比较

2020 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	黑色矿产 (41.67%)、有色矿产 (29.53%)	1,535.56	67.23	4,021.26	54.42
厦门象屿	金属矿产 (66.38%)、能源化工 (21.71%)	1,700.25	72.02	3,748.35	19.25
厦门建发	冶金原材料 (55.27%)、农林产品 (26.07%)	4,369.68	72.65	4,423.72	108.01

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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 建发集 MTN001	AAA	AAA	2020/06/29	20.00	20.00	2019/03/29~20 24/03/29	--
19 建发集 MTN002	AAA	AAA	2020/06/29	15.00	15.00	2019/07/18~20 22/07/18(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款
19 建发集 MTN003	AAA	AAA	2020/06/29	15.00	15.00	2019/11/08~20 22/11/08(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款
20 建发集 MTN002	AAA	AAA	2020/06/29	6.00	6.00	2020/06/22~20 23/06/22(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款
20 建发集 MTN003	AAA	AAA	2020/06/29	10.00	10.00	2020/08/12~20 23/08/12(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款
20 建发集 MTN004	AAA	AAA	2020/06/29	10.00	10.00	2020/08/26~20 23/08/26(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款
21 建发集 MTN001	AAA	AAA	2020/06/29	5.00	5.00	2021/04/06~20 26/04/06	--

21 建发集 MTN002	AAA	AAA	2020/06/29	7.00	7.00	2021/04/26~20 26/04/26	--
17 建集 Y1	AAA	AAA	2020/06/29	20.00	20.00	2017/11/01~20 22/11/01(5+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,超额配售选择权
17 建集 Y2	AAA	AAA	2020/06/29	10.00	10.00	2017/11/23~20 22/11/23(5+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,超额配售选择权
18 建集 Y1	AAA	AAA	2020/06/29	10.00	10.00	2018/08/07~20 21/08/07(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款,超额配售选择权
18 建集 Y2	AAA	AAA	2020/06/29	15.00	15.00	2018/10/23~20 21/10/23(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款,超额配售选择权
18 建集 Y4	AAA	AAA	2020/06/29	5.00	5.00	2018/12/04~20 21/12/04(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款
19 建集 01	AAA	AAA	2020/06/29	15.00	15.00	2019/03/25~20 24/03/25	--
19 建集 Y1	AAA	AAA	2020/06/29	15.00	15.00	2019/09/09~20 22/09/09(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,超额配售选择权
19 建集 Y2	AAA	AAA	2020/06/29	20.00	20.00	2019/12/17~20 22/12/17(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,超额配售选择权
20 建集 Y1	AAA	AAA	2020/06/29	7.00	7.00	2020/04/16~20 23/04/16(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,超额配售选择权
20 建集 Y2	AAA	AAA	2020/06/29	2.00	2.00	2020/04/16~20 25/04/16(5+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,超 7 额配售选择权
20 建集 Y3	AAA	AAA	2020/07/01	12.00	12.00	2020/07/13~20 23/07/13(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权
20 建集 Y5	AAA	AAA	2020/08/31	7.00	7.00	2020/09/09~20 23/09/09(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权
20 建集 Y7	AAA	AAA	2020/09/30	13.00	13.00	2020/10/15~20 23/10/15(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权
20 建集 Y9	AAA	AAA	2020/10/30	15.00	15.00	2020/10/11~20 23/10/11(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权
20 建 Y11	AAA	AAA	2020/11/11	9.00	9.00	2020/12/07~20 22/12/07(2+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权
21 建集 Y1	AAA	AAA	2021/03/31	12.00	12.00	2021/04/16~20 24/04/16(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权

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 2021 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
17 建集 Y1	20.00	20.00	偿还公司借款	是
17 建集 Y2	10.00	10.00	偿还公司借款	是
18 建集 Y1	10.00	10.00	偿还公司借款	是
18 建集 Y2	15.00	15.00	偿还公司借款	是
18 建集 Y4	5.00	5.00	偿还公司借款	是
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
20 建集 Y3	12.00	12.00	偿还公司债务及补充营运资金	是
20 建集 Y5	7.00	7.00	偿还公司债务或补充营运资金	是
20 建集 Y7	13.00	13.00	偿还公司债务及补充营运资金	是
20 建集 Y9	15.00	15.00	偿还公司债务	是
20 建集 Y11	9.00	9.00	偿还公司债务	是
21 建集 Y1	12.00	12.00	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：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从

生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修

复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

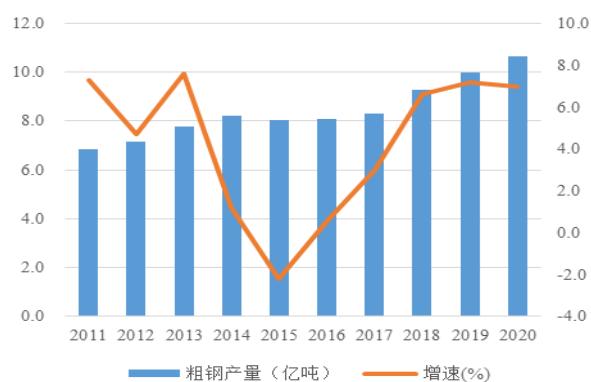
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

2020 年以来，新冠肺炎疫情致使上半年钢铁下游需求弱化，钢铁企业利润普遍下行；下半年以来，主要下游行业复工复产为钢材需求量带来强劲支撑，经营情况显著回暖，但全年盈利水平仍同比降低

2020 年，全国经济经历新冠肺炎疫情冲击，全国范围内交通运输成本大幅上升，加之下游建筑施工暂停，钢贸商进货量较低，上半年钢铁行业景气度显著下滑。但随着疫情得到有效控制，复工复产有序推进，下半年以来行业景气度迅速回升；得益于钢价上涨驱动，加之近年来企业通过设备技改及添加辅料等手段提升生产效率，粗钢产量较上年进一步提升，2020 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.88 亿吨、10.65 亿吨和 13.25 亿吨，同比分别增长 4.3%、7.0% 和 10.0%，粗钢产量再创历史新高。根据 2021 年 4 月通知，国家发展改革委、工业和信息化部将于 2021 年组织开展全国范围的钢铁去产能“回头看”检查以及粗钢产量压减工作，其中钢铁去产能“回头看”将重点检查 2016 年以来各有关地区相关工作落实情况；粗钢产量压减工作将在去产能成果基础上，重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后的企业的粗钢产量，确保 2021 年全国粗钢产量同比下降。中诚信国际认为该项举措将有助于化解行业内过剩产能，抑制粗钢产量增长。此外，工信部于 2021 年 5 月发布的新《钢铁行业产能置换实施办法》中提出要大幅提高钢铁置换比例、扩大大气污染防治重点区域、明确置换范围、严守不新增产能红线，停滞超一年半的产能置换工作将于 2021 年 6 月 1 日起重启。

图 1：2011~2020 年我国粗钢产量及增速



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

价格方面，由于疫情导致下游行业停工停产，2020 年一季度钢价整体走弱，中国钢材价格指数延续下行趋势，于 5 月初降至 96.62 点，达到近年来低位；但随着国内疫情得到有效控制，建筑业及制造业有序复工复产为钢材需求带来强劲支撑，钢价呈现稳步上升趋势，并于 12 月末升至近年来高点。2021 年以来，受补库存需求拉动，以及“碳中和”目标及 3 月唐山限产对市场预期造成影响，钢价经

历 1~2 月小幅下滑后迅速上升，4 月初钢材价格指数已升至 140.67 点。

图 2：近年来我国部分钢材品种价格走势（元/吨）

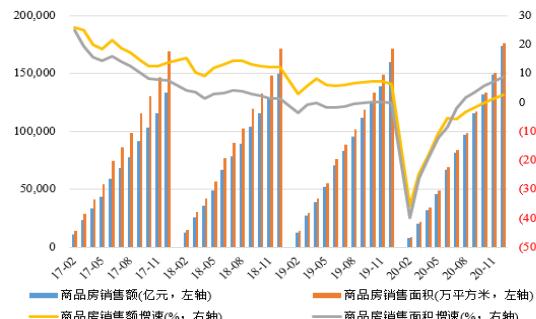


资料来源：公开资料，中诚信国际整理

2020 年 4 月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于 9 月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%，均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于 9 月恢复至 2019 年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长 2.6% 和 8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图 3：近年来全国商品房销售情况（亿元、万平方米、%）



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020 年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020 年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。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。

中诚信国际认为，2020 年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过 2019 年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020 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；但中诚信国际仍将对公司供应链业务面临的有关风险及资金平衡情况等保持关注

供应链运营业务是公司主要的收入来源，2020 年，供应链运营业务实现收入 3,505.25 亿元，受国内基建投资拉动钢材需求快速增长和农产品贸易规模扩大等因素的影响，同比上升 21.96%。2021 年 1~3 月，建发股份供应链运营业务实现营业收入 1,019.74 亿元，同比增长 70.21%。

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	2018		2019		2020	
	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	7,081.90	1,349.01	8,149.26	1,720.07	9,369.86	1,978.57
农林产品	1,370.72	482.08	1,620.61	578.89	2,915.82	951.37

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 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。2020 年，得益于国内基建投资拉动市场需求上升，公司冶金原材料销售量同比增长 7.66%；加之 2020 年下半年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 15.03%。

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。公司农产品贸易业务主要由建发股份下属的建发物产及建发原材料开展，经营饲料原料、粮油等产品的进口及内贸业务，其中饲料原料业务规模占比较大。2020 年以来，公司依托海外采购资源保障农产品供应，公司农林产品销售量大幅增加 79.92%。

物流是公司供应链运营板块竞争力的重要来源，2021 年 3 月末，公司共拥有仓库面积 24 万平方米，堆场面积 12 万平方米，在全国主要物流节点区域设有超过 1,000 个合作库。同时，公司结合自身物流运转优势，以上海、广州、北京和天津为平台，建设了覆盖产品供销、运输储存及售后服务环节的供应链体系。

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。2020 年，公司供应链业务规模进一步增长。但中诚信国际注意到，大宗商品价格波动频繁，且该业务的快速扩张将扩大公司在贸易业务的资金占用规模，并对资金使用效率提出更高要求，中诚信国际对公司供应链业务面临的价格风险、信用风险、汇率波动风险及资金平衡情况等因素保持关注。

公司房地产业务在福建具有很强的区域竞争力；

2020 年，公司房地产业务扩张明显，土储获取力度亦有所增强，但部分项目楼面价偏高，未来项目的利润率水平及资金平衡情况值得关注

2020 年，公司房地产开发业务收入为 823.64 亿元，同比大幅增长，主要由于商品房的结算收入增加所致。

从开发及销售指标来看，2020 年，公司拿地规模扩大带动新开工面积同比增加；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，由于公司加大推盘力度，加之当期销售项目均价上升，2020 年签约销售面积和签约销售金额同比均进一步增加。

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	2018	2019	2020
合同销售金额	735.98	995.01	1,379.30
权益销售金额	584.53	711.69	997.87
合同销售面积	573.56	657.72	764.74
权益销售面积	483.73	489.37	560.37
账面结算收入	324.50	405.97	720.66
账面结算面积	299.52	376.08	538.88
新开工面积（权益口径）	1,022.27	507.34	808.79
竣工面积（权益口径）	327.17	361.07	574.43

资料来源：公司提供

土地储备方面，2020 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 757.96 万平方米，当期土地购置支出为 938.18 亿元，同比大幅增长。截至 2020 年末，公司共有土地储备 1,838.68 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。2021 年，建发地产土地储备持续增加，新增温州、江阴和上海的土地储备 3 宗，共计 34.20 万平方米，土地购置支出共计 144.03 亿元；其中，公司以 64.52 亿元的价格竞得上海地块，成交楼面价 84,345.6 元/平

米，溢价水平较高，建发地产因此被相关部门约谈；中诚信国际将对该地块的后续盈利情况及地产业务扩张速度保持关注。

表 4：近年来公司土地储备变化情况(不包含土地一级开发)
(单位：万平方米、亿元)

经营指标	2018	2019	2020
新增土储面积	453.97	624.36	757.96
期末土储面积	1,554.98	1,515.28	1,838.68
土地购置支出	383.45	646.65	938.18

注：2020 年经营指标为权益数据，2018~2019 年数据已追溯调整为同口径。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，截至 2020 年末，两块土地出让均已确认收入，对公司的利润贡献较大。同期末，公司的土地一级开发业务尚余土地面积 36.34 万平方米，对应的规划计容建筑面积为 110.39 万平方米，截至 2020 年末，公司计入长期应收款的土地一级开发成本支出金额为 36.09 亿元，中诚信国际将对后续土地出让进展及资金回收情况保持关注。

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。2020 年，主要受新冠疫情的影响，公司物业租赁及物业管理收入同比下降至 7.30 亿元。

中诚信国际认为，2020 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。但中诚信国际关注到，在房地产行业调控力度不减的背景下，公司地产业务扩张速度较快，推升财务杠杆水平，对其未来项目盈利性及资金平衡能力提出更高要求。

2020 年，受新冠疫情影公司旅游酒店及会展业务收入规模同比缩减

酒店业务是公司旅游服务板块收入的主要来

源，截至 2021 年 3 月末拥有 20 家酒店，其中 14 家为高星级酒店，所处区位较好。2020 年，公司旅游服务板块收入为 8.95 亿元，同比有所下降。

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。2020 年，会展公司举办各类展览 68 场，接待各类会议 211 场（不含展览配套会），自办展 6 场，共计 285 场；受新冠疫情影响，会展业务当期收入同比大幅下降至 2.77 亿元。

中诚信国际认为，2020 年公司旅游服务业务和会展业务受新冠疫情的影响较大，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 2018~2020 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2021 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。

2020 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

2020 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 30.23%。毛利率方面，2020 年，由于公司执行新会计准则，商品控制权转移给客户之前的运输等物流费用从销售费用调整至营业成本核算，公司供应链运营板块毛利率同比明显下降；受结转项目产品类型变化及开发成本上升的影响，公司房地产业务毛利率水平同比亦有下降。2020 年，公司营业毛利率同比降低

1.22 个百分点。2021 年 1~3 月, 公司营业毛利率较上年同期下降 3.56 个百分点, 主要系公司土地一级开发业务于 2020 年一季度确认收入, 上年同期高基数所致。

表 5: 近年来公司主要板块收入及毛利率构成(%)

收入	2018	2019	2020
供应链运营	2,363.39	2,873.99	3,505.25
房地产开发	439.99	497.46	823.64
旅游饮食服务	11.40	12.03	8.95
会展	5.44	6.14	2.77
营业总收入	2,826.21	3,396.90	4,423.72
毛利率	2018	2019	2020
供应链运营	2.88	2.68	1.80
房地产开发	35.37	28.66	20.85
旅游饮食服务	82.03	83.14	80.56
会展	23.74	33.55	67.37
营业毛利率	8.47	6.87	5.65

资料来源: 公司提供

期间费用方面, 2020 年, 受实行新会计准则的影响, 贸易业务港杂运杂费计入营业成本, 使得销售费用同比下降; 由于当期公司债务规模快速上升且汇兑损失规模增加, 财务费用同比上升; 当期管理费用同比小幅增加。在上述因素的共同作用下, 2020 年, 公司期间费用同比增长, 但由于营业总收入快速提升, 期间费用率同比有所下降。2021 年一季度, 公司期间费用合计同比增加 30.99%。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益。2020 年, 受公司供应链及房地产业务规模扩张等因素的影响, 公司经营性业务利润同比大幅上升; 公司持有的厦门国际信托和厦门国际银行等优质企业股权的投资收益对公司利润提供了有力补充, 加之公司处置部分长期股权投资, 2020 年投资收益同比增加 34.84%; 2020 年房地产业务计提存货跌价准备大幅增加¹, 资产减值损失规模增加, 对当年盈利形成不利影响; 由于实行新会计准则, 加之公司套期保值的期货合约浮盈增加以及金融投资浮盈增加, 2020 年公允价值变动收益大幅增加。2020 年, 公司利润总额规模增加带动 EBITDA 上升, 但由于营业总收入增速较快, EBITDA 利润

¹ 房地产业务共计计提存货跌价准备 17.91 亿元, 涉及福州·建发榕墅湾、天津·荣领庭院等 5 个地产项目。

率同比下降。2021 年 1~3 月, 由于上年同期土地一级开发项目出让结算确认收入, 当期公司利润总额同比有所下降。

公司本部方面, 公司本部收入主要为固定资产租金收入, 由于投资性房地产后续计量方法由成本计量模式变更为公允价值计量模式、财务费用支出减少, 2020 年经营性业务利润亏损规模同比下降; 公司利润总额全部来自于长期股权投资的投资收益, 2020 年投资收益同比基本持平。

表 6: 近年来公司盈利能力相关指标(亿元)

	2018	2019	2020	2021.1~3
期间费用合计	104.73	111.02	101.08	12.62
期间费用率(%)	3.71	3.27	2.28	2.08
经营性业务利润	101.26	102.43	124.19	12.62
投资收益	21.88	22.10	29.80	-1.61
资产减值损失	9.43	7.51	22.69	3.11
公允价值变动收益	-0.90	-0.22	18.84	1.89
利润总额	110.83	118.45	150.27	9.93
EBITDA	148.07	148.63	184.14	--
EBITDA 利润率(%)	5.24	4.38	4.16	--

资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

2020 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, 2020 年末公司资产总额进一步扩大, 其中流动资产占比为 82.85%。从主要流动资产科目来看, 由于 2020 年公司房地产业务新增土储面积及新开工面积较大, 当期末存货规模同比大幅增长, 其中开发成本占比为 83.70%; 2020 年末货币资金同比大幅增长, 主要系房地产业务销售回款增加及融资规模规模较年初增加所致; 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; 受房地产项目拍地保证金以及应收联营企业往来款快速增加的影响, 2020 年末其他应收款同比大幅上升。

表 7: 截至 2020 年末公司其他应收款金额前五名情况 (亿元、%)

债务人名称	款项性质	账面余额	账龄	占比
北京融创建投房地产集团有限公司	合作方往来款	23.62	两年以内	7.58
龙岩佰颐融房地产开发有限公司	合作方往来款	14.15	一年以内	4.54
武汉地产控股有限公司	合作方往来款	13.03	一年以内	4.18
深圳安创投资管理有限公司	合作方往来款	12.48	一年以内	4.00
贵州中天瑞铭房地产开发有限公司	合作方往来款	9.83	一年以内	3.15
合计		73.11		23.45

资料来源：公司年报，中诚信国际整理

从资产周转率指标看，2020 年公司流动资产周转速度进一步下降。公司当期新增土地储备面积较大带动存货水平上升，同时营业收入规模增速较快，使得存货周转率小幅回升。2021 年 1~3 月，受供应链运营规模增加等因素的影响，应收账款规模快速上升，加之供应链业务商品采购规模、房地产业务拍地增加，导致当期应收账款周转率和存货周转率进一步下降，流动资产周转率下降至 1.05 次。

表 8: 近年来公司流动资产周转率情况表 (X)

	2018	2019	2020	2021.3
存货周转率	2.33	2.05	2.11	1.64*
应收账款周转率	55.46	37.24	41.59	34.87*
流动资产周转率	1.56	1.39	1.37	1.05*

注：带“*”号数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，公司长期股权投资保持上升态势；公司投资性房地产²主要是建发湾悦城等商业地产项目，2020 年公司适用新会计准则，投资性房地产改为按公允价值计量，受此影响投资性房地产规模较年初有所上升。2021 年 3 月末，公司总资产较年初进一步增长至 5,517.98 亿元。

表 9: 近年来公司主要资产情况 (亿元、X)

	2018	2019	2020	2021.3
存货	1,355.71	1,735.30	2,230.25	2,913.52

² 2020 年 1 月 1 日，公司投资性房地产规模为 124.37 亿元。

货币资金	260.63	389.79	591.54	615.91
应收账款	68.14	114.28	98.44	152.48
其他应收款	127.22	278.93	304.26	408.23
预付款项	97.48	165.81	270.14	497.44
流动资产	2,034.51	2,842.88	3,620.49	4,723.27
长期股权投资	130.75	162.98	189.31	195.71
投资性房地产	91.53	91.98	146.01	146.16
非流动资产	496.74	570.56	749.19	794.71
总资产	2,531.25	3,413.45	4,369.68	5,517.98

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 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。当期末，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，2020 年末总债务规模增速较快。从债务来源来看，公司债务以长期银行借款和债券为主，但 2019 年以来地产业务计入其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债的有息债务快速上升。中诚信国际注意到，2021 年以来，受公司贸易业务季节性因素和房地产业务拿地规模大、资金需求上升的影响，公司债务规模进一步上升且短期债务占比有所上升。

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以及利润积累，2020 年末公司所有者权益规模同比扩大。截至 2021 年 3 月末，公司少数股东权益规模快速上升，带动所有者权益规模增长至 1,307.94 亿元。

表 10: 近年来公司主要负债表科目情况 (亿元、X)

	2018	2019	2020	2021.3
预收款项	492.66	813.39	1,100.59	1,548.27
应付账款	152.87	266.89	333.72	303.81
其他应付款	201.14	216.77	231.89	335.16
其他非流动负债	35.88	30.00	100.00	111.00
短期债务	269.47	359.21	352.23	897.47
长期债务	518.10	693.97	914.60	1,000.36
短期债务/长期债务	0.52	0.52	0.39	0.90
总债务	787.57	1,053.18	1,266.83	1,897.83
总负债	1,751.06	2,447.33	3,174.39	4,210.04
其他权益工具	212.77	267.48	253.18	252.95
未分配利润	116.34	135.09	187.22	189.04
少数股东权益	352.84	448.06	623.03	734.36
所有者权益	780.19	966.12	1,195.29	1,307.94

资产负债率	69.18%	71.70%	72.65%	76.30%
总资本化比率	50.24%	52.16%	51.45%	59.20%

注：2020年末以及2021年3月末公司预收款项包含合同负债。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年末，公司资产负债率同比上升，总资本化比率同比小幅下降。若将永续债调整至有息债务，2021年3月末公司资产负债率和总资本化比率分别为80.88%和67.09%，处于较高水平。

从母公司层面来看，公司总资产主要由其他应收款和长期股权投资构成；其中，其他应收款主要为公司对非上市子公司的应收往来款，2020年其他应收款规模同比下降；长期股权投资主要为公司持有的建发股份、厦门航空和厦门国际银行等子公司及联营企业的股权，当期规模保持上升态势。

主要受利润累积的影响，2020年公司本部所有者权益规模小幅上升。**中诚信国际关注到**，其他权益工具占本部所有者权益比重较高，若将永续债调整至有息债务，2021年3月末公司本部资产负债率和总资本化率分别为68.89%和67.69%，处于较高水平。

表 11：近年来母公司资产结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
总资产	431.67	484.41	510.91	514.48
其中：货币资金	13.03	16.92	28.51	17.53
其他应收款	128.34	175.38	115.07	128.83
长期股权投资	218.34	239.90	271.92	276.59
总负债	100.06	78.60	98.79	104.35
短期债务	59.89	6.00	32.09	11.39
总债务	92.77	70.82	97.00	76.30
所有者权益	331.62	405.81	412.12	410.13
其中：其他权益工具	212.77	267.48	253.18	252.95

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年，公司主营业务资金回笼使得经营活动现金流继续保持净流入态势；但随着供应链和地产业务的扩张，公司保持较旺盛的投融资需求

2020年，受益于供应链业务回款及房地产业务预收售房款规模较大，公司经营活动现金流继续保持净流入态势。同期，由于房地产业务收回合作项目资金净额较上年同期增加，投资活动现金流净流出规模同比下降。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，同时公司到期债务规模很大，对外部融资将继续保持较大依存度；2020年，公司筹资活动现金流继续呈大幅净流入态势。2021年1~3月，受供应链业务预付款项规模增大和房地产业务土地储备支出增加影响，公司经营活动净现金流呈大幅净流出态势；受房地产业务支付合作项目往来款较上年同期增加影响，投资活动净现金流大幅净流出；公司资金需求明显增加，筹资活动现金流大幅净流入。

2020年，公司经营活动现金流净流入规模同比下降，使得其对债务本息的覆盖能力有所减弱。同期，公司EBITDA快速增长，其对债务本息的保障能力同比上升。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	45.35	115.04	98.78	-415.76
投资活动净现金流	47.35	-138.99	-28.14	-118.83
筹资活动净现金流	-34.38	137.47	156.70	517.10
经营活动净现金流/总债务	0.06	0.11	0.08	-0.88*
经营活动净现金流/利息支出	0.87	2.27	1.65	--
总债务/EBITDA	5.32	7.09	6.88	--
EBITDA利息保障倍数	2.86	2.94	3.08	--

注：带“*”号数据经过年化处理。

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；公司未决诉讼金额可控；受房地产业务规模快速扩张的影响，公司地产业务相应的对外担保规模及受限资产规模持续增加

或有事项方面，截至2020年末，公司对参股房地产企业的担保余额为205.45亿元；同期末，公司旗下担保公司对外担保余额为9.95亿元，公司子公司为商品房承购人提供担保余额为293.37亿元。

资产抵质押方面，截至2020年末，公司所持有用于抵质押用途的受限资产为684.03亿元，占当期净资产的57.23%，主要为存货、货币资金和投资性房地产等；其中，以土地使用权为主的使用权受限的存货规模为601.54亿元。

截至2020年末，公司数额较大的未决诉讼共2

项³，分别为与联通华盛通信有限公司的买卖合同纠纷案以及与华泰重工（南通）有限公司等的出口代理合同纠纷案，目前涉诉金额共计 2.98 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。

公司下属子公司建发股份和建发国际等为上市公司，拥有直接股权融资渠道；同时，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2020 年末，获得授信总额度为 2,653.40 亿元，其中尚未使用额度 1,596.29 亿元。公司外部融资条件较好，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 2021 年 4 月 1 日，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。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

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较好的支持

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、房地产及投资等方面得到很大的支持。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；截至 2020 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为 189.31 亿元。优质的股权投资为公司带来可观的投资收益的同时也为公司提供了较好的流动性支持。

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 建发集 MTN001”、“19 建发集 MTN002”、“19 建发集 MTN003”、“20 建发集 MTN002”、“20 建发集 MTN003”、“20 建发集 MTN004”、“21 建发集 MTN001”、“21 建发集 MTN002”、“17 建集 Y1”、“17 建集 Y2”、“18 建集 Y1”、“18 建集 Y2”、“18 建集 Y4”、“19 建集 01”、“19 建集 Y1”、“19 建集 Y2”、“20 建集 Y1”、“20 建集 Y2”、“20 建集 Y3”、“20 建集 Y5”、“20 建集 Y7”、“20 建集 Y9”、“20 建 Y11”和“21 建集 Y1”的信用等级为 **AAA**。

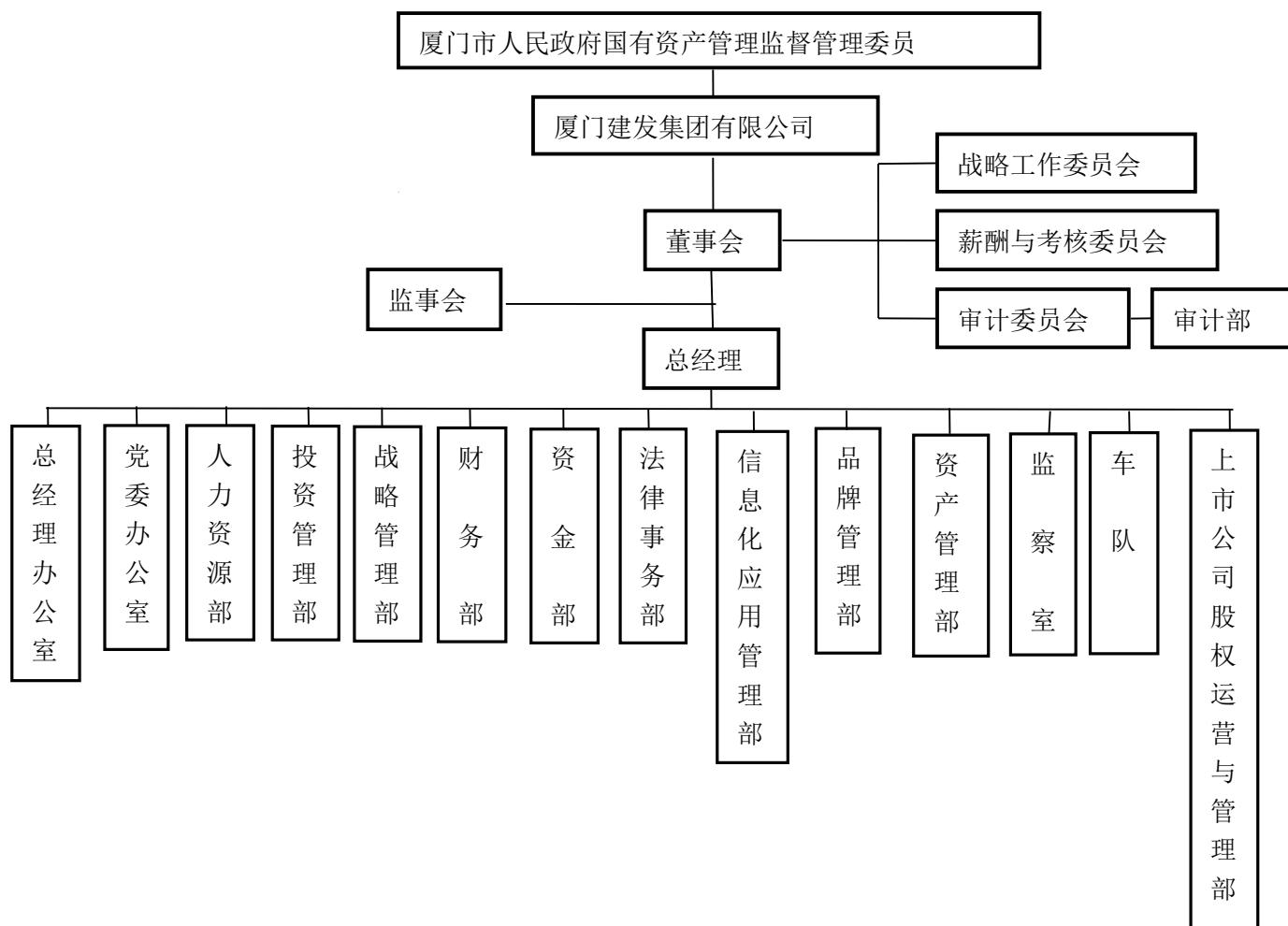
³ 建发股份子公司建发轻工于近日收到 ICA（国际棉花协会）发送的仲裁申请书，申请书载明 COFCO International Singapore Pte Ltd 因买卖

合同纠纷对建发轻工发起仲裁，申请仲裁金额 9,917,503.44 美元。截至出报告日，上述案件已撤诉。

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 2021 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	47.38
2	厦门建发旅游集团股份有限公司	旅游、酒店业投资管理	105,000.00	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	厦门建发新兴产业股权投资有限责任公司	投资	400,000.00	100.00
5	厦门建发医疗健康投资有限公司	投资	630,000.00	100.00
6	厦门建发城服发展股份有限公司	建筑业	200,000.00	100.00
7	厦门华益工贸有限公司	商品贸易	710.00	100.00
8	武夷山大红袍山庄开发有限公司	旅游酒店投资	53,000.00	46.00
9	福建嘉悦投资发展有限公司	房地产开发与经营	1,000.00	100.00
10	上海兆御投资发展有限公司	房地产	10,000.00	100.00
11	建发集团（香港）有限公司	投资	80.10	100.00
12	厦门建发优客会网络科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	1,000.00	67.08
13	厦门建发金融投资有限公司	股权投资、咨询、管理	10,000.00	100.00
14	厦门建发文创体育投资有限公司	租赁和商务服务业	20,000.00	100.00
15	厦门国际酒业运营中心有限公司	酒、饮料及茶叶类预包装食品批发及零售	450.00	100.00
16	宁夏建发实业发展有限公司	批发和零售业	1,000.00	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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2,606,311.94	3,897,949.06	5,915,376.65	6,159,111.89
应收账款净额	681,438.60	1,142,816.11	984,418.75	1,524,789.40
其他应收款	1,272,153.10	2,789,295.94	3,042,589.94	4,082,285.42
存货净额	13,557,064.13	17,352,993.93	22,302,498.29	29,135,213.94
长期投资	1,804,785.06	2,388,640.92	3,376,739.66	3,629,539.95
固定资产	903,412.15	1,017,804.82	932,308.15	933,622.83
在建工程	42,395.52	74,376.58	72,330.31	72,700.56
无形资产	194,866.06	201,010.00	213,831.75	208,723.84
总资产	25,312,490.70	34,134,470.51	43,696,788.63	55,179,795.37
其他应付款	2,011,376.79	2,167,723.63	2,318,919.84	3,351,583.08
短期债务	2,694,700.69	3,592,122.05	3,522,300.77	8,974,670.90
长期债务	5,181,010.17	6,939,693.78	9,146,007.12	10,003,635.82
总债务	7,875,710.86	10,531,815.83	12,668,307.90	18,978,306.72
净债务	5,269,398.92	6,633,866.77	6,752,931.24	12,819,194.83
总负债	17,510,583.53	24,473,284.38	31,743,913.38	42,100,355.56
费用化利息支出	249,224.96	174,039.64	230,669.63	--
资本化利息支出	269,222.04	331,684.85	367,237.91	--
所有者权益合计	7,801,907.17	9,661,186.13	11,952,875.25	13,079,439.81
营业总收入	28,262,119.02	33,969,014.52	44,237,231.25	10,936,681.49
经营性业务利润	1,012,603.71	1,024,295.85	1,241,874.80	126,196.74
投资收益	218,783.81	220,981.64	298,005.63	-16,058.95
净利润	811,489.96	868,223.98	1,080,070.38	69,414.33
EBIT	1,357,542.82	1,358,583.49	1,733,401.96	--
EBITDA	1,480,654.41	1,486,255.93	1,841,427.98	--
经营活动产生现金净流量	453,481.05	1,150,418.27	987,804.51	-4,157,603.37
投资活动产生现金净流量	473,525.45	-1,389,929.79	-281,442.38	-1,188,335.00
筹资活动产生现金净流量	-343,814.80	1,374,677.50	1,567,004.16	5,170,975.49
资本支出	143,033.45	211,571.98	137,090.61	31,165.91
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	8.47	6.87	5.65	3.31
期间费用率(%)	3.71	3.27	2.28	2.08
EBITDA 利润率(%)	5.24	4.38	4.16	--
总资产收益率(%)	5.86	4.57	4.45	--
净资产收益率(%)	11.35	9.94	9.99	2.22
流动比率(X)	1.71	1.64	1.62	1.49
速动比率(X)	0.57	0.64	0.62	0.57
存货周转率(X)	2.33	2.05	2.11	1.64*
应收账款周转率(X)	55.46	37.24	41.59	34.87*
资产负债率(%)	69.18	71.70	72.65	76.30
总资本化比率(%)	50.24	52.16	51.45	59.20
短期债务/总债务(%)	34.22	34.11	27.80	47.29
经营活动净现金流/总债务(X)	0.06	0.11	0.08	-0.88*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.17	0.32	0.28	-1.85*
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.87	2.27	1.65	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-3.12	2.81	-0.50	--
总债务/EBITDA(X)	5.32	7.09	6.88	--
EBITDA/短期债务(X)	0.55	0.41	0.52	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.86	2.94	3.08	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.62	2.69	2.90	--

注：1、2021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*指标已按年化处理；4、因缺乏相关数据，2021年1~3月部分指标无法计算；5、2020年和2021年3月末应收账款包含应收账款融资。

附三：厦门建发集团有限公司财务数据及主要指标（母公司）

财务数据 (单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	130,268.75	169,218.97	285,108.76	175,253.10
应收账款净额	3,852.50	0.00	0.00	0.00
其他应收款	1,283,424.61	1,753,810.04	1,150,656.10	1,288,349.63
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2,315,488.49	2,516,718.21	2,909,349.23	2,995,465.20
固定资产	12,656.58	11,260.06	28,567.60	28,316.50
在建工程	0.00	919.97	949.95	949.95
无形资产	5,530.36	5,002.13	9,088.20	8,983.88
总资产	4,316,749.30	4,844,078.25	5,109,148.11	5,144,767.16
其他应付款	67,134.22	71,318.12	2,836.37	71,570.19
短期债务	598,902.78	60,000.00	320,946.81	113,938.74
长期债务	328,797.49	648,205.31	649,029.82	649,101.00
总债务	927,700.27	708,205.31	969,976.62	763,039.74
净债务	797,431.52	538,986.34	684,867.87	587,786.63
总负债	1,000,561.22	785,961.90	987,901.67	1,043,462.36
费用化利息支出	50,294.96	45,149.01	30,601.93	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	3,316,188.08	4,058,116.35	4,121,246.45	4,101,304.80
营业总收入	9,755.30	9,841.25	10,090.74	2,137.98
经营性业务利润	-39,093.75	-32,987.73	-16,595.06	-5,750.81
投资收益	305,359.20	347,073.49	347,179.20	-5,243.02
净利润	241,345.71	313,830.50	370,303.80	-11,122.30
EBIT	291,640.67	358,979.52	400,905.73	--
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	-267,954.44	-466,146.35	316,186.02	-64,909.71
投资活动产生现金净流量	285,568.22	278,384.27	69,229.59	-20,369.88
筹资活动产生现金净流量	35,635.72	226,713.54	-269,402.64	-24,699.22
资本支出	4,687.53	3,278.88	1,139.01	4,473.42
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	14.73	11.47	99.44	98.64
期间费用率(%)	428.33	329.16	240.59	340.67
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	6.98	7.84	8.06	--
净资产收益率(%)	7.71	8.64	9.05	-1.08
流动比率(X)	2.56	14.98	4.63	3.86
速动比率(X)	2.56	14.98	4.63	3.86
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	2.53	5.11	--	--
资产负债率(%)	23.18	16.23	19.34	20.28
总资本化比率(%)	21.86	14.86	19.05	15.69
短期债务/总债务(%)	64.56	8.47	33.09	14.93
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.29	-0.66	0.33	-0.34*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.45	-7.77	0.99	-2.28*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-5.33	-10.32	10.33	--
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	-49.42	-100.11	-7.38	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	5.80	7.95	13.10	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、因缺乏相关数据，2021年1~3月部分指标无法计算。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	=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
	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	=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
	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	=长期债务+短期债务
	=总债务-货币资金
	=负债总额/资产总额
总资产化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	=存货周转率
	=营业收入/存货平均净额
	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/（营业收入+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
	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业收入
	=营业收入-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-一分保费-税金及附加-期间费用+其他收益
	=利润总额+费用化利息支出
	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	=EBIT/总资产平均余额
总资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
净利润收益率	=净利润/当年营业收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业收入
现金流	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
	经调整的经营活动净现金流（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
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）
偿债能力	流动比率
	=流动资产/流动负债
	=（流动资产-存货）/流动负债
	=费用化利息支出+资本化利息支出
	=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”。

附五：信用等级的符号及定义

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。