

信用评级公告

联合〔2023〕5617号

联合资信评估股份有限公司通过对联发集团有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的2023年公司债券（第三期）的信用状况进行综合分析和评估，确定联发集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，联发集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年十二月八日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022

电话 (Tel) : (010) 85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱 (Email) :lianhe@lhratings.com

联发集团有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

担保方主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：本期债券分为两个品种，两个品种合计发行规模不超过 19.29 亿元（含）

本期债券期限：品种一为 6 年期固定利率债券，附第 2 年末、第 4 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 6 年期固定利率债券，附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

担保方式：厦门建发股份有限公司提供无条件不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：拟用于偿还回售公司债券本金

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）的评级反映了公司作为厦门地区知名房地产企业，在股东背景、开发经验等方面具备一定优势。公司债务结构较好、债务负担处于合理水平，融资成本较低。同时，联合资信也关注到地产业务毛利率下降明显；部分项目存在去化及跌价压力；公司存在一定的资金支出压力；合作开发比例逐年增加，项目运营和资源管控难度有所增加等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建项目竣工、在售项目实现销售结转，公司有望保持良好的经营状况。

本期债券由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供连带责任保证担保，建发股份的担保实力极强，其担保对本期债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司债务结构以长期债务为主，债务指标处于合理水平且融资成本较低。截至 2023 年 6 月底，公司长期债务占全部债务的比例为 72.04%，债务结构以长期债务为主；公司全部债务资本化比率为 54.07%，债务负担处于合理水平，且平均融资成本为 4.5% 左右，融资成本较低。

2. 控股股东为公司提供一定支持。公司公开市场债务融资能获得控股股东的担保。

3. 担保方实力雄厚。担保方建发股份作为以供应链运营业务与房地产业务为主业的上市公司，2022 年整体运营状况良好，其担保对本期债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

评级时间：2023 年 12 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V4.0.202208
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：--			--	
个体信用等级			AA ⁺	
外部支持调整因素：--			--	
评级结果			AA ⁺	

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

同业比较：

项 目	公司	中交地产	信达地产
最新信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年
签约销售额（亿元）	315.26	458.82	224.18
资产总额（亿元）	1274.91	1373.07	884.06
所有者权益（亿元）	323.60	190.41	250.97
营业总收入（亿元）	314.66	384.67	182.48
利润总额（亿元）	8.94	21.83	14.71
营业利润率（%）	6.12	12.18	21.80
调整后资产负债率（%）	63.77	82.61	68.96
全部债务资本化比率（%）	53.05	77.89	61.93
现金短期债务比（倍）	1.38	0.46	0.97
EBITDA 利息倍数（倍）	0.69	0.54	1.43
全部债务/EBITDA（倍）	28.73	22.16	13.77

注：中交地产为中交地产股份有限公司，信达地产为信达地产股份有限公司

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公开资料整理

关注

1. 行业下行压力加大。2021年下半年开始，房地产行业下行压力加大，需求端萎缩，部分房企信用风险事件以及债券二级市场价格大幅波动对房企再融资产生较大负面影响，叠加较为严格的预售资金监管，房企流动性大幅承压。
2. 公司地产业务毛利率下滑明显，盈利能力有所下降，部分项目跌价风险；需关注三线及以下城市项目去化风险。2020—2022年，公司毛利率下滑幅度较大，且处于较低水平，利润总额持续下降；部分项目获取成本较高，未来公司毛利率或持续收窄。公司部分区域项目因获取成本较高计提跌价准备，需持续关注该部分项目跌价风险。截至2023年6月底，公司剩余可售面积中三线及以下城市占28.02%，存在一定去化压力。
3. 公司存在一定资本支出压力，同时，公司合作开发规模大，项目运营及资源管控难度有所增加，少数股东权益占比高。公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。2020—2022年，随着公司合作开发项目增长，资源管控的难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求。截至2023年6月底，公司少数股东权益占57.08%，权益稳定性弱。

分析师：曹梦茹（项目负责人） 卢瑞

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

 网址：www.lhratings.com
主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
现金类资产（亿元）	117.26	180.55	188.06	199.21
资产总额（亿元）	964.11	1296.49	1274.91	1321.66
所有者权益（亿元）	202.50	318.15	323.60	307.27
短期债务（亿元）	58.33	62.65	136.29	101.16
长期债务（亿元）	231.88	315.38	229.39	260.60
全部债务（亿元）	290.21	378.03	365.68	361.75
营业总收入（亿元）	239.04	273.00	314.66	93.33
利润总额（亿元）	19.64	19.05	8.94	1.93
EBITDA（亿元）	22.24	24.03	12.73	--
经营性净现金流（亿元）	51.19	-45.18	56.74	52.75
营业利润率（%）	10.27	8.79	6.12	7.61
净资产收益率（%）	5.58	3.39	0.61	--
资产负债率（%）	79.00	75.46	74.62	76.75
调整后资产负债率（%）	69.33	64.94	63.77	64.78
全部债务资本化比率（%）	58.90	54.30	53.05	54.07
流动比率（%）	164.67	180.30	160.63	157.58
经营现金流动负债比（%）	9.80	-6.90	7.97	--
现金短期债务比（倍）	2.01	2.88	1.38	1.97
EBITDA 利息倍数（倍）	1.42	1.27	0.69	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.05	15.73	28.73	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
资产总额（亿元）	374.21	442.56	459.26	475.05
所有者权益（亿元）	88.54	103.48	129.87	124.59
全部债务（亿元）	131.42	132.00	142.45	153.20
营业总收入（亿元）	6.98	8.73	4.31	0.75
利润总额（亿元）	5.81	13.36	20.66	-3.94
资产负债率（%）	76.34	76.62	71.72	73.77
全部债务资本化比率（%）	59.75	56.06	52.31	55.15
流动比率（%）	206.91	167.93	119.60	130.91
经营现金流动负债比（%）	1.88	14.04	32.10	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 公司合并报表中其他流动负债中的债务已调整至短期债务；公司长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；3. 公司及公司本部 2023 年半年度财务报表未经审计，相关指标未予年化；4. 公司本部财务报表债务数据未经调整；5. “--”代表计算无意义的数

资料来源：公司提供，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2023/11/13	曹梦茹 卢 瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/6/29	李 晶 刘 薇	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受联发集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

七、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

联发集团有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第三期）信用评级报告

一、主体概况

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）于 1983 年由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）、昌富利（香港）贸易有限公司（以下简称“昌富利”）和香港德盛有限公司（以下简称“香港德盛”）共同出资组建，出资比例分别为 75.00%、20.00% 和 5.00%。昌富利为建发股份全资子公司。经增资和股权转让，截至 2023 年 6 月底，公司注册资本 21.00 亿元，控股股东建发股份持股比例 95.00%，公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

截至 2023 年 6 月底，公司内设客户研究部、产品研发部、营销管理部、运营管理部、地产拓展部以及成本管理部等职能部门（详见附件 1—2）。

公司主营业务为房地产开发、供应链运营、物业及租赁管理。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1274.91 亿元，所有者权益 323.60 亿元（含少数股东权益 188.96 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 314.66 亿元，利润总额 8.94 亿元。

截至 2023 年 6 月底，公司合并资产总额 1321.66 亿元，所有者权益 307.27 亿元（含少数股东权益 175.39 亿元）；2023 年 1—6 月，公司实现营业总收入 93.33 亿元，利润总额 1.93 亿元。

公司注册地址：厦门市湖里区湖里大道 31 号；法定代表人：赵胜华。

二、本期债券概况

公司拟发行联发集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期）（以下简称“本期债券”），本期债券分为两个品

种，两个品种合计发行规模不超过 19.29 亿元（含）。本期债券期限：品种一为 6 年期固定利率债券，附第 2 年末、第 4 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 6 年期固定利率债券，附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。

本期债券募集资金拟用于偿还回售公司债券本金。

本期债券由建发股份提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议为主，聚焦于完善房地产调控政策、健全 REITs 市场功能、促进中小微企业调结构强能力；二季度，宏观政策以贯彻落实 4 月中央政治局会议精神为主，聚焦于进一步优化房地产调控政策、深化资本市场改革、稳住外贸外资基本盘、提振汽车和家居等大宗消费、优化调整稳就业政策；三季度，根据 7 月中央政治局会议决策部署，宏观政策聚焦于调整优化房地产政策、活跃资本市场、促进民营经济发展壮大、加大吸引外商投资力度等方面。

2023 年前三季度，宏观政策调控着力扩大内需、提振信心、防范风险，国民经济持续恢复向好，生产供给稳步增加，市场需求持续扩大，就业物价总体改善，发展质量稳步提升，积极因素累积增多。初步核算，前三季度，国内生产总值 91.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。第三季度国内生产总值同比增长

4.9%。剔除基数因素来看，第三季度 GDP 两年平均增速 上升至 4.4%，较第二季度提高了 1.1 个百分点。9 月，物价和货币环境明显企稳，消费加速恢复，制造业投资保持强势。后续政策将以落实已出台的调控措施为主，稳中求进。信用环境方面，2023 年前三季度，社融规模显著扩张，信贷结构有所改善，但是居民融资需求总体仍偏弱，且企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本明显下降。

展望 2023 年第四季度，特别国债发行支撑基建投资增速保持高位，汽车消费增速延续上升态势，经济主体信心持续上升，经济增长将延续前三季度较快态势。前三季度 GDP 同比增长 5.2%，有力保障了实现全年 5% 的经济增长目标。据国家统计局测算，第四季度 GDP 同比增长 4.4% 以上即可完成全年经济增长目标。因此，第四季度关键是继续落实已经出台的宏观调控政策，坚持稳中求进工作基调，固本培元；着力促进汽车消费增速回升，推进高科技制造业投资扩容提效，采取多种手段稳外贸，以“保交楼”为抓手促进房地产相关债务重组。完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2023 年三季度）》](#)。

四、行业分析

2023 年以来房地产市场波动较大，其中一季度短暂回暖复苏后于二季度再次降温；虽 7 月以来利好政策集中释放，但销售下行趋势仍未逆转，三季度市场修复效果欠佳。受销售端未有明显起色影响，土地市场继续冷清但不同城市间仍有分化，城投兜底现象逐步退去，房企仍面临资金压力。考虑到房地产市场供求关系已发生深刻变化，2023 年以来调控政策延续宽松态势，放松政策密集发布，预计房地产行业将迈入新一轮发展周期，但短期仍将处于底部运行状态。完整版行业分析详见 [《2023 年三季度房地产行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年6月底，公司注册资本21.00亿元，控股股东建发股份持股比例95.00%，公司实际控制人为厦门市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司房地产开发经验较为丰富，在项目开发地具有较好的影响力，市场竞争实力强。

公司是一家以房地产开发与销售、物业租赁为主业的房地产运营商，经过30多年的发展，项目开发区域已覆盖上海、深圳、厦门、杭州、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、桂林、鄂州和漳州等核心城市。

公司拥有房地产开发一级资质。截至2023年6月底，公司期末在建项目建筑面积732.72万平方米。2022年，公司克而瑞全口径销售排名43位；2023年1—6月，公司克而瑞全口径销售排名26位。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：913502006120000284），截至2023年11月6日，公司未结清信贷信息和已结清信贷信息中，无关注类、不良/违约类贷款。整体看，公司过往信用记录良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2023年12月7日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构符合法律要求，运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

公司按照《公司法》和《中外合资经营企业法》等有关法律以及现代企业制度要求，制订了《公司章程》并建立了由董事会、监事和

经理层组成的法人治理结构体系，并确立了董事会、监事和经理层在决策、执行、监督等方面的职责权限、程序以及应履行的义务，形成了权力机构、决策机构、经营机构和监督机构的治理结构。

根据公司章程，公司设立董事会，由7名董事组成；设董事长1名，由董事会选举产生。董事任期四年，经委派方继续委派，可以连任。董事会是公司的最高权力机构，决定公司的一切重大事宜，行使决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的内部管理机构设置方案、制定公司的基本管理制度等职权。

公司设监事1人，由股东各方共同委派。监事依《公司法》规定行使职权，监事任期每届为三年，任期届满，经委派可以连任。公司董事、高级管理人员不得兼任公司监事。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理1名，由建发股份推荐，总经理和副总经理由董事会聘任，任期三年，经董事会同意可以连任；总经理行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

2. 管理水平

公司内部管理制度较为健全，整体管理运作情况良好。

在基本管理制度上，公司制定了《主要管理原则及各级组织职能纲要》，明确公司各层级经营管理的责权关系，主要管理类制度包括投资决策、财务和资金、子公司管理等。

土地获取方面，地产拓展部根据公司整体战略及可持续发展目标，编制新项目拓展工作的年度目标和计划。城市公司负责编制本城市土地储备及拓展计划，定期提交市场分析报告，并配合地产拓展部开展新区域土地拓展工作。事业部配合城市公司开展前期土地信息收集，城市公司负责对意向项目原则上于公告后的3个工作日内提交《新项目信息通报表》，经地产拓展部、集团分管领导审核同意后，由地产拓展部提报集团领导及各职能部门。运作或收购

项目，由城市公司负责撰写《项目简报》，经地产拓展部、集团分管领导审核后，由地产拓展部提报集团领导。运作或收购项目，由地产拓展部负责牵头组织开展相关工作，已有区域由城市公司负责组织项目的尽职调查工作，新区域由地产拓展部负责。

项目开发建设方面，公司采用集团公司、项目公司的两层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由项目公司完成，公司对项目公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。在销售模式方面，公司主要依靠自有的销售团队，同时辅以少量专业团队。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括房地产开发、供应链运营和物业租赁及管理。受益于房地产板块结转收入持续增长，公司营业总收入逐年增长；受结转项目毛利率下降影响，公司房地产开发业务毛利率大幅下降，2023年上半年有所回升但仍处于较低水平。

公司土地储备主要采用“招、拍、挂”方式从市场取得，同时也有少部分土地采用收购、与其他公司合作开发等方式取得。公司开发的项目主要针对中端、高端消费者。

2020—2022年，公司营业总收入年均复合增长14.73%，主要系房地产结转规模稳步增长所致。从营业总收入的构成来看，房地产开发业务是公司营业总收入的主要来源，2020—2022年，房地产开发业务收入占比均超过80.00%。2020—2022年，公司房地产开发业务收入逐年增长，主要系近年来销售规模持续增加、建设进度较为平稳所致；供应链运营业务规模逐年下降，2022年下降主要系核算方法由总额法改为净额法所致；公司物业及租赁管理业务收入波动增长，2021年增幅较大主要系物业管理面积增加所致。公司其他业务板块规模较小，对公司营业总收入影响较小。

2020—2022 年，公司综合毛利率逐年下降，主要受房地产业务毛利率下降影响。因结转成本较高且受限价影响，2020—2022 年，毛利率较低的项目比例增加，公司房地产开发业务毛利率逐年下降。2020 年以来，受结转西城首府、

悦澜山等毛利率为负项目影响，公司房地产开发毛利率大幅下降并处于较低水平。

2023 年 1—6 月，公司实现营业总收入 93.33 亿元，同比下降 9.29%；综合毛利率为 8.31%，仍处于较低水平。

表 1 2020—2022 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务类别	2020 年			2021 年			2022 年		
	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	195.31	81.71%	12.17%	227.09	83.18%	9.13%	284.29	90.35%	5.59%
供应链运营	34.60	14.47%	0.64%	33.03	12.10%	0.66%	18.73	5.95%	1.21%
物业及租赁管理	6.02	2.52%	48.17%	8.21	3.01%	37.55%	7.83	2.49%	39.25%
其他业务	3.11	1.30%	31.51%	4.67	1.71%	26.09%	3.81	1.21%	9.68%
合计	239.04	100.00%	11.65%	273.00	100.00%	9.25%	314.66	100.00%	6.22%

资料来源：公司审计报告

2. 开发业务

（1）土地储备

2020—2022 年，公司全口径土地投资额有所波动，受土地市场溢价率提升及拿地区域有所变动的影响，公司拿地均价持续提升；公司土地储备中三线及以下城市占比较高；公司部分城市拿地楼面均价较高，需关注后续公司盈利空间。

从近年公司土地获取情况来看，2020—2022 年，在房地产调控的背景下，公司结合房地产市场变化和自身战略情况，拿地全口径金额波动增长。同时，随着公司逐年加大合作力度，权益土地投资额占比逐年下降。随着公司合作开发规模加大，资源管控的难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求。

2020—2022 年，受土地市场溢价率提升及拿地区域有所变动影响，公司获取项目楼面均价逐年增长，2022 年，公司新进入上海区域，并战略性回归一二线城市，获取项目主要位于上海、莆田、厦门、杭州和深圳等区域，获取项目楼面价受项目区域影响大幅上升。2023 年 1—6 月，公司新增获取土地 3 块，位于莆田、南昌和武汉，均为公司独立开发项目。

表 2 公司新增土地及项目情况

（单位：块、万平方米、亿元、万元/平方米）

获取时间	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月
新增项目数量	17	25	13	3
新增土地储备建筑面积全口径	179.36	214.08	79.59	15.40
新增土地储备建筑面积权益口径	107.70	137.32	32.61	15.40
新增土地储备金额全口径	190.78	275.85	216.04	13.12
新增土地储备金额权益口径	123.31	152.17	78.02	13.12
新增土地储备金额权益比例	64.63%	55.17%	36.12%	100.00
新增土地储备楼面地价全口径	1.06	1.29	2.71	0.85

资料来源：公司提供

截至 2023 年 6 月底，公司未开工土地储备的全口径计容建筑面积为 118.10 万平方米。从布局来看，主要位于鄂州、南昌、广州等区域，公司土地储备中三线及以下城市全口径计容建筑面积（占 80.29%）占比较高。公司未开工土地储备中鄂州单个项目体量较大，考虑到地产行业下行以及当地市场容量有限，该区域项目难以快速去化。

（2）项目开发建设

2020—2022 年，公司开工力度波动下降，2022 年受前期开工力度大及项目储备相对不足的影响，新开工规模下降；公司房屋竣工面积逐年稳定增长。截至 2023 年 3 月底，公司在建项目后续投资规模较大，面临一定的资本支出

压力。

从项目开发数据来看，2021 年受当期新增土储规模增加影响，新开工面积规模同比增长 33.78%，2022 年以来地产行业下行，公司把控开工力度，新开工面积大幅下降。2020—2022 年，公司房屋竣工面积逐年稳定增长。截至 2023 年 6 月底，公司仍保持较大的期末在建面积。

表 3 公司项目开发建设情况
(单位: 万平方米)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月
新开工面积	364.84	488.09	147.00	31.17
房屋竣工面积	299.90	324.34	329.75	--
期末在建面积	823.61	987.37	804.62	732.72

注：统计口径为全口径
资料来源：公司提供

截至 2023 年 6 月底，公司并表在建项目全口径计划总投资额 815.67 亿元，尚需投资 154.14 亿元，并表项目权益尚需投资 107.52 亿元，考虑到公司拟建项目支出及后续补充获取

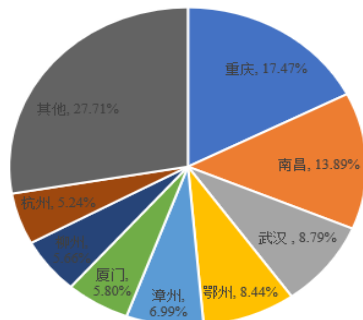
表 4 2020—2022 年及 2023 年 1—6 月公司销售情况 (单位: 万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月
协议销售面积	233.59	266.36	170.85	111.46
协议销售金额	340.48	421.80	315.26	302.47
协议销售均价	1.46	1.58	1.85	2.71

注：协议销售面积、协议销售金额及协议销售均价为全口径
资料来源：公司提供

截至 2023 年 6 月底，公司并表全口径剩余可售面积（在建总可售+完工总可售）为 376.99 万平方米，区域分布如下图所示。

图 1 截至 2023 年 6 月底公司并表剩余可售项目全口径规划建筑面积区域占比情况



注：其他区域占比小于 5%，包括南京、桂林、南宁、福州、莆田、晋江、徐州、深圳、上海、江门、九江、合肥、西安、天津、赣州、新余、苏州、泉州、南安
资料来源：公司提供

项目支出，未来存在一定的资本支出压力。

(3) 销售情况

2020—2022 年公司协议销售规模波动下降。2022 年，受房地产行业下行影响，公司协议销售金额大幅下降。公司剩余可售项目规模一般，且有一定规模的三线及以下城市项目，未来其销售去化或将存在一定的不确定性。

2021 年，随着公司厦门项目推盘销售，公司协议销售均价有所增长。2022 年，受行业下行影响，公司协议销售面积和协议销售金额均有所下降，分别同比下降 35.86%和 25.26%。

2020—2022 年，受公司销售项目中一二线城市占比增加影响，公司协议销售均价金额逐年增长。2023 年 1—6 月，受益于房地产市场一季度暂时回暖以及公司上海、厦门等区域项目开盘，公司协议销售面积同比增长 64.38%，协议销售金额同比增长 139.76%；受销售一二线城市项目占比增加影响，协议销售均价较 2022 年有所增长。

从公司近两年销售情况看，截至 2023 年 6 月底，公司项目剩余可售规模可满足公司 2 年左右的销售需要，可售规模一般。

截至 2023 年 6 月底，公司剩余可售项目中有一定规模的三线及以下城市项目（剩余可售面积占 28.02%），未来其销售去化或将存在一定的不确定性。

3. 经营效率

公司整体经营效率指标处于中上等水平。

2020—2022 年，公司存货周转次数分别为 0.36 次、0.34 次和 0.37 次；总资产周转次数分别为 0.26 次、0.24 次和 0.24 次。与同行业公司比较，公司经营效率指标处于中上等水平。

表 5 房地产开发类公司 2022 经营效率指标

公司名称	流动资产周转次数 (次)	存货周转次数 (次)	总资产周转次数 (次)
中交地产股份有限公司	0.30	0.31	0.28
信达地产股份有限公司	0.27	0.32	0.21
厦门安居控股集团有限公司	0.29	0.29	0.21
上海实业发展股份有限公司	0.15	0.23	0.12
联发集团	0.27	0.37	0.24

注：对比企业数据引自 Wind，联合资信与 Wind 计算公式存在少许差异数据来源：Wind

4. 未来发展

公司未来发展规划较为清晰，符合其自身发展特点。

未来，区域拓展方面，公司目前的主要业务集中在厦门、南昌、桂林、南宁、武汉、重庆、天津等地，公司计划通过在现有及未来住宅项目设计和开发中运用标准化运营程序的方式，深耕已有城市房地产市场，并扩展到长三角具有高增长潜力的城市。

土地储备方面，公司将通过多种形式获取土地储备，探索文化创意和产业用地等新业态，关注海外房地产发展机会。海外项目方面，在做好现有项目的基础上，公司考虑继续拓展其他好的项目；文化创意和产业用地等业务规模争取年均增幅达到15%以上。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020—2022年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

截至2022年底，公司合并资产总额1274.91亿元，所有者权益323.60亿元（含少数股东权益188.96亿元）；2022年，公司实现营业总收入314.66亿元，利润总额8.94亿元。

截至 2023 年 6 月底，公司合并资产总额1321.66亿元，所有者权益 307.27 亿元（含少数股东权益 175.39 亿元）；2023 年 1—6 月，公司实现营业总收入 93.33 亿元，利润总额 1.93 亿元。

2. 资产质量

2020—2022 年末，伴随着公司存货规模波动增长，带动资产总额波动增长。资产构成以货币资金和存货为主，存货的变现能力受房地产市场波动影响明显，部分城市项目存在一定的去化及跌价风险。

表 6 2020—2022 年及 2023 年 6 月末公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	860.11	89.21	1180.19	91.03	1143.36	89.68	1172.40	88.71
货币资金	115.59	11.99	180.21	13.90	177.40	13.91	182.89	13.84
其他应收款 (合计)	54.45	5.65	112.85	8.70	131.91	10.35	160.07	12.11
存货	605.05	62.76	833.96	64.32	771.42	60.51	757.14	57.29
非流动资产	104.00	10.79	116.30	8.97	131.55	10.32	149.26	11.29
长期股权投资	22.29	2.31	31.74	2.45	41.54	3.26	51.99	3.93
投资性房地产	52.51	5.45	49.86	3.85	50.26	3.94	50.07	3.79
在建工程	0.46	0.05	0.93	0.07	9.03	0.71	9.57	0.72
递延所得税资产	13.87	1.44	14.72	1.14	11.82	0.93	13.96	1.06
资产总额	964.11	100.00	1296.49	100.00	1274.91	100.00	1321.66	100.00

注：占比为占总资产比例

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2020—2022年末，公司资产规模波动增长，年均复合增长14.99%。截至2021年底，公司合

并资产总额较年初增长34.48%，主要系流动资产增长所致。截至2022年底，公司合并资产较

年初下降1.66%。公司资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

2020—2022年末，流动资产规模波动增长，年均复合增长15.30%。截至2021年底，流动资产较年初增长37.21%，主要系存货增加所致。截至2022年底，流动资产较年初下降3.12%。

2020—2022 年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长 23.88%。截至 2021 年底，公司货币资金较年初增长 55.90%，主要系销售规模扩大回款增加所致。截至 2022 年底，公司货币资金较年初下降 1.56%。货币资金中有 6.92 亿元受限资金，受限比例较小，主要为项目监管资金、按揭贷款保证金、保函保证金和其他保证金。

2020—2022 年末，公司其他应收款（合计）持续增长，年均复合增长 55.64%。截至 2022 年底，公司其他应收款（合计）131.91 亿元，较年初增长 16.89%，主要系建发股份合并范围外及合作方经营往来款项增加所致。公司其他应收款主要为建发股份合并范围外及合作方经营往来款项（占比为 93.12%），往来款为合作项目经营性往来，回收风险不大。

2020—2022年末，公司存货波动增长，年均复合增长12.91%。截至2021年底，公司存货较年初增长37.83%，主要系获取土储增加以及在在建项目投入增加所致。截至2022年底，公司存货较年初下降7.50%，主要系当期拿地规模下降所致。从存货构成来看，主要由开发成本（占比为88.06%）和开发产品（占比为11.50%）构成。截至2022年底，公司累计计提存货跌价

准备14.91亿元，主要针对天津荣颂庭院、重庆西城首府和南京翡翠方山项目计提，系当地市场不及预期所致。考虑到公司存货中仍有一定规模的三四线城市项目，且一二线城市项目获取成本较高，在房地产行业下行的背景下，公司仍将面临一定的存货去化压力及减值风险。

(2) 非流动资产

2020—2022 年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长 12.47%。截至 2022 年底，公司非流动资产较年初增长 13.11%，主要系在建工程增加所致。

2020—2022 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 36.52%。截至 2022 年底，公司长期股权投资较年初增长 30.90%，主要系对外投资项目增加所致。2022 年，公司权益法下确认的长期股权投资收益为 0.17 亿元。

2020—2022 年末，公司投资性房地产波动下降，年均复合下降 2.17%。截至 2022 年底，公司投资性房地产较年初增长 0.81%。

2020—2022 年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长 343.90%。截至 2022 年底，公司在建工程较年初增长 866.25%，主要系公司自持物业增加所致。

截至 2023 年 6 月底，公司合并资产总额较上年底增长 3.67%，资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年 6 月底，公司所有权或使用权受限的资产见下表，资产受限比例 9.67%，主要系存货的贷款抵押所致。

表 7 截至 2023 年 6 月底公司所有权或使用权受限的资产明细（单位：亿元）

项目	金额	受限原因
货币资金	9.17	银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、按揭贷款保证金、经营性贷款保证金、项目施工保证金及预售保证金等
存货	107.29	借款抵押
投资性房地产	11.12	借款抵押
固定资产	0.11	借款质押
长期股权投资	0.10	借款质押
合计	127.79	--

注：小数尾差系四舍五入计算影响

资料来源：联合资信根据公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2020—2022 年末，公司所有者权益规模持续增长；未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性弱。

2020—2022 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 26.41%。截至 2022 年底，公司所有者权益 323.60 亿元，较年初增长 1.71%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 41.61%，少数股东权益占比为 58.39%。在所有者权益中，实收资本占 6.49%、其他权益工具占 5.50%、资本公积占 0.23%、盈余公积占 3.35%、其他综合收益占 1.07%和未分配利润占 24.96%。公司所

有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益结构稳定性弱。

截至 2023 年 6 月底，公司所有者权益较上年下降 5.05%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 42.92%，少数股东权益占比为 57.08%。所有者权益结构较上年变化不大。

(2) 负债

2020—2022 年末，公司负债规模持续扩大，负债结构以流动负债为主；公司债务指标有所下降，债务负担较为合理且以长期债务为主，但 2024 年债务到期规模较大，届时公司存在一定集中偿付压力。

表 8 2020—2022 年及 2023 年 6 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 6 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	522.31	68.58	654.56	66.91	711.78	74.82	744.02	73.35
应付账款	49.70	6.53	66.71	6.82	74.89	7.87	56.65	5.58
其他应付款 (合计)	64.08	8.41	83.92	8.58	78.57	8.26	89.83	8.86
一年内到期的非流动负债	53.17	6.98	54.29	5.55	118.55	12.46	64.99	6.41
合同负债	303.64	39.87	388.80	39.74	381.61	40.11	448.93	44.26
非流动负债	239.30	31.42	323.78	33.09	239.53	25.18	270.37	26.65
长期借款	102.67	13.48	185.17	18.93	147.65	15.52	146.59	14.45
应付债券	101.75	13.36	102.08	10.43	76.46	8.04	112.79	11.12
负债总额	761.61	100.00	978.33	100.00	951.31	100.00	1014.39	100.00

注：占比为占总负债比例

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2020—2022 年末，公司负债规模波动增长，年均复合增长 11.76%。截至 2021 年底，公司负债总额较年初增长 28.46%，流动负债和非流动负债均有增加。截至 2022 年底，公司负债较年初下降 2.76%。其中，流动负债占 74.82%，非流动负债占 25.18%。公司负债以流动负债为主。

2020—2022 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 16.74%。截至 2022 年底，公司流动负债 711.78 亿元，较年初增长 8.74%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。

2020—2022 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 22.75%。截至 2022 年底，公司应付账款 74.89 亿元，较年初增长 12.26%，主要系应付开发成本款增加所致。其中应付开发成本款及应付货款占比分别为 94.06%和 3.59%。

2020—2022 年末，公司其他应付款（合计）

波动增长，年均复合增长 10.73%。截至 2022 年底，公司其他应付款（合计）较年初下降 6.37%，主要系往来款增加所致。公司其他应付款主要为合作项目往来款（占比为 94.42%）。

2020—2022 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 49.33%。截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债 118.55 亿元，较年初增长 118.36%，主要系一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券增加所致。

公司合同负债主要为预收售房款。2020—2022 年末，公司合同负债波动增长，年均复合增长 12.11%。截至 2021 年底，公司合同负债较年初增长 28.04%，随签约销售规模扩大而增加。截至 2022 年底，公司合同负债较年初下降 1.85%。

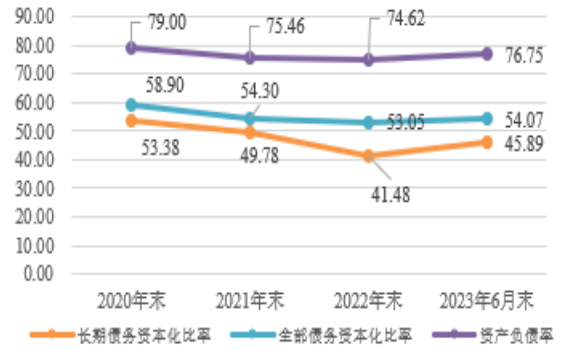
2020—2022 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 19.92%。截至 2022 年底，公司长期借款 147.65 亿元，较年初下降 20.26%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。

2020—2022 年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降 13.31%。截至 2021 年底，公司应付债券较年初增长 0.33%。截至 2022 年底，公司应付债券 76.46 亿元，较年初下降 25.10%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。

本评级报告将其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息部分调整至全部债务及相关指标核算。有息债务方面，2020—2022 年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长 12.25%。截至 2022 年底，公司全部债务 365.68 亿元，较年初下降 3.27%。债务结构方面，短期债务占 37.27%，长期债务占 62.73%，以长期债务为主。从债务指标来看，2020—2022 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均持续下降。

截至 2023 年 6 月底，公司全部债务 361.75 亿元，较上年底下降 1.07%。债务结构仍以长期债务为主。

图 2 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

如将永续债调入长期债务，2020—2022 年末，公司全部债务分别为 290.21 亿元、385.84 亿元和 383.49 亿元，年均复合增长 14.95%。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年 6 月底，公司全部债务增至 379.56 亿元。

截至 2023 年 6 月底，公司债务中银行借款占 56.86%，债券融资占 43.14%。截至 2023 年 6 月底，公司平均融资成本为 4.5% 左右，融资成本较低。

从债务期限来看，公司 2024 年到期债务规模较大，届时公司存在一定集中偿付压力。

表 9 截至 2023 年 6 月底公司债务期限分布（单位：亿元）

项目	短期借款	其他流动负债	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	合计
2023 年	12.31	17.13	39.68	--	--	69.12
2024 年	6.51	--	25.18	62.58	14.99	109.26
2025 年	--	--	--	47.64	19.98	67.62
2026 年及以后	--	--	--	36.37	77.81	114.18
合计	18.82	17.13	64.86	146.59	112.79	360.19

注：表中债务金额与联合资信全部债务统计口径存在一定差异，上表不包括应付票据及租赁负债；小数尾差系四舍五入计算影响
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020—2022 年，受益于结转面积增加，公司营业总收入持续增加；营业利润率因结转项目成本上升逐年下降，整体盈利能力下滑；公司投资收益及资产减值损失对公司利润影响较大。

营业总收入分析见经营概况。2020—2022 年，公司营业利润率分别为 10.27%、8.79% 和 6.12%，2023 年 1—6 月，公司营业利润率

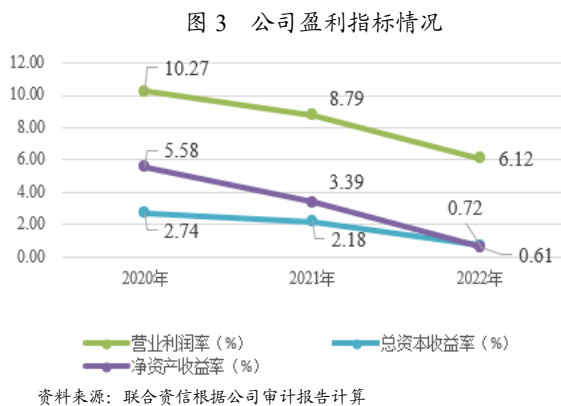
7.61%，仍处于较低水平。

从期间费用看，2020—2022 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 21.45%。2022 年，公司费用总额为 13.34 亿元，同比下降 2.07%，同比变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 77.39%、10.30%、2.13% 和 10.19%，以销售费用为主。其中，销售费用为 10.32 亿元，同比增长 13.58%，主要系市场下行，营销端增加代理

销售所致；管理费用为 1.37 亿元，同比增长 100.05%，主要系股份支付和职工薪酬增加所致；财务费用为 1.36 亿元，同比下降 63.84%，主要系利息支出减少所致。

非经常性损益方面，2020—2022 年，公司投资收益分别为 11.07 亿元、16.52 亿元、14.79 亿元，年均复合增长 15.61%；2021 年公司投资收益大幅增长，主要系处置长期股权投资产生的收益增加所致；2022 年小幅下降，主要系处置长期股权投资产生的收益减少所致。公司处置长期股权投资获得投资收益规模较大，该类投资收益不可持续，未来存在一定波动风险。2020—2022 年，公司资产减值损失逐年增长，分别为 6.65 亿元、7.51 亿元和 10.15 亿元，主要为存货跌价损失。

盈利指标方面，2020—2022 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均持续下降。



从同行业对比来看，2022 年公司盈利指标在行业中处于较低水平。

表 10 2022 年同行业公司盈利能力对比情况
(单位: %)

企业名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
中交地产股份有限公司	13.43	1.77	1.04
信达地产股份有限公司	25.20	3.19	2.29
厦门住宅建设集团有限公司	26.56	2.19	0.45
上海实业发展股份有限公司	21.45	0.91	1.23
联发集团	6.22	0.74	2.66

注：对比企业数据引自 Wind，联合资信与 Wind 计算公式存在少许差异
资料来源：Wind

5. 现金流

2020—2022 年，公司经营活动现金流净额有所波动；投资活动现金流量净额持续为负；筹资活动现金流量净额随 2022 年偿还借款增加而转为净流出。2023 年 1—6 月，公司销售回款增加，经营活动现金流净额持续净流入。未来，随着房产项目开发维持较大规模投入，公司仍有较大的对外融资需求。

表 11 公司现金流量情况 (单位: 亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	382.13	445.68	341.74	166.87
经营活动现金流出小计	330.94	490.86	285.00	114.12
经营现金流量净额	51.19	-45.18	56.74	52.75
投资活动现金流入小计	45.84	36.04	37.88	43.90
投资活动现金流出小计	62.48	37.31	49.66	34.27
投资活动现金流量净额	-16.64	-1.27	-11.78	9.64
筹资活动前现金流量净额	34.55	-46.45	44.96	62.39
筹资活动现金流入小计	295.37	490.63	275.64	95.26
筹资活动现金流出小计	289.64	379.06	326.05	154.51
筹资活动现金流量净额	5.73	111.58	-50.41	-59.26

资料来源：公司财务报表

从经营活动来看，2020—2022 年，公司经营现金流入波动下降，年均复合下降 5.43%，主要系销售规模波动现金回流有所波动所致；2022 年，公司经营现金流入同比下降 23.32%。2020—2022 年，经营活动现金流出波动下降，年均复合下降 7.20%。2021 年，经营活动现金流出同比增长 48.32%，主要系公司购地及建设支出增加所致；2022 年经营活动现金流出同比下降 41.94%，主要系公司根据市场行情采取谨慎拿地策略所致，2020—2022 年，公司经营现金净额有所波动。

从投资活动来看，2020—2022 年，公司投资活动现金流入波动下降，年均复合下降 9.10%。2021 年，公司投资活动现金流入同比下降 21.38%，主要系处置长期股权投资收回资金减少所致；2022 年，公司投资活动现金流入同比增长 5.11%。2020—2022 年，公司投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 10.85%。2021 年，公司投资活动现金流出同比下降 40.29%，主要系支付非关联方占用资金减少所致；2022 年，投资活动现金流出同比增长 33.11%，主要系对外投资支付现金增加所致。2020—2022 年，公司投资活动现金净额持续为负。

从筹资活动来看，2020—2022 年，公司筹资活动现金流入波动下降，年均复合下降 3.40%。2021 年，公司筹资活动现金流入同比增长 66.11%，主要系收回非关联方占用资金的本息以及循环购买基础资产（招商创融购房尾款资产支持专项计划）增加所致；2022 年，公司筹资活动现金流入同比下降 43.82%，主要系借款及吸收投资收到的现金减少所致。2020—2022 年，公司筹资活动现金流出分别为波动增长，年均复合增长 6.10%。2021 年，公司筹资活动现金流出同比增长 30.87%，主要系支付非关联方占用资金的本息大幅增长所致；从筹资

活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流出同比下降 13.98%，主要系 22 年回笼下降，公司富余资金分出至非关联合合作方金额降低所致。2020—2022 年，公司筹资活动现金净额有所波动。2022 年筹资活动现金净额转为净流出。

2023 年 1—6 月，从经营活动来看，受销售规模增加影响，公司经营活动现金流净额为净流入；投资活动现金净流转为净流入；受偿还债务规模较大影响，公司筹资活动现金流量净额为净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现较强，长期偿债指标较弱，但考虑到公司融资渠道较为畅通、销售情况良好等因素，公司整体偿债指标表现很强。

从短期偿债指标看，2020—2022 年末，公司流动比率波动下降。同期，公司速动比率波动增长。截至 2023 年 6 月底，公司流动比率和速动比率较上年底变化不大，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。2020—2022 年末，公司现金短期债务比波动下降，截至 2023 年 6 月底，公司现金短期债务比较上年底有所提高。公司现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿债指标较强。

从长期偿债指标看，2020—2022 年，公司 EBITDA 波动下降。2022 年，公司 EBITDA 为 12.73 亿元，同比下降 47.03%，主要系利润总额减少所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 23.39%）、利润总额（占 70.22%）构成。2020—2022 年，公司 EBITDA 利息倍数持续下降，EBITDA 对利息的覆盖程度一般。2020—2022 年，公司全部债务/EBITDA 持续增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期偿债指标较弱。

表 12 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
短期偿债指标	流动比率（%）	164.67	180.30	160.63	157.58
	速动比率（%）	48.83	52.89	52.25	55.81
	经营现金/流动负债（%）	9.80	-6.90	7.97	--

长期偿债指标	经营现金/短期债务（倍）	0.88	-0.72	0.42	--
	现金短期债务比（倍）	2.01	2.88	1.38	1.97
	EBITDA（亿元）	22.24	24.03	12.73	--
	全部债务/EBITDA(倍)	13.05	15.73	28.73	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.18	-0.12	0.16	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.42	1.27	0.69	--
	经营现金/利息支出（倍）	3.26	-2.40	3.06	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2023 年 6 月底，公司共获得各银行授信额度 373.58 亿元，未使用额度 180.25 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2023 年 6 月底，除为商品房承购人提供抵押贷款担保外，公司对外实际担保金额为 2.25 亿元，主要系合作开发产生的对联营企业的担保，或有负债风险可控。

截至2023年6月底，公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部财务分析

2020—2022 年末，公司本部资产主要由其他应收款和货币资金构成，利润主要来自投资收益；公司本部层面债务负担尚可，权益稳定性较弱。

2020—2022年末，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长10.78%。截至2022年底，公司本部资产总额459.26亿元，较年初增长3.77%。其中，流动资产278.07亿元（占比60.55%），非流动资产181.20亿元（占比39.45%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占14.61%）、其他应收款（合计）（占78.57%）构成。

2020—2022年末，公司本部负债波动增长，年均复合增长7.38%。截至2022年底，公司本部负债总额329.39亿元，较上年底下降2.86%。其中，流动负债232.51亿元（占70.59%），非流动负债96.89亿元（占29.41%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占73.74%）、一年内到期的非流动负债（占23.70%）构成。截至2022年底，公司本部全部债务142.45亿元。其中，短期债务占38.72%、长期债务占61.28%。截至2022年底，公司本部全部债务资本化比率52.31%，公司本部债务负担尚可。

2020—2022年末，公司本部所有者权益持续增长，年均复合增长21.11%。截至2022年底，公司本部所有者权益为129.87亿元，较上年底增长25.51%，主要系未分配利润和其他权益工具增加所致。在所有者权益中，实收资本为21.00亿元（占16.17%）、资本公积合计0.91亿元（占0.70%）、其他权益工具17.81亿元（占13.71%）未分配利润合计79.63亿元（占61.31%）、盈余公积合计10.50亿元（占8.08%）。所有者权益稳定性较弱。

2020—2022年，公司本部营业总收入波动下降，年均复合下降21.45%；利润总额持续增长，年均复合增长88.52%；投资收益持续增长，年均复合增长63.47%。2022年，公司本部营业总收入为4.31亿元，利润总额为20.66亿元。同期，公司本部投资收益为27.50亿元。

2020—2022年，公司本部经营活动产生的现金流量净额持续增长，年均复合增长428.66%；投资活动产生的现金流量净额分别为6.90亿元、-2.44亿元和-73.67亿元；筹资活动产生的现金流量净额有所波动，分别为-14.08亿元、0.36亿元和-3.36亿元。

截至2023年6月底，公司本部资产总额475.05亿元，所有者权益为124.59亿元，负债总额350.46亿元；公司本部资产负债率73.77%；全部债务153.20亿元，全部债务资本化比率55.15%。2023年1—6月，公司本部营业收入0.75亿元，利润总额-3.94亿元，投资收益0.47亿元。2023年1—6月，公司本部经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为3.44亿元、-2.91亿元、19.24亿元。

九、外部支持

公司控股股东实力强，在供应链运营和房地产等业务领域具有良好的市场形象，为公司业务开展提供了一定融资方面的支持。

1. 支持能力

公司控股股东建发股份为股份制上市公司（股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH），截至2023年6月底，厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）持股45.15%。厦门市国资委持有建发集团100%股权，为建发股份实际控制人。

建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业。建发股份拥有两家房地产公司，分别为公司和建发房地产集团有限公司。

2. 支持可能性

公司目前公开市场债务融资由建发股份及建发集团提供担保，股东对其融资方面具有一定支持。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响较小，本期债券发行后，公司整体偿债能力很强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行金额为不超过19.29亿元，假设发行19.29亿元，本期债券发行金额分别占2023年6月底公司长期债务和全部债务的7.40%和5.33%，对公司现有债务结构影响较小。以2023年6月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至77.09%、55.36%和47.67%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金拟用于偿还回售公司债券本金，实际债务负担或低于上述预测值。

2. 本期债券偿还能力分析

以2022年的财务数据为基础，考虑本期债券发行后，公司2022年经营活动现金流入量对发行后长期债务的保障能力尚可；2022年经营活动现金净流量无法覆盖发行后的长期债务；2022年EBITDA对发行后长期债务的保障能力一般。

表13 本期债券保障能力测算

项目	2022年
发行后长期债务*（亿元）	248.68
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.37
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.23
发行后长期债务/EBITDA（倍）	19.54

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、担保方分析

1. 担保方主体概况

建发股份系经厦门市人民政府厦府（1998）综034号文批准，由建发集团独家发起，于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司。建发集团将本部与供应链运营业务相关的进出口业务部门及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司、厦门建发包装有限公司、厦门建发保税品有限公司和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入（折为国有法人股13500万股）。经中国证券监督管理委员会证监发字（1998）123号文和证监发字（1998）124号文批准，建发股份于1998年5月25日公开发行了人民币普通股（A股）5000万股，并于同年6月16日在上海证券交易所上市交易，股票简称“建发股份”，股票代码“600153.SH”。至此，建发股份总股本为18500万股，其中建发集团持有13500万股，持股比例72.97%；社会公众持有5000万股，持股比例27.03%。

经过多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至2023年6月底，建发股份注册资本为30.05亿元，总股本为30.05亿股，其中建发集团持股比例45.15%，为建发股份第

一大股东。厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）持有建发集团 100% 股权，为建发股份实际控制人。

建发股份主营业务为供应链运营和房地产业务。截至 2022 年底，建发股份内设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部、信息化应用部等部门，拥有在职员工 32847 人。

截至 2022 年底，建发股份合并资产总额 6647.54 亿元，所有者权益 1653.44 亿元（含少数股东权益 1068.64 亿元）；2022 年，建发股份实现营业总收入 8328.12 亿元，利润总额 161.74 亿元。

截至 2023 年 6 月底，建发股份合并资产总额 8268.29 亿元，所有者权益 1727.22 亿元（含少数股东权益 1162.97 亿元）；2023 年 1—6 月，建发股份实现营业总收入 3834.26 亿元，利润总额 40.55 亿元。

建发股份注册地址：厦门市思明区环岛东路 1699 号建发国际大厦 29 层；法定代表人：郑永达。

2. 担保方基础素质分析

（1）产权状况

截至 2023 年 6 月底，建发股份注册资本为 30.05 亿元，总股本为 30.05 亿股，其中建发集团持股比例为 45.15%，为建发股份第一大股东。厦门市国资委持有建发集团 100% 股权，为建发股份实际控制人。

（2）企业规模及竞争力

建发股份是一家以供应链运营和房地产业务为主的现代服务型企业。建发股份供应链运营业务涉及品种丰富，业务网络覆盖地域广，形成了完善的运营价值链，具备全球化的品牌影响力；房地产业务具备显著的区域品牌优势。

建发股份作为供应链运营商，综合实力强，能够为制造业企业提供稳定、因“需”制宜的供应链综合服务。建发股份供应链服务辐射全球超过 170 个国家和地区，在浆纸、农产

品、钢铁、矿产品、轻纺、汽车、酒类等业务领域拥有了良好的品牌影响力。

2022 年，建发股份位居《财富》“中国 500 强”第 15 位、《福布斯》“全球企业 2000 强”第 667 位；建发股份连续多年被评为“全国守合同重信用单位”“全国外经贸质量效益型先进企业”，子公司拥有物流行业国家标准认证的“5A 级综合物流企业”资质。

建发股份房地产业务由其下属控股子公司联发集团和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”，截至 2022 年底建发股份持股 54.65%）运营。建发房产连续 11 年获得“中国房地产开发企业 50 强”，2022 年位列第 16 位；联发集团位列“2023 中国房地产百强企业”第 28 位。

（3）人员素质

建发股份董事及高级管理人员整体素质较高，具有多年行业从业经验和管理经验；建发股份员工岗位构成和学历构成较合理，能够满足经营需要。

截至 2023 年 6 月底，建发股份共有董事 9 位（含 3 位独立董事），监事 3 位，高级管理人员 6 位。建发股份高管人员均具有较为丰富的从业经验，对建发股份所属行业整体状况和建发股份运营发展情况较为熟悉。

建发股份董事长郑永达先生，出生于 1971 年，大学本科学历，学士学位，助理经济师；历任建发股份进出口六部副总经理、总经理，厦门建发包装有限公司总经理，厦门建发纸业集团有限公司总经理，建发股份总经理助理、常务副总经理、总经理等职；现任建发股份党委书记、董事长，建发集团党委委员等职。

建发股份总经理林茂先生，出生于 1968 年，大学本科学历，硕士学位，高级会计师；历任建发集团财务部副经理，建发股份证券部经理、董事会秘书、副总经理等职；现任建发股份党委委员、董事、总经理，厦门建发纸业集团有限公司董事长，厦门星原融资租赁有限公司董事长等职。

截至 2022 年底，建发股份共有在职员工 32847 人，按照教育程度划分，本科及以上学历占比 42.65%，大专学历占比 23.31%，其他学历占比 36.04%；按岗位职责划分，业务人员占 67.25%，技术人员占 22.84%，财务人员占 3.28%，其他人员占 6.63%。

(4) 企业信用记录

建发股份本部历史债务履约情况良好。

根据建发股份提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91350200260130346B），截至 2023 年 9 月 27 日，建发股份本部无未结清的不良及关注类信贷信息记录，已结清信贷记录中有关注类短期借款 17 笔、贴现 1 笔，主要系银行系统问题所致。

根据建发股份过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现建发股份存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2023 年 10 月 7 日，联合资信未发现建发股份曾被列入全国失信被执行人名单。

3. 担保方管理分析

(1) 法人治理结构

建发股份法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

建发股份根据《公司法》《证券法》等法律、法规的要求，设立了股东大会、董事会、监事会，基本形成了股东大会、董事会和监事会各负其责、协调运转、有效制衡的健全的法人治理结构。建发股份制定了健全的《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《监事会议事规则》，加强董事、监事、高级管理人员规范运作的意识，从而保证了建发股份规范运作。

股东大会是建发股份最高权力机构，决定建发股份的经营方针、投资计划和其他重大事项，依法行使职权。

建发股份设董事会，具有制定建发股份的经营计划和投资方案等职权，对股东大会负责。建发股份董事会由 9 名董事组成，设董事长和副董事长各 1 名，独立董事 3 名。董事由

股东大会选举或更换，任期 3 年，任期届满可以连选连任。建发股份董事长由董事会过半数选举产生。

建发股份设监事会，由 3 名监事组成，其中职工代表监事 1 名；建发股份设监事会主席 1 名，由全体监事会成员选举产生。建发股份监事由股东大会选举产生，职工监事由职代会选举产生，监事每届任期 3 年。建发股份监事会对建发股份董事、高级管理人员及建发股份财务履行职责的合法、合规性进行监督和检查，有效促进建发股份的规范运作。

建发股份设总经理 1 名，全面负责建发股份日常经营运作和控制管理。建发股份总经理由董事会聘任或解聘，对董事会负责，主持建发股份生产管理工作。

(2) 管理水平

建发股份内部管理制度较为健全，能够满足建发股份的日常经营管理需要。

建发股份设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部、信息化应用部等部门。建发股份结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。

建发股份建立了一整套包括《财务管理规定》《信用管理条例》《资金管理规定》《供应链业务流程管理条例》《供应链业务运作管理条例》《贸易业务财务管理条例》《物流管理条例》《异地公司供应链业务运作管理条例》《异地公司贸易业务财务管理条例》《异地公司物流管理条例》《异地公司信用管理条例》等在内的内部控制制度。建发股份设立了战略管理委员会、风险控制委员会、投资决策委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等五个委员会，并分别制定了工作细则，完善了建发股份的治理结构。建发股份通过上述各项管理制度的制订，提高了建发股份制度化管理程度。

业务控制方面，建发股份管理层在执行业务控制过程中，分别针对采购、销售等不同的业务循环，采取了包括授权与审批、业务规程

与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施，将内部控制工作落实到决策、执行、监督、反馈等各个环节。

财务管理方面，建发股份执行《企业会计准则》，建立了《财务管理规定》，财务人员具备相应的专业素质，会计岗位设置贯彻了“责任分离、相互制约”的原则，执行对重要会计业务和电算化操作授权管理的规定，建发股份的会计管理内控程序具有完整性、合理性及有效性。

风险管控方面，建发股份基于数十年的行业经验，针对价格风险、货权风险、信用风险等，已形成“专业化、分级化、流程化”的风险管控体系。对于大宗商品的价格风险，建发股份可以通过多种方式进行转嫁。建发股份的货物主要存放于自管仓或大型国有仓库，货权风险较小；同时建发股份在行业内深耕多年，有严格的客户信用资质审查机制，应收款风险较小。建发股份持续优化风控体系，根据建发股份业务发展实际以及管理模式的变化，相应调整职责、授权和风险控制指标，将业务数据、管理数据和风险控制相连接，加强内部大数据分析系统预警功能以及管理部门之间的信息互通和联动，强化对重大风险的日常监控。

4. 重大事项

建发股份于2023年6月收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）29.95%的股份，成为美凯龙控股股东。2023年8月，建发股份取得美凯龙的控制权后，美凯龙及其控股子公司纳入建发股份合并报表范围。本次收购对建发股份经营和财务的影响有待关注。

2023年1月17日，建发股份与美凯龙控股股东红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“红星控股”）、实际控制人车建兴先生共同签署附生效条件的《厦门建发股份有限公司与红星美凯龙控股集团有限公司及车建兴先生关于红星美凯龙家居集团股份有限公司之股份转让

协议》，建发股份拟以现金形式收购美凯龙29.95%的股份，每股价格定为4.82元，交易对价合计为628644.8542万元；2023年4月26日，建发股份及联发集团与红星控股、车建兴先生共同签署《关于<股份转让协议>之补充协议》，对交易方案进行调整，建发股份拟受让美凯龙23.95%的股份、联发集团拟受让美凯龙6.00%的股份；2023年6月1日，建发股份与联发集团收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，美凯龙23.95%和6.00%股份已分别过户至建发股份和联发集团名下。根据本次收购签订的《股份转让协议》《关于<股份转让协议>之补充协议》，本次交易对价总额为628644.8542万元，第一期交易对价为578644.8542万元，第二期交易对价为50000万元，本次交易第一期交易对价578644.8542万元已支付完毕。截至2023年6月底，由于美凯龙的董事会未完成换届选举，因此建发股份尚未对美凯龙进行并表。

2023年8月15日，美凯龙召开2023年第三次临时股东大会和第五届董事会第一次临时会议，完成董事会换届选举，建发股份取得美凯龙的控制权。截至2023年8月底，美凯龙及其控股子公司已纳入建发股份合并报表范围。

美凯龙是连锁家居卖场的龙头企业，在市场上具有较高的品牌认知度，但近年来受宏观经济增速放缓、房地产行业周期性波动及经济下行影响，家居装饰及家具零售行业的需求减弱，从而给美凯龙的经营业绩带来一定的负面影响。2020—2022年，美凯龙营业收入波动下降，2022年为141.38亿元（相当于建发股份同期营业收入1.70%）；2020—2022年，美凯龙利润总额持续下降，2022年为16.52亿元（相当于建发股份同期利润总额10.22%）。

截至2023年6月底，美凯龙合并资产总额1264.28亿元（相当于建发股份同期末资产总额15.29%，以投资性房地产为主），所有者权益567.43亿元（相当于建发股份同期末所有者权益32.85%）。有息债务方面，截至2023年6月

底，美凯龙全部债务为 351.63 亿元（相当于建发股份同期末全部债务 16.93%），规模较大，本次交易完成后，建发股份有息债务规模将进一步增加，联合资信将对本次重大重组对建发股份财务状况的影响及后续经营整合进展情况保持关注。

5. 担保方经营分析

（1）经营概况

建发股份已形成“供应链运营+房地产”双主业格局，其中供应链业务为收入核心来源，房地产业务为利润核心来源。2020—2022 年，建发股份供应链业务和房地产业务收入均呈持续增长态势，综合毛利率波动下降。

建发股份已形成“供应链运营+房地产”双主业格局，2020—2022 年，建发股份营业收入持续增长，2022 年为 8328.12 亿元，同比增长 17.65%。

分板块来看，2020—2022 年，供应链运营业务收入规模快速增长，主要系冶金原材料和农林产品等主要经营品种经营规模大幅增加所致。2022 年，供应链运营业务实现营业收入

6963.19 亿元，同比增长 13.86%，占营业收入的 83.61%，占比较上年有所下降。2020—2022 年，建发股份房地产板块收入持续增长，主要系销售结算规模增加所致。2022 年建发股份房地产板块实现收入 1364.93 亿元，同比增长 41.73%，占营业收入的 16.39%。

毛利率方面，2020—2022 年，建发股份供应链业务毛利率持续处于低水平，2022 年为 1.68%，较上年增加 0.19 个百分点。2020—2022 年，建发股份房地产业务毛利率持续下降，2022 年为 14.64%，较上年减少 2.12 个百分点，主要系当期结转项目的成本（土地成本、开发前期和后期成本等）增加所致。受上述因素影响，2020—2022 年，建发股份综合毛利率波动下降，2022 年为 3.80%。

2023 年 1—6 月，建发股份实现营业总收入 3834.26 亿元，同比增长 4.82%；其中供应链运营业务收入 3505.14 亿元，同比增长 3.21%；房地产业务收入 329.12 亿元，同比增长 25.77%，主要系房地产业务交房规模增加。2023 年 1—6 月，建发股份综合毛利率为 2.81%，较上年同期减少 0.08 个百分点。

表 14 2020—2022 年和 2023 年 1—6 月建发股份营业收入构成及毛利率情况

项目	2020 年			2021 年		
	金额（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	金额（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
供应链运营业务	3505.34	80.96	1.80	6115.39	86.39	1.49
房地产业务	824.15	19.04	20.89	963.05	13.61	16.76
合计	4329.49	100.00	5.44	7078.44	100.00	3.57
项目	2022 年			2023 年 1—6 月		
	金额（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	金额（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
供应链运营业务	6963.19	83.61	1.68	3505.14	91.42	1.66
房地产业务	1364.93	16.39	14.64	329.12	8.58	15.01
合计	8328.12	100.00	3.80	3834.26	100.00	2.81

注：建发股份房地产业务包含自持物业租赁收入，自持物业租赁收入规模很小

资料来源：建发股份提供

（2）供应链运营业务

建发股份供应链运营业务主要品种为冶金原材料和农林产品，具备极强的上下游资源整合能力，2020—2022 年，建发股份供应链业务收入逐年增长，但毛利率处于低水平。

供应链运营为建发股份第一大主业，近年来建发股份通过上控资源、下布渠道，中间提

供采购、仓储加工、物流配送、销售结算等多方位服务，将上中下游各环节整合成一个整体的网链，具备极强的资源整合能力，已逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。建发股份为客户提供“LIFT”供应链服务，以“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四类服务要

素为基础为客户整合运营过程中所需的资源，规划供应链运营解决方案，并提供运营服务。

图 4 建发股份 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：建发股份提供

通过与优质龙头企业合作，建发股份不断加快全球的扩张步伐，已与超过 170 个国家和地区建立了业务关系，产品品类深入到国民经济发展的各个细分领域，涉及金属材料、浆纸产品、矿产品、农副产品、能源化工产品、机电产品、汽车、家电、轻纺产品、食品、美妆个护等多个品类，初步实现大宗商品至消费品的多品类的全球化布局。

通过实施全球化、多品类的发展战略，能够满足制造业企业多元化的商品采销需求，有利于增强客户黏性；同时建发股份不断提升业务规模，并通过规模效应助力客户降本增效、分享增值收益，从而实现规模和效益的良性循环。另一方面，全球化、多品类的业务布局，能够提升业务发展的抗风险能力和增长速度，

有利于平滑周期性，避免单一市场、单一产业链、单一品种占比过高带来的系统性风险。建发股份对出口贸易的外汇收入进行汇率锁定，一定程度上降低了人民币汇率波动风险。

建发股份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”）、建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”）及昌富利（厦门）有限公司（以下简称“昌富利（厦门）”）等。2022 年，上述经营主体净利润同比基本呈增长趋势。

表 15 截至 2022 年底建发股份供应链业务主要经营子公司情况

公司名称	持股比例（%）	注册资本（亿元）	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	净利润同比（%）	主要经营业务
上海建发	100.00	3.00	383.94	47.42	2302.47	13.06	3.90	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	7.00	94.56	11.83	787.80	1.87	107.78	钢铁供应链运营业务
建发物资	100.00	5.00	26.51	5.90	147.90	0.64	128.57	钢材内贸和进出口业务，系公司钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	96.26	27.83	667.75	7.91	52.12	专业经营纸张，纸浆，板材，木片，废纸和纸制品供应链业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	52.27	15.36	139.83	3.43	19.93	从事汽车销售与服务

建发物流	100.00	5.00	51.75	11.76	392.56	2.40	18.23	进出口物流，包括国际进出口代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等
昌富利（厦门）	100.00	3.60	18.58	5.24	141.45	1.27	-18.59	钢铁供应链运营业务
合计	--	31.03	723.87	125.34	4579.76	30.46	19.92	--

资料来源：建发股份提供

表 16 建发股份供应链运营主要子板块收入及占比情况

产品	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
冶金原材料	1978.57	56.44	3655.25	59.77	3634.00	52.19
农林产品	951.37	27.14	1574.93	25.75	1935.13	27.79
其他产品	575.40	16.41	885.21	14.48	1394.06	20.02
合计	3505.34	100.00	6115.39	100.00	6963.19	100.00

注：冶金原材料主要包括钢材、矿产品等金属材料；林产品主要包括浆纸、木材等；其他产品包括住宅地产、农产品、化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等产品及物流收入；尾差系四舍五入导致

资料来源：建发股份提供

2020—2022年，建发股份供应链运营业务收入持续增长，2022年为6963.19亿元，较上年增长13.86%，主要系建发股份供应链运营业务积极开拓市场，主要经营品种经营规模增加所致，毛利率为1.68%，较上年增加0.19个百分点。2022年，建发股份供应链运营业务中占比最高的产品为冶金原材料和农林产品。

2023年1—6月，建发股份供应链运营业务收入3505.14亿元，同比增长3.21%；供应链运营业务毛利润为58.34亿元，同比下降9.82%，主要系受到宏观经济形势影响，部分大宗商品价格短期内剧烈波动，叠加汽车行业疲软所致。

钢材

钢材销售收入对建发股份供应链业务收入贡献最大，经营主体主要包括建发金属、建发物资、上海建发和昌富利（厦门）等，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；下游方面，建发股份主要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建发股份付款提货。

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。

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，同时建发股份通过下游订单整合，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。2022 年，钢材经营货量超 5300 万吨，同比增长超 17%。

矿产品

矿产品业务主要由子公司厦门建发矿业有

限公司经营。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、澳洲等国际知名矿山保持良好的长期合作关系。一般由下游直接与矿山签订长期协议，建发股份与上游长期协议签订比例较小，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、必和必拓等。

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、沙钢等国内众多大中型钢铁厂均有着稳定密切的合作。

浆纸

建发股份浆纸业务主要经营实体为建发纸业。建发股份围绕林浆纸产业链，为客户提供原材料采购、仓储加工、物流配送、销售结算、风险管理、融资租赁转介等服务，提供制浆造纸、印刷包装整体供应链服务。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。

建发股份浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华北、华南、山东、江浙沪地区、东北三省、湖南、湖北、西北等地区。建发股份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，建发股份根据客户资信情况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。

2022 年，建发纸业通过控股建发新胜浆纸有限公司（原名森信纸业集团有限公司，股票简称“建发新胜”（C&D NEWIN），股票代码：00731.HK）介入浆纸产业链的生产制造环节。此外，建发股份参股四川永丰浆纸股份有限公司（以下简称“永丰浆纸”，持股比例 40%），该公司利用当地竹子资源制造竹浆，已形成 45 万吨/年的竹浆生产能力。2022 年，建发股份对永丰浆纸的关联采购金额为 12.94 亿元，同比增长 30.18%。2022 年，纸浆、纸张合计经营货量超 1300 万吨，同比增长超 15%。

农产品

农产品板块运营主体主要包括厦门建发物产有限公司和厦门建发原材料贸易有限公司，主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进出口及内贸业务，其中占比较大的为饲料原料。2022 年，建发股份农产品经营货量超 3000 万吨，同比增长超 9%。

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

汽车板块运营主体是建发汽车，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。此外，建发股份加快布局新能源汽车市场，已取得小鹏、smart、路特斯、阿维塔等品牌的区域代理授权以及华为“问界”大客户开发授权，与特斯拉、蔚来、理想、岚图等品牌达成售后业务合作。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，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；在整车销售业务中，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、抵押贷款等融资方式，及通过其他非银行金融机构，

为客户增设多种购车融资渠道。

2022 年，建发汽车销售新车近 2 万台；二手车出口超 2700 台。

（3）房地产业务

2020—2022 年，建发股份房地产业务销售金额和销售面积均波动增长，受市场需求及土地成本影响，盈利空间持续收窄，充足的土地储备保障了房地产业务的可持续发展；2023 年上半年，受益于推盘销售与结转项目增加，建发股份合同销售额与结转收入同比均实现较大增幅。联合资信关注到，建发股份为拓展市场份额，地产业务开发及土地投资规模较大，部分城市拿地楼面均价较高，资金压力大幅上升，加之房地产行业景气度尚未恢复，建发股份房地产业务未来去化情况有待关注。

建发股份房地产业务主要由建发房地产和联发集团经营，涉及住宅、写字楼、品牌酒店、会议场馆、大型购物商场以及各种类型的公共建筑，同时涵盖城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、工程与设计服务、关联产业投资等业务。建发股份地产业务主要布局海西、长三角、长江中游、粤港澳大湾区等核心城市群，包括厦门、上海、杭州、苏州、无锡、武汉、长沙、成都等一二线城市和漳州、莆田等建发股份在当地具备品牌优势的三线城市。其中建发房地产主要布局长三角、珠三角及福建省内；联发集团主要项目布局定位在热门二三线城市区域。两家房地产子公司外埠市场区域不同，以规避竞争，对于福建省内尤其是厦门市周边地区的房地产市场，两家公司通过协商或联合开发的方式。

2020—2022 年，建发股份房地产业务营业收入持续增长，2022 年为 1364.93 亿元；房地

产业务净利润波动增长，2022 年为 70.30 亿元。

2020—2022 年，建发房地产营业收入分别为 619.79 亿元、723.78 亿元和 1069.22 亿元；净利润分别为 53.13 亿元、67.37 亿元和 69.29 亿元。

同期，联发集团营业收入分别为 239.04 亿元、273.00 亿元和 314.66 亿元；净利润分别为 11.30 亿元、10.54 亿元和 1.99 亿元，持续下降，主要系联发集团项目所在区域需求下滑幅度较大，交房结转的盈利项目净利率下降，同时交房结转的亏损项目占比增加，以及部分未交房项目计提减值所致。

2020—2022 年，建发股份地产业务板块合计合同销售金额（全口径）波动增长，2022 年为 2097.25 亿元，同比下降 3.60%，其中子公司建发房地产实现合同销售金额 1781.99 亿元（全口径），同比增加 1.60%，增速有所放缓；子公司联发集团实现合同销售金额 315.26 亿元（全口径），同比减少 25.26%。

2020—2022 年，为拓展市场份额，建发股份保持大规模土地投资，2022 年，建发股份通过招拍挂、收并购等方式获取土地 62 宗，全口径拿地金额合计约 1030.25 亿元，其中一二线城市拿地金额占比 92%，重点在上海、厦门、北京、杭州等地。截至 2022 年底，建发股份在一、二线城市的土地储备（未售口径）预估权益货值占比约 70%。

2023 年 1—6 月，建发股份房地产业务收入 329.12 亿元，同比增长 25.77%；实现毛利润 49.41 亿元，同比下降 20.17%，主要系受土地成本及市场需求影响所致。同期，随着推盘销售的项目增加，建发股份房地产业务板块合计实现合同销售金额 1244.2 亿元（全口径），同比增长 51.08%。

表 17 2022 年建发股份房地产业务主要经营子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例 (%)	资产总额	所有者权益	营业收入	营业收入同比 (%)	净利润	净利润同比 (%)
建发房地产	54.65	4222.52	1011.49	1069.22	47.73	69.29	1.45
联发集团	95.00	1274.91	323.60	314.66	15.26	1.99	-81.57

资料来源：建发股份提供

建发房地产

2020—2022 年，建发房地产权益口径新开工面积波动上升，主要系建发房地产扩展市场份额以及根据政策及销售情况动态调整开工节奏所致；2022 年权益口径新开工面积同比下降 48.30%，主要系建发房地产拿地规模较 2021 年有所下降、房地产市场景气度下行及外部环境超预期因素导致开发节奏放缓所致。

销售方面，2020—2022 年，建发房地产合同销售金额持续增长，合同销售面积波动增长，主要集中在福建省内和一二线城市；2022 年，建发房地产合同销售金额增速放缓，合同销售面积同比下降，主要系宏观经济增速放缓、地产市场需求低迷所致。受二线城市销售占比增加影响，2020—2022 年，建发房地产签约销售均价呈波动增长趋势。

表 18 2020—2023 年 6 月底建发房地产经营情况

类别	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月
权益口径新开工面积（万平方米）	549.29	1356.86	701.55	261.74
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	278.07	519.19	495.98	276.53
合同销售金额（亿元）	1038.82	1753.85	1781.99	940.90
合同销售面积（万平方米）	531.15	914.41	839.48	430.03
签约销售均价（万元/平方米）	1.96	1.92	2.12	2.19
账面结转收入（亿元）	531.72	572.58	976.04	227.44
账面结转面积（万平方米）	325.55	373.22	472.46	180.05
权益口径期末土地储备面积（万平方米）	1199.45	1600.94	1285.27	1274.30
权益口径新增土地投资（拿地金额）（亿元）	697.44	932.20	579.89	444.35

注：上表 2023 年 1—6 月经营情况数据为建发房地产旗下房地产开发业务主体建发国际投资集团有限公司主要经营数据；合同销售金额与合同销售面积：子公司、联营企业、合营企业的所有项目均全额计入；上表中“权益口径”项目的计算方式为：并表项目和非并表项目均乘以股权比例再计入；上表收入不含土地一级开发业务
资料来源：建发股份提供

土地储备拓展方面，建发房地产深耕福建省内及其他已进入的成熟区域，围绕长三角、珠三角及福建区域逐步布局广州、南京等地。2020—2022 年，建发房地产权益口径土地储备面积波动增长，权益口径新增土地投资规模波动下降。按 2020 年—2022 年平均权益口径新开工面积计算，建发房地产权益口径土地储备能够满足未来 1~2 年的开发需求，土地储备充足。同时，联合资信关注到，建发房地产存货中仍有一定规模的三四线城市（如宿迁、南宁等）项目，且获取成本较高，在房地产市场景气度低位运行背景下，仍将面临一定的存货去化压力及减值风险。截至 2023 年 6 月底，建发房地产在建项目主要集中于一二线城市和福建、江苏省内，总投资规模为 4740.93 亿元（并表项目按 100% 列示，含非并表项目），已投资规模为 3886.41 亿元，尚需投资规模较大。

联发集团

联发集团经营情况详见七、经营分析部分。

（4）经营效率

受房地产业务占比较大影响，建发股份经营效率指标表现一般。

2020—2022 年，建发股份销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数波动上升。2022 年，建发股份销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 73.28 次、2.26 次和 1.31 次。

（5）未来发展

建发股份供应链运营业务发展规划有助于扩大业务规模，提升管理水平；房地产板块的联动和协同有助于提升建发股份抵御行业政策波动风险的能力。

供应链运营

建发股份作为国内较早提出供应链运营理念并成功转型的企业，未来仍将致力于依托供应链运营平台优势，以“LIFT 供应链服务”的“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四类服务要素为基础，有效整合各类行业优质资源，创新开发供应链服务产品，提升供应链运营管理一体化综合服务能力，为客户奉献高性价比的供应链服务产品。未来，建发股份将继续发挥全球化供应链运营平台优势，根据不同行业的特性进行差异化产业链布局、提供差异化供应链服务。

房地产板块

建发股份房地产业务以房地产开发为主业，同时布局城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、关联产业投资、工程设计与服务，发挥联动和协同效应，在持续强化核心主业的同时，培育建发股份未来新的增长点。建发股份将整合优势资源，完善房地产开发和房地产产业链服务布局，发挥在产品研发和增值服务方面的竞争优势，以“产品+服务”的联动模式驱动增长。

6. 担保方财务分析

（1）财务概况

建发股份提供的 2020—2022 年财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见；建发股份提供的 2023 年半年度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年底，建发股份合并范围子公司较 2019 年底净增加 91 家；截至 2021 年底，建发股份合并范围子公司较 2020 年底净增加 317 家；截至 2022 年底，建发股份合并范围子公司 1117 家，较 2021 年底新增 164 家，减少 26 家。截至 2023 年 6 月底，建发股份合并范围子公司 1191 家，较 2022 年底新增 82 家，减少 8 家。整体看，建发股份合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

截至 2022 年底，建发股份合并资产总额

6647.54 亿元，所有者权益 1653.44 亿元（含少数股东权益 1068.64 亿元）；2022 年，建发股份实现营业总收入 8328.12 亿元，利润总额 161.74 亿元。

截至 2023 年 6 月底，建发股份合并资产总额 8268.29 亿元，所有者权益 1727.22 亿元（含少数股东权益 1162.97 亿元）；2023 年 1—6 月，建发股份实现营业总收入 3834.26 亿元，利润总额 40.55 亿元。

（2）资产质量

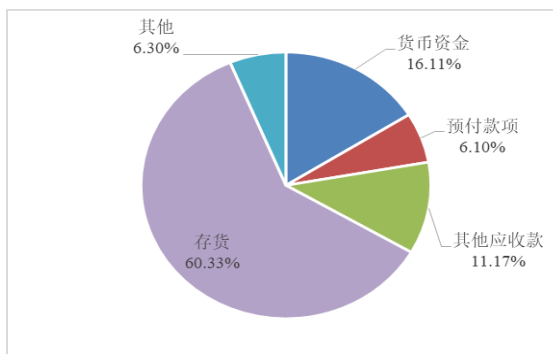
2020—2022 年末，随着地产板块投入持续加大，建发股份资产规模快速增长，以流动资产为主，流动资产中货币资金及存货（地产类存货为主）占比高，需关注存货跌价风险；资产受限比例较高。总体看，建发股份资产质量及流动性良好。

2020—2022 年末，建发股份资产规模持续增长，年均复合增长 31.03%，截至 2022 年底，建发股份合并资产总额 6647.54 亿元，较上年底增长 10.34%，其中，流动资产占 90.14%，非流动资产占 9.86%。建发股份资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

2020—2022 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 31.12%。截至 2022 年底为 5992.31 亿元，较上年底增长 8.82%，主要系存货、应收类资产和货币资金增加所致。建发股份流动资产主要主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。

图 5 截至 2022 年底建发股份流动资产构成



资料来源：建发股份审计报告，联合资信整理

2020—2022 年末，建发股份货币资金持续增长，年均复合增长 33.94%，截至 2022 年底为 965.24 亿元，较上年底增长 6.93%。建发股份货币资金主要为银行存款（占 91.23%）。货币资金中有 77.79 亿元受限资金，受限比例为 8.06%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、按揭贷款保证金、经营性贷款保证金等，货币资金受限规模尚可。

2020—2022 年末，建发股份应收账款持续增长，截至 2022 年底账面价值为 132.10 亿元，较上年底增长 60.57%，主要系房地产业务一级土地开发项目应收款增加，以及供应链运营业务规模扩大，赊销业务增加所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 11.73 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 43.53 亿元，占比为 30.27%，集中度一般。

2020—2022 年末，建发股份其他应收款快速增长，年均复合增长 48.71%，以往来款为主。截至 2022 年底，建发股份其他应收款 670.73 亿元，较上年底增长 21.76%，主要系房地产业务支付合作项目往来款增加所致。截至 2022 年底，建发股份其他应收款中有 579.15 亿元往来款，基本为房地产业务产生，主要是对非并表项目按照同股比进行的资金拆借。累计计提坏账准备 13.36 亿元，计提比例为 1.95%；其他应收款期末余额前五名均为房地产业务合作方往来款，占比 17.31%，集中度一般；从账龄结构来看，1 年以内的占 63.46%，1~2 年的占 24.54%，2~3 年的占 8.01%，其余为 3 年以上，账龄较长，有一定回收风险。

截至 2022 年末，建发股份应收账款及其他应收合计占资产总额的 12.08%，对资金形成一定占用。

2020—2022 年末，建发股份存货持续增长，年均复合增长 27.59%，截至 2022 年底为 3615.01 亿元，较上年底增长 4.23%。存货主要由开发成本（占 87.25%）、开发产品（占 5.12%）和库存商品（占 6.97%）构成；存货累计计提跌价准备 66.38 亿元（2021 年末为 30.17 亿元），

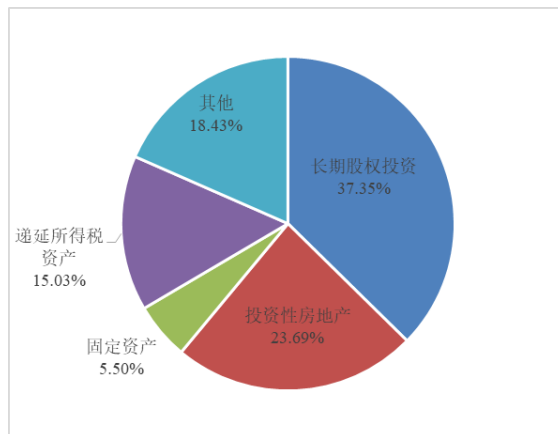
计提比例为 1.80%。建发股份房地产业务在宿迁、南宁等三四线城市区域项目获取均价较高，在房地产市场景气度低位运行背景下，存货存在一定的跌价风险。

建发股份其他流动资产主要由预缴税费、发放贷款和合同取得成本构成，2020—2022 年末，建发股份其他流动资产持续增长，年均复合增长 52.80%，截至 2022 年底为 182.56 亿元，较上年底增长 32.26%，主要系预交税费、被套期项目和合同取得成本增加所致。

非流动资产

2020—2022 年末，建发股份非流动资产规模持续增长，年均复合增长 30.23%，截至 2022 年底，建发股份非流动资产 655.23 亿元，较上年底增长 26.55%，建发股份非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和递延所得税资产构成。

图 6 截至 2022 年底建发股份非流动资产构成



资料来源：建发股份审计报告，联合资信整理

2020—2022 年末，建发股份长期股权投资持续增长，年均复合增长 71.40%，截至 2022 年底为 244.75 亿元，较上年底增长 67.71%，主要系房地产业务对联营企业的投资增加所致。

截至 2023 年 6 月底，建发股份合并资产总额 8268.29 亿元，较上年底增长 24.38%，主要系存货（房地产开发成本）、其他应收款（房地产业务应收合作方往来款）、预付款项（周期性增加）和货币资金增加所致。其中，流动资产占 90.52%，非流动资产占 9.48%。建发股

份资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年 6 月底，建发股份所有权和使

用权受限资产规模合计为 675.55 亿元，受限资产占总资产比重为 8.17%，受限比例一般。建发股份受限资产详情如下。

表 19 截至 2023 年 6 月底建发股份受限资产情况

项目	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	136.50	1.65	银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、按揭贷款保证金、经营性贷款保证金等
应收票据	1.02	0.01	已背书或贴现但尚未到期的商业承兑汇票
应收款项融资	0.58	0.01	应收银行承兑汇票质押
存货	461.94	5.59	抵押借款、期货交易质押
其他流动资产	0.23	0.00	存出担保保证金
债券投资	0.72	0.01	大额存单质押借款
长期股权投资	0.10	0.00	质押借款
投资性房地产	61.59	0.74	抵押借款
固定资产	5.11	0.06	抵押借款
在建工程	5.90	0.07	抵押借款
无形资产	1.86	0.02	抵押借款
合计	675.55	8.17	--

资料来源：建发股份半年报

（3）资本结构

所有者权益

由于利润积累、可续期债券发行以及房地产业务拓展导致少数股东权益上升，建发股份所有者权益规模逐年增长，但未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。

2020—2022 年末，建发股份所有者权益持续增长，年均复合增长 38.61%。截至 2022 年底，建发股份所有者权益 1653.44 亿元，较上年底增长 20.76%，主要系利润累计、房地产业务拓展带动少数股东权益增加及建发股份发行永续债所致。截至 2022 年底，建发股份实收资本 30.05 亿元，较上年底增长 4.95%，主要系建发股份向激励对象授予限制性股票所致。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 35.37%，少数股东权益占比为 64.63%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 1.82%、2.68%、0.37% 和 22.40%。截至 2022 年底，建发股份其他权益工具（永续债）126.89 亿元，占所有者权益的 7.67%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2023 年 6 月底，建发股份所有者权益 1727.22 亿元，较上年底增长 4.46%，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 32.67%，少数股东权益占比为 67.33%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为 1.74%、2.67%、0.41% 和 21.02%。截至 2023 年 6 月底，建发股份其他权益工具（永续债）110.91 亿元，占所有者权益的 6.42%。所有者权益结构稳定性较弱。

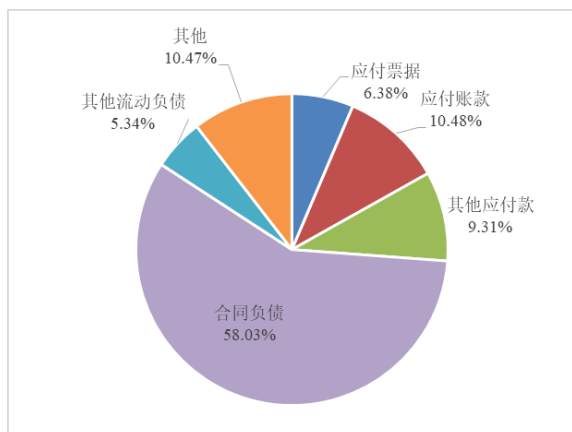
负债

随着房地产业务规模扩大，建发股份合同负债及应付往来款快速上升，加之各类融资规模加大，推动负债规模大幅增长，整体债务负担较重。

2020—2022 年末，建发股份负债规模持续增长，年均复合增长 28.79%，截至 2022 年底为 4994.11 亿元，较上年底增长 7.28%。其中，流动负债占 78.49%，非流动负债占 21.51%。建发股份负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2020—2022 年末，建发股份流动负债持续增长，年均复合增长 35.80%，截至 2022 年底为 3919.99 亿元，较上年底增长 10.04%，主要系应付票据及合同负债增加所致。建发股份流动负债主要由应付票据、应付账款、其他应付款、合同负债和其他流动负债构成。

图 7 截至 2022 年底建发股份流动负债构成



资料来源：建发股份财务报告，联合资信整理

2020—2022 年末，建发股份应付票据持续增长，年均复合增长 28.94%，截至 2022 年底为 250.22 亿元，较上年底增长 20.87%，主要系建发股份供应链业务以银行承兑汇票结算的采购业务增加所致。

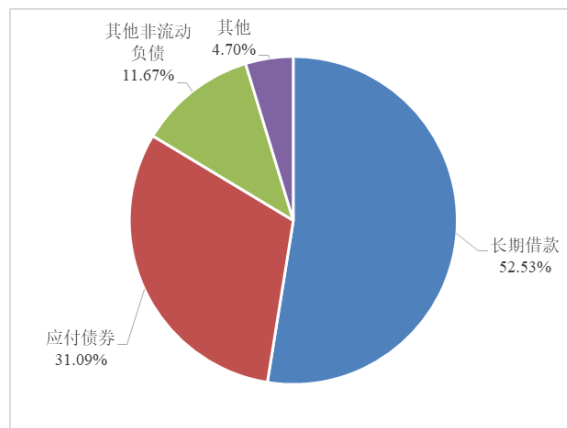
2020—2022 年末，建发股份合同负债持续增长，年均复合增长 44.00%，截至 2022 年底为 2274.58 亿元，较上年底增长 16.12%，主要系房地产业务预收售房款及供应链业务预收商品款增加所致；建发股份合同负债中预收售房款为 2030.17 亿元。

2020—2022 年末，建发股份其他应付款波动增长，年均复合增长 26.93%，主要为房地产业务收到合作方往来款。截至 2022 年底，建发股份其他应付款 365.05 亿元，较上年底下降 10.38%，主要系往来款减少所致。

2020—2022 年末，建发股份非流动负债波

动增长，年均复合增长 10.15%，截至 2022 年底为 1074.11 亿元，较上年底下降 1.73%。建发股份非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。

图 8 截至 2022 年底建发股份非流动负债构成



资料来源：建发股份财务报告，联合资信整理

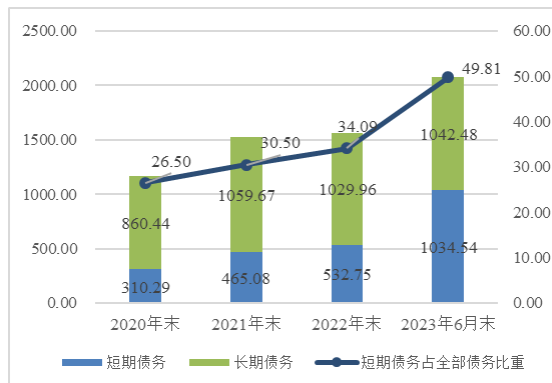
2020—2022 年末，建发股份长期借款波动增长，年均复合增长 13.88%。截至 2022 年底，建发股份长期借款 564.24 亿元，较上年底下降 7.66%，主要由抵押借款和保证借款构成。

2020—2022 年末，建发股份应付债券波动增长，年均复合增长 8.65%，截至 2022 年底为 333.95 亿元，较上年底增长 19.09%，主要系建发房地产发行债券增加所致。

截至 2023 年 6 月底，建发股份负债总额 6541.07 亿元，较上年底增长 30.98%；其中短期借款 394.21 亿元，较上年底增长 334.44%，主要系供应链运营业务规模及周期性备货增加，融资规模扩大所致；应付票据 464.38 亿元，较上

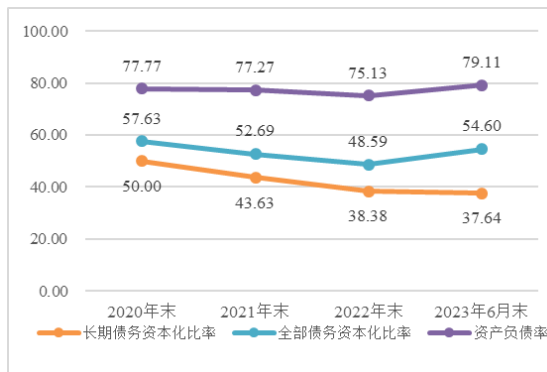
年底增长 85.59%，主要系供应链运营业务以银行承兑汇票结算的采购业务增加（周期性）所致；合同负债 3046.31 亿元，较上年底增长 33.93%，主要系房地产业务预收售房款以及供应链运营业务预收货款增加所致。建发股份负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

图 9 2020—2022 年末及 2023 年 6 月末建发股份债务结构（单位：亿元）



注：短期债务占全部债务比重数值为百分比
资料来源：建发股份财务报告，联合资信整理

图 10 2020—2022 年末及 2023 年 6 月末建发股份债务杠杆水平



注：图中数据为百分比
资料来源：建发股份财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2020—2022 年末，建发股份全部债务持续增长，年均复合增长 15.53%。截至 2022 年底，建发股份全部债务 1562.72 亿元，较上年底增长 2.49%。债务结构方面，短期债务占 34.09%，长期债务占 65.91%，以长期债务为主。

从债务指标来看，2020—2022 年末，建发股份资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降。截至 2022 年底，建发股份资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.13%、48.59%和 38.38%，较上年底分别下降 2.15 个百分点、下降 4.10 个百分点和下降 5.25 个百分点。建发股份债务负担较重。

如将永续债调入长期债务，截至 2022 年底，建发股份调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.04%、52.53%和 43.11%，较调整前分别上升 1.91 个百分点、3.95 个百分点和 4.73 个百分点。

截至 2023 年 6 月底，建发股份全部债务 2077.02 亿元，较上年底增长 32.91%，主要系短期借款和应付票据增加所致。债务结构方面，短期债务占 49.81%，长期债务占 50.19%。从债务指标来看，截至 2023 年 6 月底，建发股份资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.11%、54.60%和 37.64%，较上年底分别提高 3.98 个百分点、提高 6.01 个百

分点和下降 0.74 个百分点。

截至 2023 年 9 月底，建发股份本部存续债券余额 90.00 亿元，其中，于 2024 年到期的债券余额 45.00 亿元。

表 20 截至 2023 年 9 月底建发股份本部存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额（亿元）
21 建发 MTN001	2024-09-09	15.00
21 建发 MTN002	2024-12-17	10.00
22 建发 01	2025-01-13	5.00
22 建发 Y1	2024-04-21	10.00
22 建发 Y2	2024-05-30	10.00
22 建发 Y3	2025-06-21	10.00
22 建发 Y4	2025-08-08	10.00
23 建发 MTN001	2026-05-24	10.00
23 建发 Y1	2026-08-11	10.00
合计	--	90.00

资料来源：Wind

（4）盈利能力

2020—2022 年，建发股份营业总收入及净利润规模持续增长，费用控制能力良好，整体盈利能力很强，但房地产业务存货跌价准备对利润侵蚀影响较大。2023 年上半年，受大宗供应链及房地产业务盈利承压影响，建发股份利润水平同比有所下降。

2020—2022 年，建发股份营业总收入持续增长，年均复合增长 38.69%。2022 年，建发股份实现营业收入 8328.12 亿元，同比增长 17.65%。2020—2022 年，建发股份营业成本持

续增长，年均复合增长 39.89%，营业成本 8011.47 亿元，同比增长 17.37%，与营业总收入变化趋势一致。

从期间费用看，2020—2022 年，建发股份费用总额持续增长，年均复合增长 23.76%。2022 年，建发股份费用总额为 123.50 亿元，同比增长 17.46%，主要系建发股份营业规模较上年同期增加，各项费用相应增加所致。从构成看，建发股份销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 79.77%、8.41%、1.54% 和 10.28%，以销售费用为主。2020—2022 年，建发股份期间费用率分别为 1.86%、1.49% 和 1.48%，建发股份费用控制能力较强。

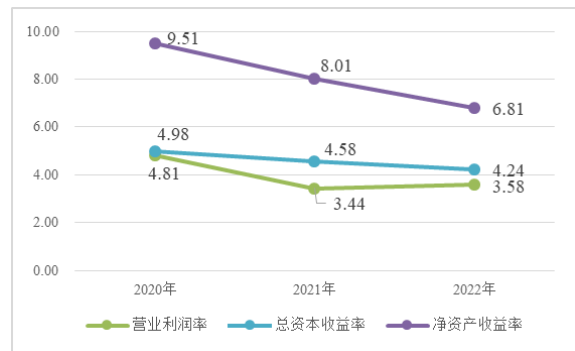
非经常性损益方面，2020—2022 年，建发股份投资收益持续增长，2022 年为 34.97 亿元，同比增长 13.36%，主要系联发集团减持持有的宏发股份股票，该部分投资由长期股权投资转入交易性金融资产后产生的公允价值变动收益 8.02 亿元和新增以摊余成本计量的金融资产终止确认收益 5.23 亿元所致；投资收益占营业利润比重为 22.27%，对利润有一定影响，但可持续性一般。2020—2022 年，建发股份其他收益持续增长，2022 年为 8.87 亿元，同比增长 87.83%，主要系供应链运营业务收到政府补助较上年同期增加所致。

2020—2022 年，建发股份信用减值损失分别为 1.98 亿元、2.10 亿元和 10.40 亿元，持续增加，主要系建发股份应收款项增加，按会计政策计提坏账准备相应增加所致。2020—2022 年，建发股份资产减值损失分别为 20.39 亿元、14.23 亿元和 51.85 亿元，2022 年同比大幅增长，主要为房地产业务计提的存货跌价准备。建发股份信用减值和资产减值对利润侵蚀影响较大。

2020—2022 年，建发股份利润总额分别为 121.07 亿元、158.02 亿元和 161.74 亿元，持续

增长，构成以经营性利润为主。

图 11 2020—2022 年建发股份盈利指标



注：表中数据为百分比

资料来源：联合资信根据建发股份财务报表整理

盈利指标方面，2020—2022 年，建发股份总资本收益率和净资产收益率持续下降，营业利润率波动下降。2022 年，建发股份总资本收益率、净资产收益率和营业利润率分别为 4.24%、6.81% 和 3.58%。

2023 年 1—6 月，建发股份实现营业总收入 3834.26 亿元，同比增长 4.82%；营业利润率为 2.65%，同比下降 0.12 个百分点。2023 年 1—6 月，实现利润总额 40.55 亿元，同比下降 25.22%，主要系受到宏观经济形势影响，部分大宗商品价格短期内剧烈波动，汽车行业疲软，建发股份部分大宗商品集采分销业务利润和汽车销售业务利润同比下降，以及受市场需求和土地成本影响，建发股份房地产业务毛利率下滑所致。

(5) 现金流

2020—2022 年，受房地产业务支付地价款及工程款波动的影响，建发股份经营活动现金净额波动较大；受房地产业务持续投资影响，投资活动现金净流量持续净流出。2023 年 1—6 月，建发股份支付收购美凯龙股权投资款使得投资活动现金净流出同比大幅增加。考虑到建发股份房地产业务未来仍需较大规模投资，建发股份对外融资需求大。

表 21 建发股份现金流量情况

(单位：亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—6 月
经营活动现金流入小计	5424.30	9635.38	10135.23	5228.94

经营活动现金流出小计	5327.12	9631.29	9980.34	4995.09
经营现金流量净额	97.19	4.09	154.89	233.85
投资活动现金流入小计	322.05	351.57	477.26	125.05
投资活动现金流出小计	346.16	446.34	563.33	303.93
投资活动现金流量净额	-24.11	-94.77	-86.07	-178.88
筹资活动前现金流量净额	73.08	-90.68	68.83	54.97
筹资活动现金流入小计	1607.61	2852.72	2650.41	1341.23
筹资活动现金流出小计	1469.49	2420.03	2681.42	1204.64
筹资活动现金流量净额	138.12	432.69	-31.02	136.60
现金收入比 (%)	114.78	122.56	112.76	133.36

资料来源：建发股份财务报告

从经营活动来看，2020—2022 年，随着建发股份经营规模扩大，建发股份经营活动现金流入及流出持续增长。2020—2022 年，建发股份经营活动现金净额波动增长，2022 年为 154.89 亿元，较 2021 年增加 150.80 亿元，主要系房地产业务支付地价款金额减少所致。2020—2022 年，建发股份现金收入比波动下降，2022 年为 112.76%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020—2022 年，建发股份投资活动现金流入及流出持续增长。2020—2022 年，建发股份投资活动现金持续净流出，2022 年为净流出 86.07 亿元，较上年有所收窄，主要系房地产业务支付合作项目往来款净额较上年同期减少所致。

受房地产业务投资波动影响，2020—2022 年，建发股份筹资活动前现金流量净额波动较大，2022 年为 68.83 亿元。考虑到建发股份房地产业务未来仍需较大规模投资，建发股份对外融资需求大。

从筹资活动来看，2020—2022 年，建发股份筹资活动现金流入波动增长，筹资活动现金流出持续增长。2020—2022 年，建发股份筹资活动现金净额波动较大，2022 年由净流入转为净流出，主要系建发股份有息债务融资增加额较上年同期下降。

2023 年 1—6 月，建发股份实现经营活动现金净流入 233.85 亿元（上年同期为净流出

445.76 亿元），同比净流出转为净流入，主要系房地产业务销售回款增加、支付地价款金额减少，以及供应链运营业务加快周转，销售资金回笼速度加快所致；投资活动现金净流出 178.88 亿元，净流出同比增长 152.51%，主要系房地产业务支付合作项目往来款净额较上年同期增加，以及收购美凯龙 29.95% 股权，支付第一期股权投资款所致；实现筹资活动现金净流入 136.60 亿元，同比下降 65.34%，主要系房地产业务有息负债融资净额下降，以及偿还合作方往来款增加所致。

（6）偿债指标

建发股份偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2020—2022 年末，建发股份流动比率持续下降，速动比率波动增长，现金短期债务比波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度高。截至 2023 年 6 月底，建发股份流动比率与速动比率分别为 137.34% 和 57.84%，较上年底分别下降 15.52 个百分点提高 2.81 个百分点。

从长期偿债指标看，2020—2022 年，建发股份 EBITDA 利息倍数呈现增长，全部债务 EBITDA 倍数波动下降，建发股份 EBITDA 对利息的覆盖程度较高，对全部债务的覆盖程度一般。

表 22 建发股份偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	163.96	154.58	152.87
	速动比率 (%)	59.49	57.23	60.65
	经营现金/流动负债 (%)	4.57	0.11	3.95

长期偿债指标	经营现金/短期债务（倍）	0.31	0.01	0.29
	现金类资产/短期债务（倍）	1.76	1.96	1.85
	EBITDA（亿元）	143.89	186.83	193.03
	全部债务/EBITDA（倍）	8.14	8.16	8.10
	经营现金/全部债务（倍）	0.08	0.00	0.10
	EBITDA/利息支出（倍）	2.57	2.57	2.66
	经营现金/利息支出（倍）	1.73	0.06	2.14

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据建发股份财务报告整理

截至 2023 年 6 月底，建发股份（合并）对外提供担保 49.33 亿元，其中建发股份本部对参股公司厦门同顺供应链管理有限公司提供担保 7.83 亿元，子公司联发集团和建发房地产对合作房地产项目公司提供担保 41.50 亿元，单笔最高金额为 6.45 亿元。截至 2023 年 6 月底，建发股份下属子公司厦门金原融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为 16.02 亿元。

截至 2023 年 6 月底，建发股份及子公司作为原告的未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 5.39 亿元，建发股份对相关纠纷涉及的最大损失已在应收款项坏账准备预估了相应损失。建发股份作为被告的未决诉讼产生的预计负债为 0.03 亿元。

截至 2023 年 6 月底，建发股份（合并）授信额度 4062.25 亿元，其中已使用授信额度 2216.10 亿元，尚未使用的授信额度 1751.19 亿元。建发股份作为上市公司，具备直接融资渠道。

（7）建发股份本部财务分析

截至 2022 年底，本部资产以货币资金、关联方往来款和长期股权投资为主，货币资金较为充足，权益结构稳定性尚可，债务负担可控。2022 年，建发股份本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益，经营活动现金流为净流出状态。

截至 2022 年底，建发股份本部资产总额 502.75 亿元，较上年底增长 32.23%，主要系关联方往来款增加所致。其中，流动资产 303.18 亿元（占 60.30%），非流动资产 199.57 亿元（占 39.70%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 33.57%）和其他应收款（占 62.26%）

构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 93.66%）构成。截至 2022 年底，建发股份本部货币资金为 101.77 亿元，货币资金较为充足；其他应收款 188.75 亿元，较上年末增长 91.34%，主要系合并范围内关联方往来款增加所致。

截至 2022 年底，建发股份本部所有者权益为 243.34 亿元，较上年底增长 30.98%，主要系建发股份本部发行永续债导致其他权益工具增加以及未分配利润增加所致，所有者权益稳定性尚可。在所有者权益中，实收资本为 30.05 亿元（占 12.35%）、资本公积合计 36.96 亿元（占 15.19%）、未分配利润合计 43.49 亿元（占 17.87%）、盈余公积合计 15.03 亿元（占 6.17%）。截至 2023 年 6 月底，建发股份本部所有者权益 212.85 亿元，较上年底下降 12.53%，主要系其他权益工具减少（偿还永续债）和分配股利所致。

截至 2022 年底，建发股份本部负债总额 259.41 亿元，较上年底增长 33.42%。其中，流动负债 204.07 亿元（占 78.67%），非流动负债 55.34 亿元（占 21.33%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 92.11%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 9.02%）和长期应付款（占 90.42%）构成，长期应付款主要为建发股份发行的定向资产支持票据。截至 2022 年底，建发股份本部全部债务 61.67 亿元。其中，短期债务占 10.73%、长期债务占 89.27%。如将永续债调整计入长期债务，建发股份本部全部债务增至 188.56 亿元，调整后全部债务资本化比率为 61.82%，债务负担可控。截至 2023 年 6 月底，建发股份本部全部债务 190.88 亿元，较上年底增长 209.52%，主要系短期借款和应付票据增加所致。

2022 年，建发股份本部营业收入为 115.92 亿元，利润总额为 46.80 亿元，其中投资收益为 44.58 亿元。建发股份本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益子公司分红收益。

现金流方面，2022 年，建发股份本部经营活动现金流净额为 -46.90 亿元，投资活动现金流净额 -0.55 亿元（其中，取得投资收益收到的现金 43.01 亿元），筹资活动现金流净额 30.60 亿元。

（8）担保效果评价

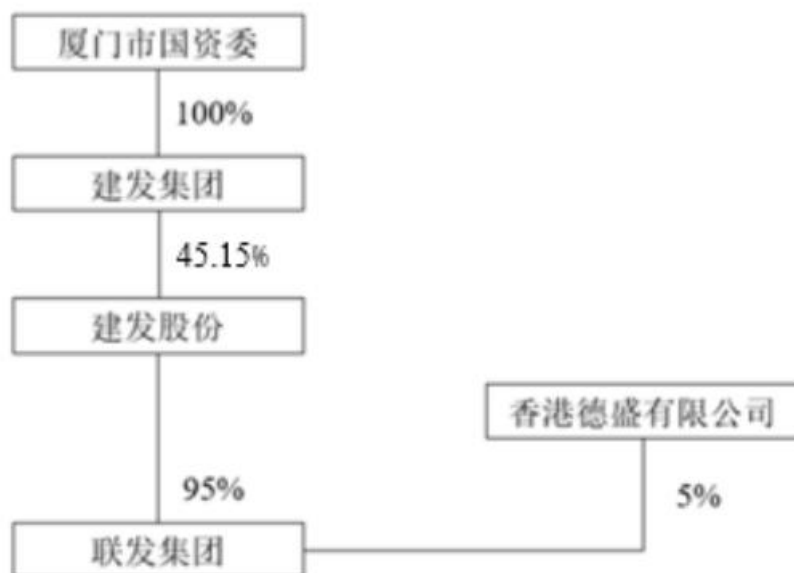
建发股份 EBITDA 和经营活动现金流入对本期债券覆盖程度很高，其担保对本期债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

以 2022 年底财务数据测算，本期债券发行上限为 19.29 亿元，假设发行 19.29 亿元，占建发股份所有者权益总额比例很小。2022 年，建发股份经营活动现金流入 10135.23 亿元，为本期债券的 525.41 倍，建发股份经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度很高。2022 年，建发股份 EBITDA 为 193.03 亿元，为本期债券的 10.01 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

十二、 结论

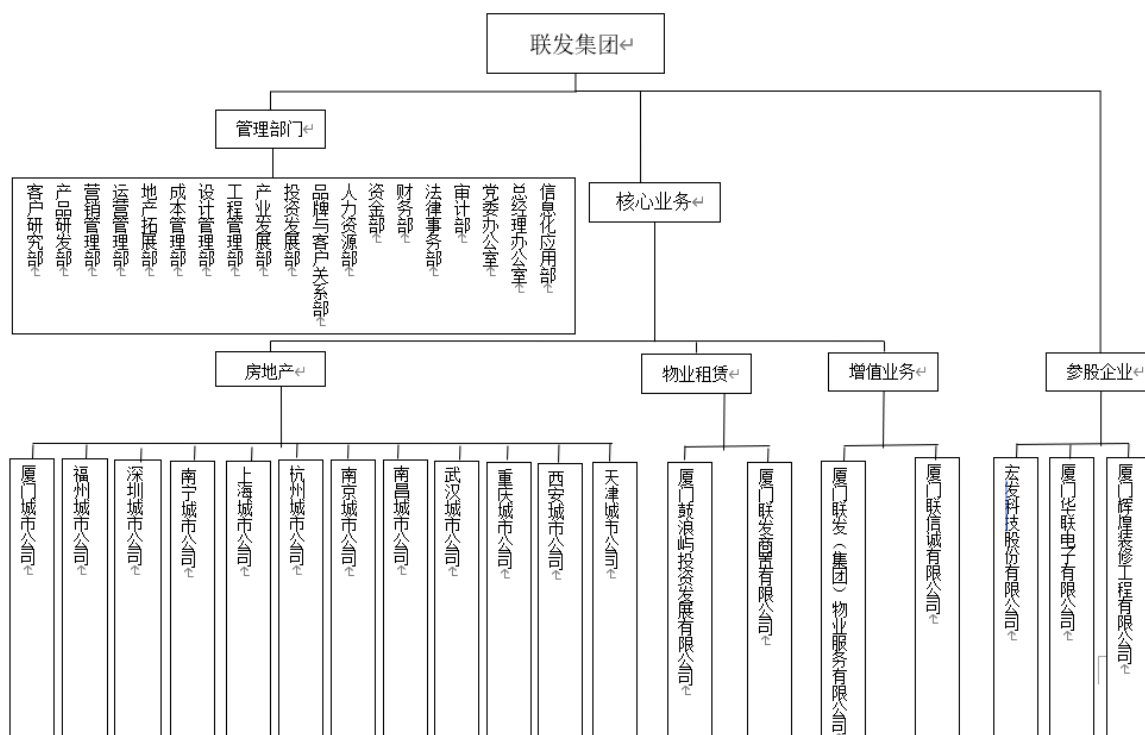
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及增信措施等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 6 月底联发集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 6 月底联发集团有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 6 月底联发集团有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	实收资本（或股本）（亿元）	并表比例（%）
1	合肥联荣房地产开发有限公司	28.00	51.00
2	厦门联正悦投资有限公司	26.60	100.00
3	厦门联荣悦置业有限公司	26.60	49.00
4	南昌联雅红诚房地产开发有限公司	25.00	50.00
5	莆田联融盛置业有限公司	22.40	49.00
6	合肥联辉房地产开发有限公司	20.00	100.00
7	杭州联阳房地产开发经营有限公司	15.80	51.00
8	南京新劲联房地产开发有限公司	15.24	50.00
9	联发集团南京房地产开发有限公司	15.00	100.00
10	南昌联盈置业有限公司	15.00	55.00
11	沧鑫（厦门）置业有限公司	14.55	25.00
12	杭州联保发置业有限公司	12.00	51.00
13	上海锦宝发置业有限公司	11.00	51.00
14	武汉联瑞发房地产开发有限公司	10.50	100.00
15	深圳联粤房地产开发有限公司	10.50	100.00
16	联发集团南昌联宏房地产开发有限公司	10.30	100.00
17	厦门联发（集团）房地产有限公司_房产公司	10.20	100.00
18	柳州联泰置业有限公司	10.00	55.00
19	福建闽西南城市协作开发集团有限公司	10.00	20.00
20	联发集团天津联和房地产开发有限公司	8.30	100.00
21	厦门联发城铁置业有限公司	8.00	70.00
22	南昌联旅置业有限公司	8.00	51.00
23	鄂州联诚房地产开发有限公司	7.70	100.00
24	厦门联保和悦房地产开发有限公司	7.40	60.00
25	莆田联中百置业有限公司	6.98	34.00
26	漳州联宸置业有限公司	6.30	100.00
27	联发集团联翔（杭州）房地产开发有限公司	6.00	100.00
28	莆田联正宏置业有限公司	6.00	45.00
29	新余市永越置业有限公司	6.00	51.00
30	南京旭江置业发展有限公司	5.80	34.00

注：上表为公司注册资本前 30 子公司

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	117.26	180.55	188.06	199.21
资产总额（亿元）	964.11	1296.49	1274.91	1321.66
所有者权益（亿元）	202.50	318.15	323.60	307.27
短期债务（亿元）	58.33	62.65	136.29	101.16
长期债务（亿元）	231.88	315.38	229.39	260.60
全部债务（亿元）	290.21	378.03	365.68	361.75
营业总收入（亿元）	239.04	273.00	314.66	93.33
利润总额（亿元）	19.64	19.05	8.94	1.93
EBITDA（亿元）	22.24	24.03	12.73	--
经营性净现金流（亿元）	51.19	-45.18	56.74	52.75
财务指标				
销售债权周转次数（次）	40.68	50.30	56.46	--
存货周转次数（次）	0.36	0.34	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.26	0.24	0.24	--
现金收入比（%）	140.79	148.32	100.42	175.33
营业利润率（%）	10.27	8.79	6.12	7.61
总资本收益率（%）	2.74	2.18	0.72	--
净资产收益率（%）	5.58	3.39	0.61	--
长期债务资本化比率（%）	53.38	49.78	41.48	45.89
全部债务资本化比率（%）	58.90	54.30	53.05	54.07
资产负债率（%）	79.00	75.46	74.62	76.75
调整后资产负债率（%）	69.33	64.94	63.77	64.78
流动比率（%）	164.67	180.30	160.63	157.58
速动比率（%）	48.83	52.89	52.25	55.81
经营现金流动负债比（%）	9.80	-6.90	7.97	--
现金短债比（倍）	2.01	2.88	1.38	1.97
EBITDA 利息倍数（倍）	1.42	1.27	0.69	--
全部债务/EBITDA（倍）	13.05	15.73	28.73	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 公司合并报表中其他流动负债中的债务已调整至短期债务；公司长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；3. 公司及公司本部 2023 年半年度财务报表未经审计，相关指标未予年化；4. 公司本部财务报表债务数据未经调整；5. “--”代表计算无意义的数字
 资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	17.74	43.34	51.14	70.42
资产总额（亿元）	374.21	442.56	459.26	475.05
所有者权益（亿元）	88.54	103.48	129.87	124.59
短期债务（亿元）	18.50	19.69	55.15	25.98
长期债务（亿元）	112.93	112.31	87.30	127.22
全部债务（亿元）	131.42	132.00	142.45	153.20
营业总收入（亿元）	6.98	8.73	4.31	0.75
利润总额（亿元）	5.81	13.36	20.66	-3.94
EBITDA（亿元）	5.81	13.36	20.66	--
经营性净现金流（亿元）	2.67	27.59	74.63	3.44
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.70	25.81	18.75	--
存货周转次数（次）	221.66	599.38	*	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.01	--
现金收入比（%）	142.44	37.77	85.70	220.84
营业利润率（%）	15.84	17.63	28.96	83.19
总资本收益率（%）	2.06	4.25	7.28	--
净资产收益率（%）	5.12	9.67	15.27	--
长期债务资本化比率（%）	56.05	52.05	40.20	50.52
全部债务资本化比率（%）	59.75	56.06	52.31	55.15
资产负债率（%）	76.34	76.62	71.72	73.77
流动比率（%）	206.91	167.93	119.60	130.91
速动比率（%）	206.90	167.93	119.60	130.91
经营现金流动负债比（%）	1.88	14.04	32.10	--
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部有息债务未经调整，2023 年半年度财务报表未经审计，相关指标未予年化；2. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据，相关指标未进行计算；3. 表格中“/”表示未能获取的数据，“--”表示计算后无意义的数据
 资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
调整后资产负债率	(负债总额 - 预收账款 - 合同负债) / (资产总计 - 预收账款 - 合同负债) × 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 / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据 + 应收款项融资中的应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 + 应付票据 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

全部债务 = 短期债务 + 长期债务

EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于联发集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第三期） 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

联发集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。