

# 信用评级公告

联合〔2024〕1895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发行的2024年度第三期中期票据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<sup>+</sup>，联发集团有限公司2024年度第三期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年四月二日

## 联发集团有限公司

# 2024 年度第三期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>

担保方主体长期信用等级：AAA<sub>pi</sub>

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

### 债项概况：

本期中期票据发行规模：基础发行金额为 7.00 亿元，发行金额上限为 11.50 亿元

本期中期票据期限：3+3 年（存续期第 3 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）

担保方式：厦门建发集团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：偿还公司债务融资工具

评级时间：2024 年 4 月 2 日

### 本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
<a href="#">房地产企业信用评级方法</a>	V4.0.202208
<a href="#">房地产企业主体信用评级模型（打分表）</a>	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

### 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”）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，联合资信也关注到公司房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。

本期中期票据由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）提供连带责任保证担保，建发集团的担保实力极强，其担保对本期中期票据的到期还本付息具有显著的积极作用。

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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据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<sup>+</sup>，本期中期票据信用等级为 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 9 月底，公司长期债务占全部债务的比例为 69.70%，债务结构以长期债务为主；公司全部债务资本化比率为 51.14%，债务负担处于合理水平，且平均融资成本为 4.50% 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. **担保方实力极强。**担保方建发集团作为以供应链运营业务与房地产业务为主业的公司，整体运营状况良好，其担保对本期中期票据的到期还本付息具有显著的积极作用。

### 关注

1. **房地产行业下行压力加大。**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

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				aa <sup>+</sup>
个体调整因素：--				--
个体信用等级				AA <sup>+</sup>
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AA <sup>+</sup>

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 <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
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

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. 公司房地产业务毛利率下滑明显，盈利能力有所下降，部分项目存在跌价风险；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，未来公司毛利率或将持续收窄。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9月底，公司剩余可售面积中三线及以下城市占29.89%，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9月底，公司少数股东权益占54.47%，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](http://www.lhratings.com)
**主要财务数据：**

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年9月
现金类资产（亿元）	117.26	180.55	188.06	164.65
资产总额（亿元）	964.11	1296.49	1274.91	1347.36
所有者权益（亿元）	202.50	318.15	323.60	325.57
短期债务（亿元）	58.33	62.65	136.29	103.27
长期债务（亿元）	231.88	315.38	229.39	237.55
全部债务（亿元）	290.21	378.03	365.68	340.82
营业总收入（亿元）	239.04	273.00	314.66	118.78
利润总额（亿元）	19.64	19.05	8.94	21.75
EBITDA（亿元）	22.24	24.03	12.73	--
经营性净现金流（亿元）	51.19	-45.18	56.74	58.11
营业利润率（%）	10.27	8.79	6.12	8.36
净资产收益率（%）	5.58	3.39	0.61	--
资产负债率（%）	79.00	75.46	74.62	75.84
调整后资产负债率（%）	69.33	64.94	63.77	62.76
全部债务资本化比率（%）	58.90	54.30	53.05	51.14
流动比率（%）	164.67	180.30	160.63	149.97
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	1.59
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9月
资产总额（亿元）	374.21	442.56	459.26	470.76
所有者权益（亿元）	88.54	103.48	129.87	140.79
全部债务（亿元）	131.42	132.00	142.45	139.41
营业总收入（亿元）	6.98	8.73	4.31	1.22
利润总额（亿元）	5.81	13.36	20.66	15.05
资产负债率（%）	76.34	76.62	71.72	70.09
全部债务资本化比率（%）	59.75	56.06	52.31	49.75
流动比率（%）	206.91	167.93	119.60	111.49
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年三季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. “-”代表指标不适用；6. 公司2021年和2020年财务数据分别采用2022年和2021年审计报告期初数据，2022年财务数据采用2022年审计报告期末数据。

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 <sup>+</sup>	稳定	2024/03/11	曹梦茹 卢瑞	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>+</sup>	稳定	2015/06/29	李晶 刘薇	<a href="#">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）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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。

## 联发集团有限公司

# 2024 年度第三期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）原名为厦门经济特区联合发展有限公司。公司于 1983 年由厦门经济特区建设发展有限公司、中国银行总行信托咨询公司、港澳华资银行（香港集友银行、南洋商业银行、宝生银行、华侨商业银行、澳门南通银行）三方签订《成立厦门经济特区联合发展有限公司总合同》成立，注册资本 25000 万元。后经增资和股权转让，截至 2023 年 9 月底，公司注册资本 21.00 亿元，控股股东厦门建发股份有限公司（以下简称“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 9 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，公司实现营业收入 314.66 亿元，利润总额 8.94 亿元。

截至 2023 年 9 月底，公司合并资产总额 1347.36 亿元，所有者权益 325.57 亿元（含少数股东权益 177.35 亿元）；2023 年 1-9 月，公司实现营业收入 118.78 亿元，利润总额 21.75 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、本期中期票据概况

公司拟发行联发集团有限公司 2024 年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”）。本期中期票据基础发行金额为 7.00 亿元，发行

金额上限为 11.50 亿元。本期中期票据期限为 3+3 年（附存续期第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权），本期中期票据每年支付利息，到期一次性还本。

本期中期票据募集资金拟用于偿还公司债务融资工具。

本期中期票据由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）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，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023 年，中国经济回升向好。初步核算，全年 GDP 按不变价格计算，比上年增长 5.2%。分季度看，一季度同比增长 4.5%、二季度增长 6.3%、三季度增长 4.9%、四季度增长 5.2%。信用环境方面，2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024 年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速



可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在3.5%左右。总体看，中国2024年全年经济增长预期将维持在5%左右。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年年报）](#)》。

#### 四、行业分析

2023年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，行业仍处于探底状态。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，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。考虑到房地产市场供求关系已发生重大变化，2023年以来调控政策延续宽松态势，放松政策密集发布，但市场信心修复预计仍需一定时间。详见《[2024年房地产行业分析](#)》。

#### 五、基础素质分析

##### 1. 产权状况

截至2023年9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、供应链运营和物业租赁为主业的房地产运营商，经过40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9月底，公司期末在建项目建筑面积732.73万平方米。2023年，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2024年3月4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，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2024年3月28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4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3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3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。城市公司开展前期土地信息收集工作，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、公司本部分管领导审核同意后，由地产拓展部提报公司本部领导及各职能部门。在运作或收购项目方面，由地产拓展部负责牵头组织开展相关工作，已有区域的项目尽职调查工作由城市公司负责组织，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进行销售，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**

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%

**营和物业及租赁管理。2020-2022年，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1-9月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，主要系近年来结转销售规模持续增加、建设进度较为平稳所致；供应链运营业务收入规模逐年下降，2022年下降主要系收入核算方法由总额法改为净额法所致；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的项目影响，公司房地产开发毛利率大幅下降并处于较低水平。

2023年1-9月，公司实现营业总收入118.78亿元，同比下降5.82%；综合毛利率为9.03%，仍处于较低水平。



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了更高要求。

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1-9月，公司新增获取土地9块，主要位于莆田、南昌、武汉、南京、上海和天津，获取均价较为合理。

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1-9月
新增项目数量	17	25	13	9
新增土地储备建筑面积-全口径	179.36	214.08	79.59	61.65
新增土地储备建筑面积-权益口径	107.70	137.32	32.61	36.57
新增土地储备金额-全口径	190.78	275.85	216.04	94.35
新增土地储备金额-权益口径	123.31	152.17	78.02	50.62
新增土地储备金额权益比例	64.63%	55.17%	36.12%	53.66%
新增土地储备楼面均价-全口径	1.06	1.29	2.71	1.53

资料来源：公司提供

截至2023年9月底，公司未开工土地储备的权益计容建筑面积为134.64万平方米。从布局来看，主要位于鄂州、南昌和柳州等区域，公司未开工土地储备中三线及以下城市全口径计容建筑面积（占70.42%）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影响，新开工规模大幅下降；公司房屋竣工面积逐年稳定增长。截至2023年9月底，公司仍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9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1-9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	103.07
期末在建面积	823.61	987.37	804.62	732.73

注：统计口径为全口径

资料来源：公司提供

截至2023年9月底，公司并表在建项目全口径计划总投资额698.10亿元，尚需投资125.06亿元，并表项目权益尚需投资89.40亿元，考虑到公司拟建项目支出及后续补充获取项目支出，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，未来其销售去化存在一定的不确定性。

2021年，随着公司厦门项目的推盘销售，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%。

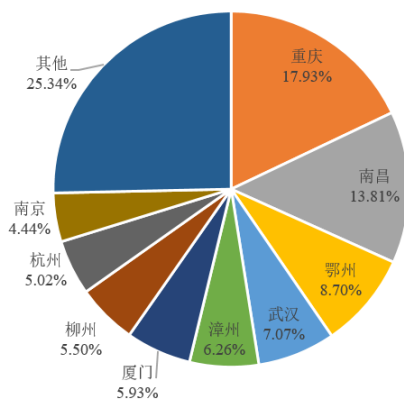
表4 2020—2022年及2023年1—9月公司销售情况（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2020年	2021年	2022年	2023年1—9月
协议销售面积	233.59	266.36	170.85	133.78
协议销售金额	340.48	421.80	315.26	349.49
协议销售均价	1.46	1.58	1.85	2.61

注：协议销售面积、协议销售金额及协议销售均价均为全口径  
资料来源：公司提供

截至2023年9月底，公司并表全口径剩余可售面积（在建可售+完工可售）为361.63万平方米，区域分布如下图所示。

图1 截至2023年9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4%，包括南宁、桂林、莆田、福州、泉州、徐州、深圳、九江、合肥、江门、上海、西安、天津、赣州、新余、苏州、南安  
资料来源：公司提供

从公司近两年销售情况看，截至2023年9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9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29.89%），未来其销售去化或将存在一定的不确定性。

2020—2022年，受公司销售项目中一二线城市占比增加影响，公司协议销售均价逐年增长。2023年1—9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4.70%，协议销售金额同比增长53.03%；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。

### 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年经营效率指标对比

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
<b>联发集团</b>	<b>0.27</b>	<b>0.37</b>	<b>0.24</b>

注：对比企业数据源自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。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年三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9月底，公司合并资产总额1347.36亿元，所有者权益325.57亿元（含少数股东权益177.35亿元）；2023年1—9月，公司实现营业总收入118.78亿元，利润总额21.75亿元。

### 2. 资产质量

公司存货规模波动增长，带动资产总额波动增长。公司资产构成以货币资金、存货和其他应收款为主，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年末及2023年9月末公司资产主要构成

科目	2020年末		2021年末		2022年末		2023年9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(%)
<b>流动资产</b>	<b>860.11</b>	<b>89.21</b>	<b>1180.19</b>	<b>91.03</b>	<b>1143.36</b>	<b>89.68</b>	<b>1161.46</b>	<b>86.20</b>
货币资金	115.59	11.99	180.21	13.90	177.40	13.91	137.22	10.18
其他应收款(合计)	54.45	5.65	112.85	8.70	131.91	10.35	142.30	10.56
存货	605.05	62.76	833.96	64.32	771.42	60.51	792.51	58.82
<b>非流动资产</b>	<b>104.00</b>	<b>10.79</b>	<b>116.30</b>	<b>8.97</b>	<b>131.55</b>	<b>10.32</b>	<b>185.90</b>	<b>13.80</b>
长期股权投资	22.29	2.31	31.74	2.45	41.54	3.26	91.61	6.80
投资性房地产	52.51	5.45	49.86	3.85	50.26	3.94	50.12	3.72
在建工程	0.46	0.05	0.93	0.07	9.03	0.71	9.76	0.72
递延所得税资产	13.87	1.44	14.72	1.14	11.82	0.93	14.43	1.07
<b>资产总额</b>	<b>964.11</b>	<b>100.00</b>	<b>1296.49</b>	<b>100.00</b>	<b>1274.91</b>	<b>100.00</b>	<b>1347.36</b>	<b>100.00</b>

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，公司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年底，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%，主要系长

期股权投资和在建工程增加所致。

2020—2022 年底，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 年底，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 年底，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 9 月底，公司合并资产总额较上年底增长 5.68%，主要系当期增加对红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“红星美凯龙集团”）投资所致。资产结构较上年底变化不大。

截至 2023 年 9 月底，公司所有权或使用权受限的资产见下表，资产受限比例为 8.87%，主要系存货用于借款抵押所致。

表 7 截至 2023 年 9 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	99.04	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	119.54	--

注：小数尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

## 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 9 月底，公司所有者权益较上年底增长 0.61%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 45.53%，少数股东权益占比为



54.47%。所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2020—2022 年末，公司负债规模波动扩大，  
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债务结构以长期  
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 年末及 2023 年 9 月末公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 9 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 (%)
<b>流动负债</b>	<b>522.31</b>	<b>68.58</b>	<b>654.56</b>	<b>66.91</b>	<b>711.78</b>	<b>74.82</b>	<b>774.47</b>	<b>75.80</b>
应付账款	49.70	6.53	66.71	6.82	74.89	7.87	56.68	5.55
其他应付款 (合计)	64.08	8.41	83.92	8.58	78.57	8.26	93.35	9.14
一年内到期的 非流动负债	53.17	6.98	54.29	5.55	118.55	12.46	68.48	6.70
合同负债	303.64	39.87	388.80	39.74	381.61	40.11	473.04	46.30
<b>非流动负债</b>	<b>239.30</b>	<b>31.42</b>	<b>323.78</b>	<b>33.09</b>	<b>239.53</b>	<b>25.18</b>	<b>247.32</b>	<b>24.20</b>
长期借款	102.67	13.48	185.17	18.93	147.65	15.52	157.74	15.44
应付债券	101.75	13.36	102.08	10.43	76.46	8.04	78.54	7.69
<b>负债总额</b>	<b>761.61</b>	<b>100.00</b>	<b>978.33</b>	<b>100.00</b>	<b>951.31</b>	<b>100.00</b>	<b>1021.79</b>	<b>100.00</b>

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 年底，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%，主要系往来款减少所致；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%，随签约销售规模的扩大而增  
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。

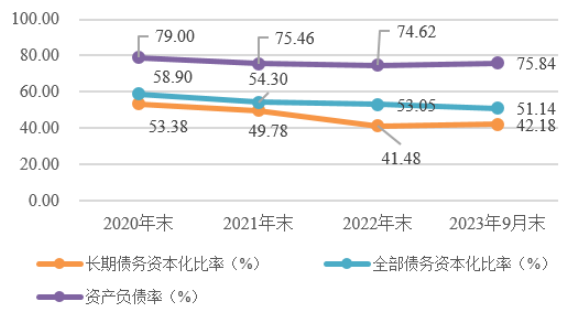
2020—2022 年末，公司应付债券波动下降，  
年均复合下降 13.31%。截至 2021 年底，公司应  
付债券较年初增长 0.33%。截至 2022 年底，公  
司应付债券 76.46 亿元，较年初下降 25.10%，  
主要系转入一年内到期的非流动负债所致。



截至 2023 年 9 月底，公司负债总额较上年底增长 7.41%，主要系预收房款增加所致。负债结构较上年底变化不大。

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 9 月底，公司全部债务 340.82 亿元，较上年底下降 6.80%，主要系公司偿还部分短期债务所致；债务结构以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2023 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较上年底提高 1.22 个百分点、下降 1.91 个百分点和提高 0.70 个百分点。

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 年底，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%；截至 2023 年 9 月底，公司全部债务增至 355.82 亿元。

截至 2023 年 9 月底，公司债务中银行借款占 60.12%，债券融资占 39.88%。截至 2023 年 9 月底，公司平均融资成本为 4.50% 左右，融资成本较低。

从债务期限分布来看，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 9 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	10.09	17.27	27.95	--	--	55.31
2024 年	7.15	--	40.41	44.56	--	92.12
2025 年	--	--	--	72.18	0.71	72.89
2026 年及以后	--	--	--	41.00	77.83	118.84
合计	17.24	17.27	68.36	157.74	78.54	339.16

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所致

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而逐年下降，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。

2020—2022 年，公司营业总收入分析详见经营概况。2020—2022 年，公司营业利润率分别为 10.27%、8.79% 和 6.12%，2023 年 1—9 月，

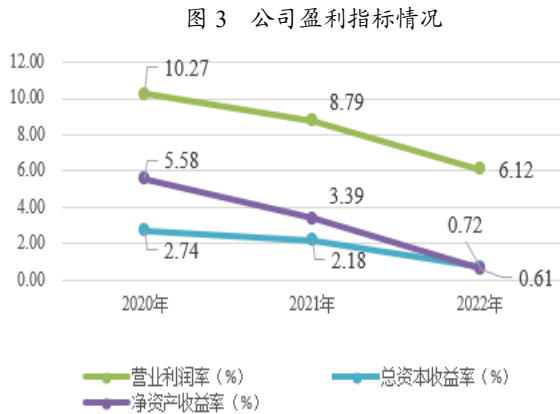
公司营业利润率 8.36%，仍处于较低水平。

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。



资料来源：联合资信根据公司审计报告计算

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

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%
厦门安居控股集团有限公司	26.56%	2.19%	0.45%
上海实业发展股份有限公司	21.45%	0.91%	1.23%
<b>联发集团</b>	<b>6.22%</b>	<b>0.74%</b>	<b>2.66%</b>

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—9月，公司拿地支出减少，经营活动现金流净额净流入。未来，公司地产项目开发维持较大规模投入，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—9月
经营活动现金流入小计	382.13	445.68	341.74	216.25
经营活动现金流出小计	330.94	490.86	285.00	158.15
<b>经营现金流量净额</b>	<b>51.19</b>	<b>-45.18</b>	<b>56.74</b>	<b>58.11</b>
投资活动现金流入小计	45.84	36.04	37.88	60.18
投资活动现金流出小计	62.48	37.31	49.66	75.40
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-16.64</b>	<b>-1.27</b>	<b>-11.78</b>	<b>-15.22</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>34.55</b>	<b>-46.45</b>	<b>44.96</b>	<b>42.88</b>
筹资活动现金流入小计	295.37	490.63	275.64	142.80
筹资活动现金流出小计	289.64	379.06	326.05	229.32
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>5.73</b>	<b>111.58</b>	<b>-50.41</b>	<b>-86.52</b>

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及现金回流波动下降所致；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，公司经营现金净额波动较大。

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（招商融创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；2022年，公司

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

2023年1—9月，从经营活动来看，受当期拿地支出减少影响，公司经营现金净流为净流入；受公司支付红星美凯龙集团股权收购款影响，投资活动现金流为净流出；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，速动比率波动增长。截至2023年9月底，公司流动比率和速动比率均较上年底有所下降，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。2020—2022年底，公司现金短期债务比波动下降，截至2023年9月底，公司现金短期债务比较上年底有所提高，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9月
短期偿债指标	流动比率（%）	164.67	180.30	160.63	149.97
	速动比率（%）	48.83	52.89	52.25	47.64
	经营现金/流动负债（%）	9.80	-6.90	7.97	--

	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	1.59
长期偿债指标	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 9 月底，公司共获得各银行授信额度 372.93 亿元，未使用额度 184.81 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2023 年 9 月底，除为商品房承购人提供抵押借款担保外，公司对外实际担保金额为 4.92 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9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、长期股权投资和货币资金构成，利润主要来自投资收益；公司本部层面债务负担尚可，所有者权益稳定性较弱。**

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为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9月底，公司本部资产总额470.76亿元，所有者权益为140.79亿元，负债总额329.98亿元；公司本部资产负债率70.09%；全部债务139.41亿元，全部债务资本化比率49.75%。2023年1—9月，公司本部营业收入1.22亿元，利润总额15.05亿元，投资收益1.24亿元。2023年1—9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16.24亿元、-12.49亿元、-1.91亿元。



## 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9月底，建发集团持有建发股份45.15%股权，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（以下简称“建发房地产”）。

### 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、本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构影响较小，本期中期票据发行后，公司整体偿债能力很强。

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行金额上限为11.50亿元，分别占2023年9月底公司长期债务和全部债务的4.84%和3.37%，对公司现有债务结构影响较小。以2023年9月底财务数据为基础，本期中期票据发行后，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76.04%、51.97%和43.34%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金拟用于偿还公司债务融资工具，公司实际债务负担或将轻于上述预测值。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

以2022年的财务数据为基础，考虑本期中期票据发行后，公司2022年经营活动现金流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 本期中期票据保障能力测算

项目	2022年
发行后长期债务*（亿元）	240.89
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.42
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.24
发行后长期债务/EBITDA（倍）	18.92

注：发行后长期债务为将本期中期票据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

建发集团前身系厦门建设发展公司，是经厦门市人民政府厦政〔1981〕第12号文，福建省厦门经济特区管委会厦特管字〔1981〕002号文批准，于1981年1月设立的厦门市综合性国有独资有限公司。建发集团的经营宗旨：根据厦门经济特区和厦门市的总体规划，吸收和利用侨资、外资，搞好特区和厦门市国有企业的经济技术引进工作。截至2023年3月底，建发集团持有上市公司建发股份45.15%股权（无质押）。

截至2023年3月底，建发集团注册资本为67.50亿元，厦门市国资委为其唯一出资人和实际控制人。

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

经在证券期货市场失信记录查询平台、国家企业信用信息公示系统、国家税务总局（重大税收违法失信案件信息公布栏）、中国执行信息公开网等公示平台查询，截至2023年5月18日，未查询到建发集团相关重大违法失信事项的披露。

### 2. 重大事项



子公司建发股份于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。美凯龙所从事的家居商场运营业务或将与公司原有业务产生一定协同，但建发股份对子公司管理难度和管理宽度相应增加。此外，2023年前三季度美凯龙出现亏损，需关注后续盈利改善情况。

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（二）》，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。

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，美凯龙及其控股子公司纳入建发股份合并报表范围。

2023年12月19日，建发股份和联发集团

与红星控股、车建兴共同签署《关于<股份转让协议>之补充协议（四）》（以下简称“《股份转让补充协议（四）》”），就股权转让的第二期对价支付进行了补充约定。各方同意并确认，鉴于截至《股份转让补充协议（四）》签署日已发生的乙方（红星控股）、丙方（车建兴）依据交易协议约定应当向美凯龙进行补偿的事项，甲方有权从第二期交易对价中支付3亿元价款直接支付至美凯龙，甲方向美凯龙支付前述款项（以下简称“补偿款项”）后，乙方、丙方即无需履行交易协议下相应金额的补偿义务。各方确认，鉴于交易协议下乙方、丙方存在未能及时履行的交割后义务的情形，按照《关于<股份转让协议>之补充协议（二）》的约定，剩余第二期交易对价（即第二期交易对价扣除补偿款项后的剩余2亿元价款）中7418.76万元未达到支付条件；各方进一步同意，鉴于乙方、丙方存在交易协议约定的交割后义务履行不及预期的情形，剩余第二期交易对价中其他部分（12581.24万元）的支付事宜双方将视情况另行协商约定。

2024年2月6日，建发股份和联发集团与红星控股、车建兴、上海投凯企业管理有限公司（以下简称“上海投凯”，红星控股全资子公司）共同签署《关于<股份转让协议>之补充协议（五）》（以下简称“《股份转让补充协议（五）》”），调整尾款2亿元支付安排，建发股份和联发集团将剩余第二期交易对价中的12581.24万元支付至上海投凯指定账户；余下7418.76万元根据约定的承诺事项的解决进展，自补充协议（五）签署之日起12个月内，向上海投凯指定账户支付；自补充协议（五）签署后满12个月，约定事项仍未完全解决的，则不再支付剩余交易对价。

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，通过导入美凯龙的品牌资源，为建发股份发展B端消费品供应链运营业务提供了一定基础；此外，家装与房地产开发业务或能形成一定协同。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；利润总额持续下降，2022年为16.52亿元。2023年1—9月，美凯龙营业收入为86.75亿元，利润总额为-5.50亿元，对建发股份业绩造成一定拖累，需关注后续盈利改善情况。

截至2023年9月底，美凯龙资产总额1260.75亿元，所有者权益558.62亿元，负债总额702.13亿元。美凯龙纳入建发股份合并范围后，建发股份负债规模进一步增加。同时，由于美凯龙资产及经营规模较大，建发股份管理难度和管理宽度相应增加。

### 3. 经营分析

建发集团以**供应链运营、房地产开发、旅游**为主业，以**会展服务、物业租赁及信托投资服务**等业务为辅。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，建发集团营业总收入持续增长，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。

2020—2022年，建发集团供应链运营和房地产开发板块对建发集团收入的合计贡献度保持在96%以上，业务结构稳定。2022年，建发集团实现营业总收入8473.74亿元，同比增长17.76%。其中，供应链运营业务实现收入6962.03亿元，同比增长13.99%，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；房地产板块实现收入1364.35亿元，同比增长41.72%，主要系销售结算规模增加所致。2023年1—3月，建发集团实现营业总收入1713.87亿元，同比增长11.40%。

毛利率方面，2020—2022年，建发集团综合毛利率波动下降，2022年综合毛利率为3.91%，较上年增加0.23个百分点，其中，供应链业务毛利率为1.68%，较上年增加0.24个百分点；房地产业务毛利率为14.63%，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。

2023年1—3月，建发集团综合毛利率为2.71%，同比下降0.49个百分点。

表14 建发集团营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	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
供应链运营	3505.25	79.24	1.80	6107.49	84.88	1.44	6962.03	82.16	1.68
房地产业务	823.64	18.62	20.85	962.73	13.38	16.75	1364.35	16.10	14.63
旅游饮食业务	8.95	0.2	80.52	11.22	0.16	24.15	10.15	0.12	20.20
会展业务	2.77	0.06	67.37	3.71	0.05	7.76	3.71	0.04	15.09
城服业务	7.02	0.16	25.90	8.13	0.11	26.13	9.81	0.12	25.28
医疗业务	75.52	1.71	5.32	101.94	1.42	10.06	123.24	1.45	7.98
其他业务	0.57	0.01	19.80	0.53	0.01	69.19	0.44	0.01	22.73
合计	4423.72	100.00	5.65	7195.76	100.00	3.68	8473.74	100.00	3.91

资料来源：联合资信根据公开资料整理

建发集团供应链运营业务的主要运营主体为子公司建发股份及其控股子公司。建发集团供应链运营业务涉及金属材料、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，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，建发集团供应链业务收入逐年增长；2022年，建发股份下属供应链业务经营主体净利润同比基本呈增长态势。

建发集团房地产业务的主要运营主体主要为建发股份控股的建发房地产和公司，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。建发集团房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、莆田等公司在当地具备品牌优势的三线城市。

2020—2022年，建发集团房地产业务收入持续增长，但2022年合同销售金额和合同销售面积同比均有所下降；受季节性波动及竣工交付项目下降影响，2023年一季度收入同比下降，合同销售额增幅较大。截至2022年底，建发房地产和联发集团权益口径土地储备面积分别为1285.27万平方米和503.85万平方米，充足的土地储备保障了房地产业务的可持续发展。同时，联合资信关注到，建发集团房地产存货中仍有一定规模的三四线城市项目，且获取成本较高，在房地产市场景气度低位运行、区域市场持续分化背景下，仍将面临一定的存货去化压力及减值风险。截至2022年底，建发房地产与联发集团合计总投资规模为5750.97亿元（并表项目按100%列示，且含非并表项目），已投资规模为4642.2亿元，尚需投资规模较大

#### 4. 财务分析

##### （1）财务概况

建发集团2020—2022年财务报表已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。建发集团2023年一季度财务报表未经审计。

截至2022年底，建发集团合并资产总额7235.63亿元，所有者权益2002.89亿元（含少

数股东权益1405.45亿元）；2022年，建发集团实现营业总收入8473.74亿元，利润总额153.91亿元。

截至2023年3月底，建发集团合并资产总额8330.90亿元，所有者权益2007.47亿元（含少数股东权益1395.37亿元）；2023年1—3月，建发集团实现营业总收入1713.87亿元，利润总额13.86亿元。

##### （2）资产质量

**随着供应链业务经营规模扩大及地产板块投入持续加大，建发集团资产规模持续增长，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，建发集团资产质量及流动性良好。**

截至2022年底，建发集团合并资产总额7235.63亿元，较上年底增长9.82%。其中，流动资产占84.84%，非流动资产占15.16%。建发集团资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

截至2022年底，建发集团流动资产6138.46亿元，较上年底增长8.76%。建发集团流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。建发集团其他应收款基本由房地产业务产生，主要是对非并表项目按照同股比进行的资金拆借；建发集团存货主要由开发成本、开发产品和库存商品构成；存货累计计提跌价准备66.67亿元（2021年末为30.37亿元），计提比例为1.80%。建发集团房地产业务在宿迁、南宁等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。

截至2022年底，建发集团非流动资产1097.16亿元，较上年底增长16.19%，主要系房地产业务对联营企业的投资增加使得长期股权投资增加所致。

截至2022年底，建发集团受限资产金额为5783.95亿元，以用于抵押的存货等为主，资产受限比例较高。



截至 2023 年 3 月底，建发集团合并资产总额 8330.90 亿元，较上年底增长 15.14%。其中，流动资产占 86.18%，非流动资产占 13.82%。建发集团资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

### (3) 资本结构

**建发集团所有者权益规模持续增长，权益稳定性较弱。为支撑主要业务板块发展，建发集团债务规模快速增长，资产负债率保持在较高水平，整体债务负担较重。**

截至 2022 年底，建发集团所有者权益 2002.89 亿元，较上年底增长 15.14%，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 29.83%，少数股东权益占比为 70.17%。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 3.37%、1.52%、0.30%和 12.06%。截至 2022 年底，建发集团其他权益工具（永续债）223.56 亿元，占所有者权益的 11.16%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2023 年 3 月底，建发集团所有者权益 2007.47 亿元，较上年底增长 0.23%。

截至 2022 年底，建发集团负债总额 5232.74 亿元，较上年底增长 7.92%，主要系供应链业务以银行承兑汇票结算的采购业务增加、建发集团及子公司发行债券、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。

截至 2022 年底，建发集团全部债务 1601.35 亿元，较上年底增长 8.11%。债务结构方面，短期债务占 35.38%，长期债务占 64.62%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2022 年底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.32%、44.43%和 34.07%，较上年底分别下降 1.28 个百分点、下降 1.56 个百分点和下降 2.21 个百分点。

截至 2023 年 3 月底，建发集团负债总额 6323.43 亿元，较上年底增长 20.84%，主要系短期借款和合同负债增加所致。其中，流动负

债占 80.67%，非流动负债占 19.33%。建发集团以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至 2023 年 3 月底，建发集团全部债务 2033.01 亿元，较上年底增长 26.96%。从债务指标来看，截至 2023 年 3 月底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.90%、50.32%和 34.29%，较上年底分别提高 3.58 个百分点、提高 5.89 个百分点和提高 0.22 个百分点。建发集团债务负担较重。

### (4) 盈利能力

**建发集团营业总收入持续增长，费用控制能力良好，整体盈利能力很强，但利润总额受投资收益影响有所波动，地产业务存货跌价准备对利润侵蚀较大。**

2022 年，建发集团实现营业总收入 8473.74 亿元，同比增长 17.76%，营业利润率为 3.69%，同比提高 0.14 个百分点。2022 年，建发集团费用总额为 147.37 亿元，以管理费用为主，同比增长 18.47%，主要系管理费用增加所致；2022 年，建发集团期间费用率为 1.74%，费用控制能力良好。

2022 年，建发集团实现投资收益 47.00 亿元，同比下降 24.60%，主要系处置长期股权投资产生的投资收益较上年同期减少所致，投资收益占营业利润比重为 31.54%，对营业利润影响较大；其他收益 9.63 亿元，同比增长 86.47%，主要系政府补助增加所致；建发集团信用减值损失为 11.19 亿元，同比增长 402.63%，主要系建发集团应收款项增加，按会计政策计提坏账准备相应增加所致；建发集团资产减值损失为 52.08 亿元，同比增长 261.35%，主要为房地产业务计提的存货跌价准备。建发集团信用减值和资产减值对利润侵蚀较大。

2022 年，建发集团总资本收益率和净资产收益率分别为 3.73%、5.18%，同比分别下降 1.39 个百分点、下降 2.68 个百分点。建发集团各盈利指标表现良好。

2023年1—3月，建发集团实现营业总收入1713.87亿元，同比增长11.40%；营业利润率为2.55%，同比变化不大。

#### (5) 现金流量

**受房地产业务支付地价款及工程款波动的影响，建发集团经营活动现金净额波动较大；受房地产业务持续投资影响，投资活动现金流量持续净流出。考虑到建发集团房地产业务未来仍需较大规模投资，建发集团对外融资需求大。**

随着建发集团经营规模扩大，建发集团经营活动现金流入及流出均持续增长；2022年，建发集团经营活动现金净额为151.95亿元，同比净流出转为净流入，主要系房地产业务支付地价款金额减少所致。2022年，建发集团现金收入比为112.76%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2022年，建发集团投资活动现金流入及流出均持续增长；2022年，建发集团投资活动现金持续净流出，净流出额为65.85亿元，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，建发集团筹资活动前现金流量净额波动较大，2022年为净流出37.96亿元，同比净流入转为净流出。考虑到建发集团房地产业务未来仍需较大规模投资，建发集团对外融资需求大。

2022年1—3月，建发集团实现经营活动现金净流出124.42亿元，现金收入比为144.86%；投资活动现金净流出83.11亿元；筹资活动现金净流入344.77亿元。

#### (6) 偿债指标

**建发集团偿债指标表现尚可，融资渠道畅通。**

从短期偿债指标看，截至2022年底，建发集团流动比率与速动比率分别由上年底的154.38%和59.17%分别下降至152.56%和提高至62.25%；由于经营活动现金流量净额大幅增加，2022年，建发集团经营现金/流动负债及经营现金/短期债务大幅增长，分别为3.78%和

0.27倍；建发集团现金类资产对短期债务的保障程度高。

从长期偿债指标看，2022年，建发集团EBITDA为199.21亿元，同比下降13.28%；建发集团EBITDA利息倍数由上年的8.19倍下降至6.51倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；建发集团全部债务/EBITDA由上年的6.45倍上升至8.04倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

对外担保方面，截至2022年底，建发集团（合并）对外提供担保1439.15亿元，对外担保中为关联方提供担保的金额为67.01亿元。

未决诉讼方面，截至2022年底，建发集团控股子公司建发股份及其下属子公司作为原告提起诉讼的事项主要系买卖合同纠纷、代理合同纠纷等案件，建发股份根据损失情况要求对方提供相应赔偿；未决诉讼涉及的预计最大损失为5.39亿元，同时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。

截至2023年3月底，建发集团从各主要金融机构获得综合授信额度为5010.86亿元，已使用2593.08亿元，尚未使用额度2417.78亿元，间接融资渠道畅通。下属子公司建发股份为A股上市公司，具备直接融资渠道。

#### (7) 建发集团本部财务分析

截至2022年底，建发集团本部资产总额540.08亿元，主要为应收子公司往来款、长期股权投资和投资性房地产。截至2022年底，建发集团本部所有者权益为382.42亿元；建发集团本部负债总额157.65亿元，主要为长期借款和应付债券；资产负债率和全部债务资本化比率分别为29.19%和28.52%，建发集团本部债务负担轻。

2022年，建发集团本部营业总收入为1.08亿元，利润总额为18.23亿元。同期，建发集团本部投资收益为27.65亿元。

现金流方面，截至2022年底，建发集团本部经营活动现金流净额为25.56亿元，投资活动



现金流净额为 10.81 亿元，筹资活动现金流净额为 -22.54 亿元。

(8) 担保效果评价

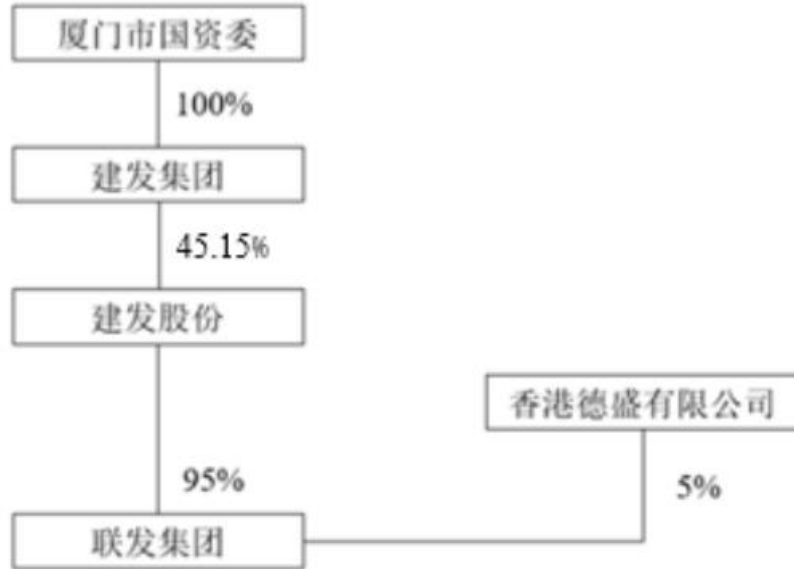
**建发集团 EBITDA 和经营活动现金流入对本期中期票据覆盖程度很高，其担保对本期中期票据的到期还本付息具有显著的保护作用。**

以 2022 年底财务数据测算，本期中期票据发行金额上限为 11.50 亿元，占建发集团所有者权益总额比例很小。2022 年，建发集团经营活动现金流入 10302.63 亿元，为本期中期票据的 895.88 倍，建发集团经营活动现金流入量对本期中期票据覆盖程度很高。2022 年，建发集团 EBITDA 为 159.78 亿元，为本期中期票据的 13.89 倍，EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

## 十二、 结论

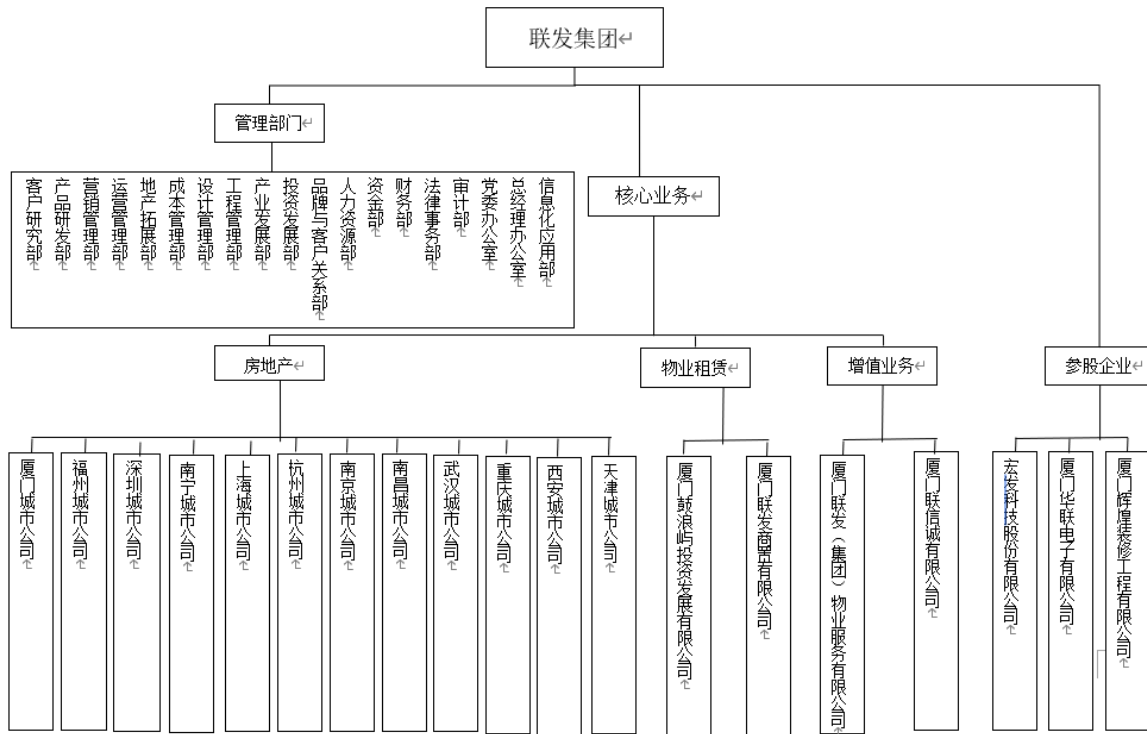
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA<sup>+</sup>，本期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 9 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 9 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 9 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）	持股比例（%）
1	合肥联荣房地产开发有限公司	28.00	28.05
2	南京联华房地产开发有限公司	27.20	51.00
3	厦门联正悦投资有限公司	26.60	49.00
4	厦门联荣悦置业有限公司	26.60	49.00
5	南昌联雅红诚房地产开发有限公司	25.00	50.00
6	莆田联融盛置业有限公司	22.40	49.00
7	合肥联辉房地产开发有限公司	20.00	55.00
8	天津联投房地产开发有限公司	16.60	51.00
9	杭州联阳房地产开发经营有限公司	15.80	51.00
10	南京新劲联房地产开发有限公司	15.24	50.00
11	联发集团南京房地产开发有限公司	15.00	100.00
12	南昌联盈置业有限公司	15.00	55.00
13	沧鑫（厦门）置业有限公司	14.55	25.00
14	上海兆至房地产开发有限公司	13.37	50.00
15	杭州联保发置业有限公司	12.00	51.00
16	上海锦宝发置业有限公司	11.00	51.00
17	武汉联瑞发房地产开发有限公司	10.50	100.00
18	深圳联粤房地产开发有限公司	10.50	100.00
19	联发集团南昌联宏房地产开发有限公司	10.30	100.00
20	厦门联发（集团）房地产有限公司	10.20	100.00
21	柳州联泰置业有限公司	10.00	55.00
22	福建闽西南城市协作开发集团有限公司	10.00	20.00
23	联发集团天津联和房地产开发有限公司	8.30	100.00
24	厦门联发城铁置业有限公司	8.00	70.00
25	南昌联旅置业有限公司	8.00	51.00
26	鄂州联诚房地产开发有限公司	7.70	100.00
27	厦门联保和悦房地产开发有限公司	7.40	60.00
28	莆田联中百置业有限公司	6.98	34.00
29	漳州联宸置业有限公司	6.30	100.00
30	联发集团联翔（杭州）房地产开发有限公司	6.00	100.00

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 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	117.26	180.55	188.06	164.65
资产总额 (亿元)	964.11	1296.49	1274.91	1347.36
所有者权益 (亿元)	202.50	318.15	323.60	325.57
短期债务 (亿元)	58.33	62.65	136.29	103.27
长期债务 (亿元)	231.88	315.38	229.39	237.55
全部债务 (亿元)	290.21	378.03	365.68	340.82
营业总收入 (亿元)	239.04	273.00	314.66	118.78
利润总额 (亿元)	19.64	19.05	8.94	21.75
EBITDA (亿元)	22.24	24.03	12.73	--
经营性净现金流 (亿元)	51.19	-45.18	56.74	58.11
<b>财务指标</b>				
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	177.98
营业利润率 (%)	10.27	8.79	6.12	8.36
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	42.18
全部债务资本化比率 (%)	58.90	54.30	53.05	51.14
资产负债率 (%)	79.00	75.46	74.62	75.84
调整后资产负债率 (%)	69.33	64.94	63.77	62.76
流动比率 (%)	164.67	180.30	160.63	149.97
速动比率 (%)	48.83	52.89	52.25	47.64
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	1.59
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 2023 年三季度财务报表未经审计，相关指标未予年化；4. “--”代表指标不适用  
 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 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	17.74	43.34	51.14	57.00
资产总额 (亿元)	374.21	442.56	459.26	470.76
所有者权益 (亿元)	88.54	103.48	129.87	140.79
短期债务 (亿元)	18.50	19.69	55.15	40.08
长期债务 (亿元)	112.93	112.31	87.30	99.32
全部债务 (亿元)	131.42	132.00	142.45	139.41
营业总收入 (亿元)	6.98	8.73	4.31	1.22
利润总额 (亿元)	5.81	13.36	20.66	15.05
EBITDA (亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流 (亿元)	2.67	27.59	74.63	16.24
<b>财务指标</b>				
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	165.08
营业利润率 (%)	15.84	17.63	28.96	80.64
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	41.37
全部债务资本化比率 (%)	59.75	56.06	52.31	49.75
资产负债率 (%)	76.34	76.62	71.72	70.09
流动比率 (%)	206.91	167.93	119.60	111.49
速动比率 (%)	206.90	167.93	119.60	111.49
经营现金流动负债比 (%)	1.88	14.04	32.10	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	1.42
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 公司本部有息债务未经调整, 2023 年三季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, “--”表示指标不适用, \*表示无意义  
资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

**附件 2-3 主要财务数据及指标** (担保方合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	621.41	977.99	1049.57	1225.49
资产总额 (亿元)	4369.68	6588.39	7235.63	8330.90
所有者权益 (亿元)	1195.29	1739.59	2002.89	2007.47
短期债务 (亿元)	346.33	490.80	566.54	985.66
长期债务 (亿元)	770.11	990.42	1034.81	1047.35
全部债务 (亿元)	1116.44	1481.22	1601.35	2033.01
营业总收入 (亿元)	4423.72	7195.76	8473.74	1713.87
利润总额 (亿元)	150.27	189.54	153.91	13.86
EBITDA (亿元)	184.14	229.72	199.21	--
经营性净现金流 (亿元)	98.78	-2.75	151.95	-124.42
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	40.41	59.56	50.51	--
存货周转次数 (次)	2.11	2.43	2.29	--
总资产周转次数 (次)	1.14	1.31	1.23	--
现金收入比 (%)	114.50	122.42	112.74	144.86
营业利润率 (%)	5.02	3.55	3.69	2.55
总资本收益率 (%)	5.67	5.12	3.73	--
净资产收益率 (%)	9.04	7.86	5.18	--
长期债务资本化比率 (%)	39.18	36.28	34.07	34.29
全部债务资本化比率 (%)	48.29	45.99	44.43	50.32
资产负债率 (%)	72.65	73.60	72.32	75.90
流动比率 (%)	162.41	154.38	152.56	140.75
速动比率 (%)	62.67	59.17	62.25	63.97
经营现金流流动负债比 (%)	4.43	-0.08	3.78	--
现金短期债务比 (倍)	1.79	1.99	1.85	1.24
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.98	8.19	6.51	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.06	6.45	8.04	--

注: 2023年1-3月财务数据未经审计

资料来源: 联合资信根据公开资料整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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

## 附件 4-4 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信主体主动评级或公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA<sub>pi</sub>、AA<sub>pi</sub>、A<sub>pi</sub>、BBB<sub>pi</sub>、BB<sub>pi</sub>、B<sub>pi</sub>、CCC<sub>pi</sub>、CC<sub>pi</sub>和C<sub>pi</sub>。除AAA<sub>pi</sub>级、CCC<sub>pi</sub>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。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	不能偿还债务

## 联合资信评估股份有限公司关于联发集团有限公司 2024 年度第三期中期票据的 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信用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。