

联发集团有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行
公司债券（第二期）信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕10089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 2024 年公司债券（第二期）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 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）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：

二〇二四年十一月一日

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

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

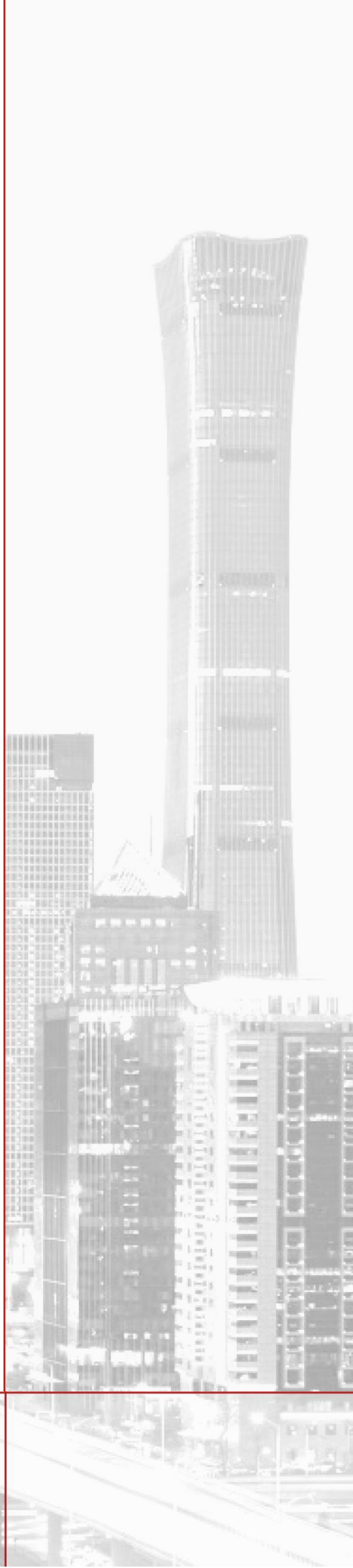
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、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。

六、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。

七、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。

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 年面向专业投资者 公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA+/稳定	AAA/稳定	2024/11/01

债项概况 本期债项发行规模为不超过 5 亿元（含）。本期债项分为两个品种，其中品种一为 8 年期，附第 3、5 年末联发集团有限公司（以下简称“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 10 年期，附第 5 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。本期债项每年支付利息，到期一次性偿还本金。本期债项募集资金扣除发行费用后，拟全部用于置换已用于偿还到期公司债券的自有资金。本期债项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。

评级观点 公司作为厦门地区知名房地产企业，在股东背景、开发经验等方面具有较大优势。公司房地产开发经验较为丰富，市场竞争实力较强，2023 年公司行业销售排名有所上升。截至 2024 年 3 月底，公司并表口径剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积）为 418.54 万平方米，相对于公司过往销售情况剩余可售面积较为充足；但当前房地产市场景气度不佳，后续去化面临压力。公司过往房地产开发业务毛利率偏低，2023 年伴随行业调整销售费用有所增多，叠加资产减值损失持续对利润造成侵蚀，营业利润转负。公司债务期限结构良好、债务负担处于合理水平。考虑到房地产行业持续调整及公司目前可售项目区域分布情况，公司整体盈利能力与偿债指标仍将持续承压。本期债项由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，其担保对本期债项的到期还本付息具有显著的积极作用。

个体调整：无。

外部支持调整：股东背景强，对公司支持力度大。

评级展望 伴随房地产市场深度调整以及公司投资力度放缓，公司销售与盈利能力仍将面临一定压力。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司股东对公司持续增资，或公司在股东体系内地位得到提升，并从公司管理和资源获取上给予更多支持。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司盈利能力下降；偿债指标减弱。

优势

- **公司房地产开发经验丰富。**截至 2024 年 3 月底，公司累计开发面积 3210.92 万平方米，开发经验丰富。
- **公司债务负担合理，债务结构良好。**公司债务负担处于合理水平，截至 2023 年底全部债务资本化比率 50.95%，且债务结构以长期为主。
- **股东为公司提供一定支持。**公司股东综合实力强，且可为公司融资方面提供支持，目前公司公开市场债务融资可获得公司股东的担保。

关注

- **房地产行业持续调整。**伴随 2021 年下半年以来房地产市场大幅降温，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。2023 年，公司存货中开发产品占比大幅提升，叠加公司主要城市布局房地产市场景气度不佳，未来去化面临压力。
- **公司毛利率较低，盈利能力弱。**公司毛利率持续处于较低水平，且非经常性损益对公司利润影响较大，整体盈利能力偏弱。
- **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。**公司在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。公司项目以合作开发为主，行业下行阶段项目管控难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求。截至 2023 年底，公司少数股东权益占 58.92%，权益稳定性弱。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 房地产企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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	4
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		3
指示评级				aa
个体调整因素：				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明：无。

外部支持变动说明：无。

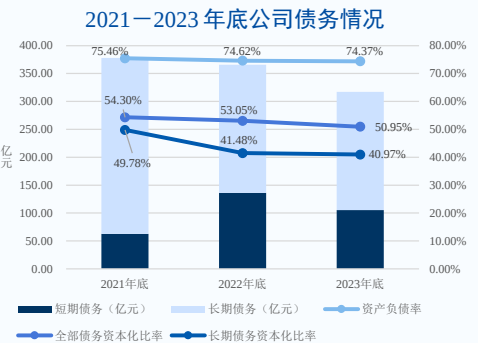
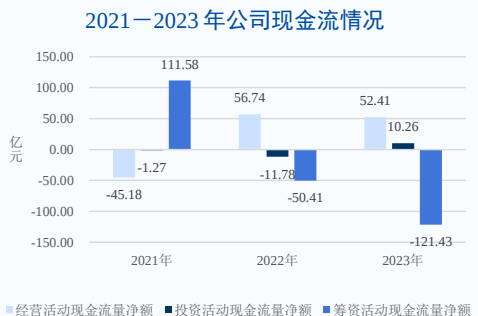
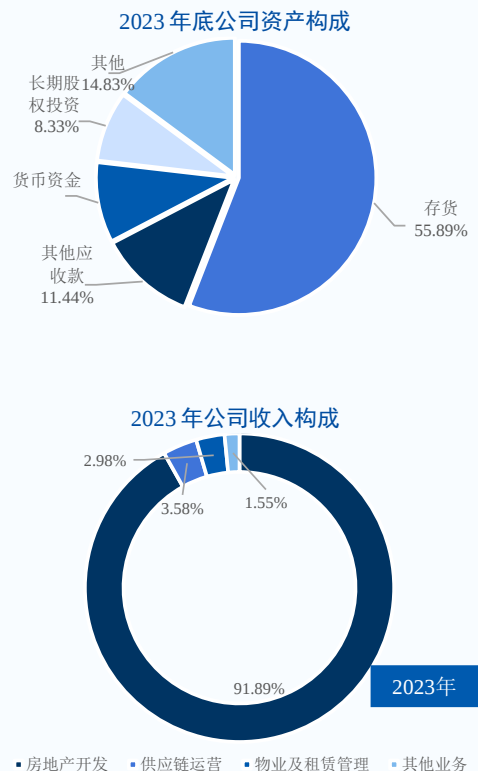
主要财务数据

合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	180.55	188.06	122.05	116.63
资产总额（亿元）	1296.49	1274.91	1190.27	1229.67
所有者权益（亿元）	318.15	323.60	305.07	310.57
短期债务（亿元）	62.65	136.29	105.23	96.49
长期债务（亿元）	315.38	229.39	211.71	252.84
全部债务（亿元）	378.03	365.68	316.94	349.33
营业总收入（亿元）	273.00	314.66	288.23	15.45
利润总额（亿元）	19.05	8.94	3.19	-1.37
EBITDA（亿元）	24.03	12.73	8.42	--
经营性净现金流（亿元）	-45.18	56.74	52.41	-25.99
营业利润率（%）	8.79	6.12	6.54	12.25
净资产收益率（%）	3.31	0.61	0.35	--
资产负债率（%）	75.46	74.62	74.37	74.74
全部债务资本化比率（%）	54.30	53.05	50.95	52.94
流动比率（%）	180.30	160.63	150.41	157.93
经营现金流动负债比（%）	-6.90	7.97	7.85	--
现金短期债务比（倍）	2.88	1.38	1.16	1.21
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	0.69	0.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.73	28.73	37.65	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	442.56	459.26	459.54	484.76
所有者权益（亿元）	103.48	129.87	137.10	133.85
全部债务（亿元）	132.00	142.45	150.67	164.98
营业总收入（亿元）	8.73	4.31	4.33	0.39
利润总额（亿元）	13.36	20.66	15.32	-3.09
资产负债率（%）	76.62	71.72	70.17	72.39
全部债务资本化比率（%）	56.06	52.31	52.36	55.21
流动比率（%）	167.93	119.60	123.54	127.75
经营现金流动负债比（%）	14.04	32.10	-13.26	--

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 2024 年 1—3 月财务数据未经审计；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

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

公司名称	信用等级	签约销售金额 (亿元)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	销售净利率 (%)	资产负债率 (%)
公司	AA ⁺	403.45	1190.27	305.07	288.23	3.19	0.38	74.37
中交地产	AA ⁺	373.61	1226.44	176.75	324.68	-8.06	-4.53	85.59
信达地产	AA ⁺	195.05	826.55	252.72	114.20	8.76	5.27	69.43

注：中交地产股份有限公司简称为中交地产，信达地产股份有限公司简称为信达地产
资料来源：Wind

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺ /稳定	2024/09/09	赵兮 蒋旭	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	2015/06/29	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编号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：赵兮 zhaoxi@lhratings.com

项目组成员：卢瑞 lurui@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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 2024 年 3 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”）。

公司主营业务包括房地产开发、供应链运营、物业及租赁管理，按照联合资信行业分类标准划分为房地产行业。

截至 2024 年 3 月底，公司内设投资与客户研究部、产品研发部、营销管理部、运营管理部等多个职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 1190.27 亿元，所有者权益 305.07 亿元（含少数股东权益 179.75 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 288.23 亿元，利润总额 3.19 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 1229.67 亿元，所有者权益 310.57 亿元（含少数股东权益 186.67 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 15.45 亿元，利润总额-1.37 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、本期债项概况

公司拟发行联发集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）（以下简称“本期债项”），本期债项发行金额为不超过 5 亿元（含）。本期债项分为两个品种，其中品种一为 8 年期，附第 3、5 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 10 年期，附第 5 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。本期债项票面利率为固定利率，将根据网下询价簿记结果由公司与主承销商协商确定。本期债项采用单利计息，付息频率为按年付息。本期债项到期一次性偿还本金。

本期债项募集资金扣除发行费用后，拟全部用于置换已用于偿还到期公司债券的自有资金。

本期债项由建发股份提供连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年上半年，外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升，国内结构调整持续深化等带来新挑战，经济增速有所回落，随着逆周期调控政策加力，经济整体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月政治局会议精神，积极财政和稳健货币靠前发力，落实大规模设备更新和消费品以旧换新，落实增发国债，调整房地产政策。

2024 年上半年，国民经济运行总体平稳。上半年国内生产总值 61.7 万亿元，同比增长 5.0%。二季度国内生产总值同比增长 4.7%，增速比一季度有所回落；增速回落有雨涝灾害多发等短期因素的影响，也反映出当前困难挑战有所增多，国内有效需求不足、大循环不畅等问题。信用环境方面，上半年稳健的货币政策灵活适度、精准有效，强化逆周期调节，货币信贷和社会融资规模合理增长，综合融资成本稳中有降，流动性合理充裕。下半年，货币政策将加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型；保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱；把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革；完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

展望下半年，党的二十届三中全会对进一步全面深化改革、推进中国式现代化作出了战略部署，进一步凝聚社会共识、解放和发展社会生产力。要完成全年经济增长目标，就要进一步加大逆周期调节力度，用好用足增发国债，继续降低实体经济融资成本，扩大消费，优化房地产政策。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年半年报）](#)》。

四、行业分析

2024 年上半年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下销售降幅有所收窄，但库存去化周期上升压力持续加大，短期内去库存将是行业重点。在房地产市场供求关系发生重大变化的背景下，2024 年以来，中央以

“去库存”作为政策导向，宽松政策频出，在降低购房门槛及购房成本的同时鼓励地方国企“收储”，加快构建房地产发展新模式；融资层面继续推动已出台金融政策的落地见效。宽松政策的频出仅阶段性刺激了市场需求，持续性的需求端信心修复仍需一定时间。完整版行业分析详见[《2024年半年度房地产行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司房地产开发经验较为丰富，市场竞争实力较强。

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，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。截至 2024 年 3 月底，公司累计开发面积 3210.92 万平方米，开发经验丰富。2023 年，公司克而瑞权益口径销售排名 36 名，较 2022 年的 46 名有所提升。

2 信用记录

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 9 月 20 日，公司无不良或关注类信贷信息。

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 10 月底，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

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，公司投资与客户研究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，并配合投资与客户研究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》，经投资与客户研究

部、公司本部分管领导审核同意后，由投资与客户研究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，由投资与客户研究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，新区域由投资与客户研究部负责。

项目开发建设方面，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、重大事项

公司收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“红星美凯龙”）6%股权，2023 年确认较大规模营业外收入，对当期利润影响较大，但不具备可持续性。2023 年，红星美凯龙利润总额为负，后续业绩改善情况有待关注。

2023 年 6 月 21 日，红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“红星控股”）将所持红星美凯龙 23.95%股份转让予建发股份，将所持红星美凯龙 6%股份转让予子公司。公司参考第三方评估机构的评估金额后最终确认合并日可辨认净资产的公允价值，并将交易对价与可辨认净资产的公允价值的差额确认为营业外收入，2023 年度上述交易对公司营业外收入金额的影响为 19.27 亿元。

2023 年，红星美凯龙营业收入 115.15 亿元，同比下降 18.55%；受计提资产减值准备和信用减值准备、投资性房地产公允价值下降等因素影响，利润总额-22.73 亿元，红星美凯龙后续业绩改善情况有待关注。

八、经营分析

1 经营概况

公司房地产开发业务毛利率偏低，考虑到近年来房地产市场景气度不高，预计毛利率短期内仍难出现较大改善。

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 1.42%，其中 2023 年同比下降 8.40%，主要系房地产开发收入和供应链运营收入下降所致。收入构成方面，公司营业总收入以房地产开发收入为主，2023 年房地产开发收入占比 91.89%。2023 年，公司期末在建面积下降较快，伴随新开工面积下降以及存量项目陆续竣工交付，未来收入仍存在一定下降压力。

毛利率方面，公司综合毛利率随房地产开发业务毛利率有所波动。2022 年，公司综合毛利率有所下降；2023 年企稳并小幅回升；2024 年 1—3 月，公司综合毛利率进一步回升，但仍处于较低水平。近年来房地产市场销售价格承受较大压力，叠加前期拿地成本偏高，预计公司毛利率短期内仍面临压力。

图表 1 • 2021—2023 年及 2024 年 1—3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	227.09	83.18%	9.13%	284.29	90.35%	5.59%	264.84	91.89%	5.84%	8.26	53.44%	12.59%
供应链运营	33.03	12.10%	0.66%	18.73	5.95%	1.21%	10.33	3.58%	2.91%	4.29	27.75%	2.02%
物业及租赁管理	8.21	3.01%	37.55%	7.83	2.49%	39.25%	8.59	2.98%	33.74%	2.42	15.67%	37.58%
其他业务	4.67	1.71%	26.09%	3.81	1.21%	9.68%	4.47	1.55%	27.64%	0.49	3.14%	14.31%
合计	273.00	100.00%	9.25%	314.66	100.00%	6.22%	288.23	100.00%	6.90%	15.45	100.00%	13.63%

资料来源：公司提供，联合资信整理

2 业务经营分析

（1）土地储备与投资

2021—2023 年，公司权益口径新增土地储备金额波动下降，新增土地楼面地价波动上升；2024 年一季度未获取新增项目储备；公司尚未开工土地储备中鄂州项目占比高，且获取时间较早，需关注其后续开发及销售去化情况。公司未开工土地储备规模较小，未来面临一定补货压力。

2022 年，公司新进入上海区域，拿地区域向高能级城市聚焦，新获取项目楼面价大幅上升。2023 年，公司新增获取土地 13 块，新获取土地地上计容建筑面积前五大区域分别为重庆（占 19.65%）、南昌（占 16.42%）、厦门（占 15.75%）、莆田（占 15.61%）

和南京（占 11.78%），受拿地区域结构差异影响拿地均价有所回落，但权益占比有所上升。2024 年 1—3 月，公司未新获取项目储备。

图表 2 • 公司获取土地储备情况（单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
新增项目数量	25	13	13	--
新增土地储备建筑面积-全口径	214.08	79.59	107.01	--
新增土地储备建筑面积-权益口径	137.32	32.61	77.89	--
新增土地储备金额-全口径	275.85	216.04	151.09	--
新增土地储备金额-权益口径	152.17	78.02	104.51	--
新增土地储备金额权益比例	55.17%	36.12%	69.17%	--
新增土地储备楼面地价-全口径	1.29	2.70	1.41	/

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2024 年 3 月底，公司未开工土地储备的计容建筑面积为 117.10 万平方米，共涉及 5 个项目，其中 2 个项目位于鄂州（合计占比 73.55%），其他项目分别位于南昌（占比 9.03%）、柳州（占比 6.74%）和广州（占比 10.68%），公司未开工土地储备中鄂州项目占比偏高，且获取时间较早，开发进度较慢。公司未开工土地储备规模较小，未来面临一定补货压力。

（2）项目开发建设

伴随行业调整公司新开工面积逐年下降；期末在建面积仍较大，面临一定资金支出压力。2023 年，公司期末在建面积下降较快，伴随新开工面积下降以及存量项目陆续竣工交付，未来收入存在一定下降压力。

2021—2023 年，伴随行业调整与公司拿地整体收缩，公司新开工面积逐年下降。伴随前期所获取项目逐步达到交付条件，公司竣工面积逐年增长。2021—2023 年末，公司期末在建面积逐年下降。

图表 3 • 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
新开工面积	488.09	147.00	90.15	21.09
房屋竣工面积	324.34	329.75	381.07	9.12
期末在建面积	987.37	804.62	513.70	525.67

注：统计口径为全口径

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2024 年 3 月底，公司并表在建项目全口径计划总投资额 651.07 亿元，尚需投资 154.96 亿元，面临一定资金支出压力。同时，公司项目以合作开发为主，需关注行业下行期合作方风险。

（3）房地产销售

2021—2023 年，公司协议销售面积逐年下降，协议销售均价逐年增长；2024 年一季度，公司协议销售均价有所回落。考虑到公司剩余可售项目储备区域集中度偏高且当前房地产市场景气度不佳，后续去化面临压力。

2021—2023 年，公司协议销售面积逐年下降，2023 年公司协议销售面积同比下降约 7.93%。伴随前期所获取高能级城市项目逐步推售，2023 年公司协议销售均价增长至 2.56 万元/平方米。

图表 4 • 公司房地产销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

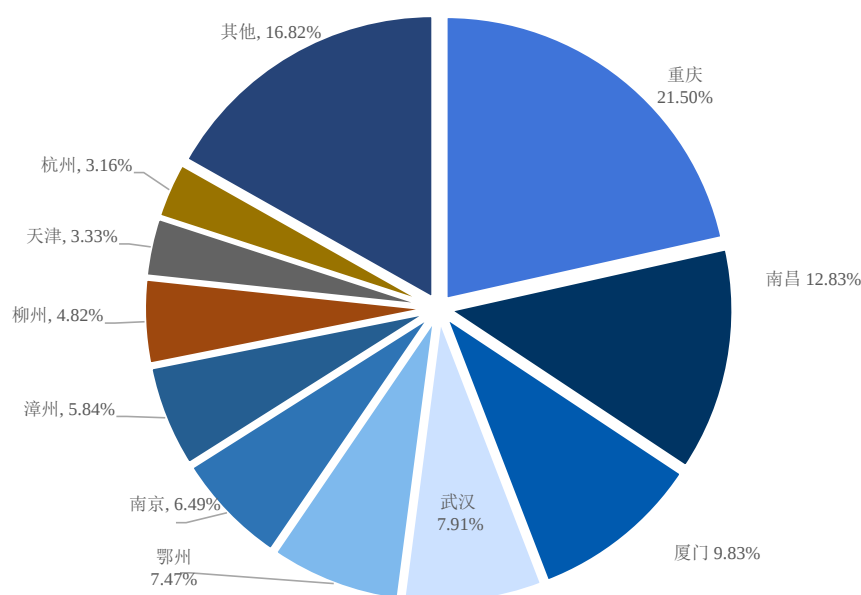
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
协议销售面积	266.36	170.85	157.31	20.73
协议销售金额	421.80	315.26	403.45	40.20
协议销售均价	1.58	1.85	2.56	1.94

注：统计口径为全口径

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2024 年 3 月底，公司并表口径剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积，下同）为 418.54 万平方米，相对于公司过往销售情况剩余可售面积较为充足；区域分布情况如图表 5 所示，其中前十大城市占比超过 80%，当前房地产市场景气度不佳，后续去化面临压力。

图 5 • 截至 2023 年底公司剩余可售项目区域分布



资料来源：公司提供，联合资信整理

3 经营效率

2021—2023 年，公司经营效率指标总体变化不大。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司存货周转次数分别为 0.34 次、0.37 次和 0.37 次，整体小幅上升；总资产周转次数分别为 0.24 次、0.24 次和 0.23 次，变化不大。与同行业上市公司比较情况看，公司经营效率指标处于一般水平。

图 6 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	中交地产股份有限公司	信达地产股份有限公司
存货周转次数（次）	0.37	0.29	0.22
流动资产周转次数（次）	0.27	0.27	0.19
总资产周转次数（次）	0.23	0.25	0.13

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind，联合资信与 Wind 计算口径存在一定差异
资料来源：Wind

4 未来发展

公司未来规划维持一定销售规模，投资端预计仍保持一定强度；公司拿地区域以高能级城市为主，土地市场面临一定竞争压力。

未来，公司规划在房地产市场维持适当销售规模，同时提升投资兑现度，改善利润水平。拿地区域上将聚焦、收敛，聚焦高能级城市、有产业与人口支撑的城市，三四线城市投入预计会减少。

九、财务分析

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021—2023 年度财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留审计意见。公司 2024 年 1—3 月财务数据未经审计。

1 资产质量

2021—2023 年末，伴随行业深度调整与公司整体拿地规模收缩，公司资产规模持续下降。公司资产主要由房地产板块及合作开发业务形成的相关资产构成，其可变现能力与账面价值在行业下行阶段均面临一定压力。2024 年一季度，在存货增长带动下公司资产规模再次回升。

公司资产结构符合房地产开发企业资产结构特征，主要由房地产板块及合作开发业务形成的相关资产构成。2021—2023 年末，伴随行业下行公司资产规模持续下降。截至 2023 年底，公司货币资金 113.20 亿元，较上年底下降 36.19%，主要系偿还较大规模债务所致。截至 2023 年底，公司其他应收款较上年底增长 3.36%，其他应收款主要由建发股份合并范围外及合作方经营往来款项构成，在市场调整阶段面临一定资金回收风险。伴随拿地规模下降，公司存货账面价值逐年下降，截至 2023 年底较年初下降 13.76%；其中开发成本占比 72.02%，开发产品占比 27.47%，开发产品占比较上年底提升 16.55 个百分点，需关注公司存货去化速度及跌价风险。公司长期股权投资逐年增长，截至 2023 年底，公司长期股权投资较上年底增长 138.56%，主要系增加对红星美凯龙投资所致。公司投资性房地产逐年增长，截至 2023 年底，公司投资性房地产较上年底增长 19.81%，主要系在建工程转入所致；公司投资性房地产采用公允价值计量模式，面临一定公允价值变动风险。资产受限方面，截至 2023 年底，公司受限资产占总资产的比例为 8.93%。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1180.19	91.03%	1143.36	89.68%	1003.88	84.34%	1041.93	84.73%
货币资金	180.21	13.90%	177.40	13.91%	113.20	9.51%	100.76	8.19%
其他应收款	112.85	8.70%	131.91	10.35%	136.34	11.45%	148.77	12.10%
存货	833.96	64.32%	771.42	60.51%	665.27	55.89%	716.57	58.27%
非流动资产	116.30	8.97%	131.55	10.32%	186.39	15.66%	187.74	15.27%
长期股权投资	31.74	2.45%	41.54	3.26%	99.10	8.33%	98.90	8.04%
投资性房地产	49.86	3.85%	50.26	3.94%	60.22	5.06%	60.45	4.92%
资产总额	1296.49	100.00%	1274.91	100.00%	1190.27	100.00%	1229.67	100.00%

注：占比指单个资产科目占同期末资产总额的比重
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 8 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	受限账面价值（亿元）	受限比例
货币资金	1.46	1.29%
存货	93.47	14.05%
投资性房地产	11.15	18.51%
固定资产	0.11	3.94%
长期股权投资	0.10	0.10%
合计	106.28	8.93%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 1229.67 亿元，较上年底增长 3.31%，主要系房地产项目持续投入使得存货增多所致。

2 资本结构

（1）所有者权益

公司所有者权益中少数股东权益占比高，所有者权益稳定性弱。

2021—2023 年末，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 2.08%。截至 2023 年底，公司所有者权益 305.07 亿元，较上年底下降 5.73%，主要系其他权益工具、未分配利润和少数股东权益下降所致。其中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益分别占 6.88%、3.28%、0.46%、1.29%、25.61%和 58.92%，所有者权益结构稳定性偏弱。

截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益合计 310.57 亿元，较上年底增长 1.80%，主要系少数股东权益增加所致。

（2）负债

2021—2023 年末，公司负债规模和债务规模逐年下降，但 2024 年一季度再次回升。公司债务结构上以长期债务为主，但债券融资占比偏高，刚性偿债支出压力较大。

2021—2023 年末，公司负债规模持续下降，年均复合下降 4.88%。公司负债以流动负债为主，2023 年末负债结构较上年底变化不大。2021—2023 年末，公司其他应付款波动增长；截至 2023 年底，公司其他应付款较上年底增长 41.82%，主要系往来款项增加所致。2021—2023 年末，公司合同负债持续下降，年均复合下降 6.25%。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	654.56	66.91%	711.78	74.82%	667.42	75.40%	659.76	71.78%
应付账款	66.71	6.82%	74.89	7.87%	74.68	8.44%	56.63	6.16%
其他应付款	83.92	8.58%	78.57	8.26%	111.43	12.59%	112.46	12.24%
一年内到期的非流动负债	54.29	5.55%	118.55	12.46%	74.68	8.44%	58.60	6.38%
合同负债	388.80	39.74%	381.61	40.11%	341.71	38.60%	359.04	39.06%
非流动负债	323.78	33.09%	239.53	25.18%	217.78	24.60%	259.34	28.22%
长期借款	185.17	18.93%	147.65	15.52%	98.50	11.13%	125.12	13.61%
应付债券	102.08	10.43%	76.46	8.04%	111.77	12.63%	126.23	13.73%
负债总额	978.33	100.00%	951.31	100.00%	885.20	100.00%	919.10	100.00%

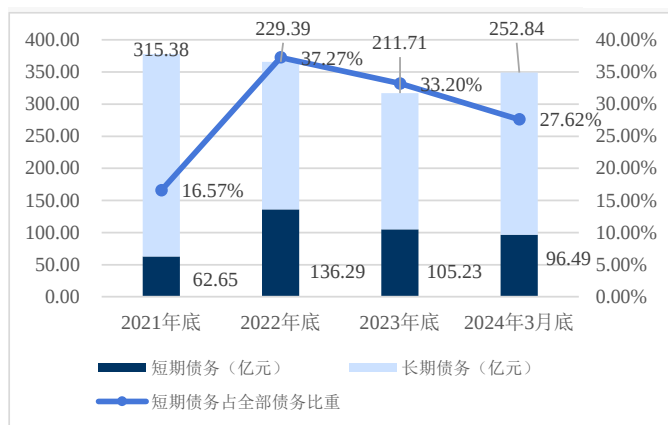
注：占比指单个负债科目占同期末负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额 885.20 亿元，较上年底增多 3.83%，主要系新增融资增多所致。

2021—2023 年末，公司全部债务持续下降，年均复合下降 8.44%。截至 2023 年底，公司全部债务 316.94 亿元，较上年底下降 13.33%。从债务指标来看，2021—2023 年末，公司调整后资产负债率波动增长，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降。

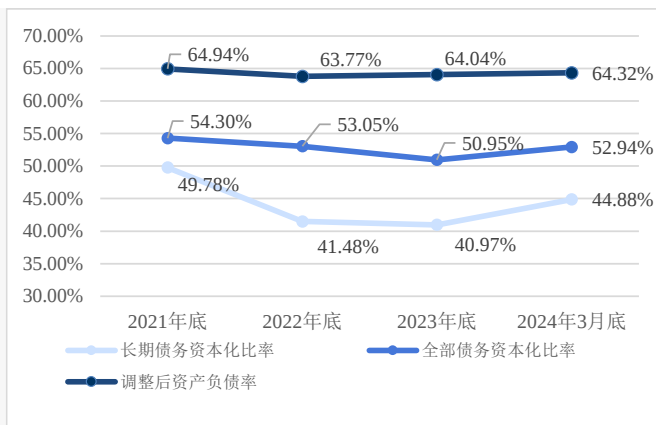
2024 年 1—3 月，公司为后续资金需求进行储备，新增融资增多，截至 2024 年 3 月底债务规模和相关债务指标较上年底再次增长。从期限分布看，公司债务以长期债务为主。从融资结构看，截至 2024 年 3 月底，公司融资结构中，银行贷款占比 54.15%，债券融资占比 45.85%，债券融资占比偏高，刚性偿债支出压力较大，需关注债券市场融资环境波动对公司的影响。

图表 10 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 11 • 公司债务指标



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 12 • 截至 2024 年 3 月底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

到期时间	2024 年 4—12 月	2025 年	2026 年	2027 年及以后	合计
短期借款	7.56	13.98	0.00	0.00	21.54
其他流动负债	16.19	0.00	0.00	0.00	16.19
一年内到期的非流动负债	50.65	7.82	0.00	0.00	58.47
长期借款	0.00	25.67	36.05	63.39	125.12
应付债券	0.00	0.71	3.98	121.54	126.23

合计	74.40	48.18	40.03	184.93	347.55
占比	21.41%	13.86%	11.52%	53.21%	100.00%

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

3 盈利能力

2021—2023 年，公司收入规模和营业利润率有所波动，其中 2023 年伴随行业调整销售费用有所增多，叠加资产减值损失持续对利润造成侵蚀，营业利润转负。2023 年公司确认了较大规模营业外收入，但可持续性较低，未来盈利能力仍承压。

2021—2023 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 1.42%，但受开发业务结算规模下降和供应链运营业务会计核算由总额法改成净额法影响 2023 年同比下降 8.40%。2021—2023 年，公司营业利润率分别为 8.79%、6.12%和 6.54%，伴随房地产开发业务毛利率波动而有所波动。期间费用方面，2021—2023 年，公司费用总额波动上升，年均复合增长 13.55%，其中 2023 年同比增长 31.66%主要系销售费用增多所致。2021—2023 年，公司处置股权投资产生的投资收益逐年下降，叠加资产减值损失逐年扩大，2023 年营业利润转为-16.42 亿元。2023 年，公司营业外收入 19.68 亿元，公司将收购红星美凯龙 6%股份的交易对价与取得红星美凯龙可辨认净资产的公允价值的差额计入营业外收入，2023 年度上述交易对本公司营业外收入金额的影响为 19.27 亿元。投资收益和营业外利润对公司利润总额影响较大，较难可持续，未来利润仍然承压。

2024 年 1—3 月，受结转项目毛利率上升影响，公司营业利润率有所回升。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	273.00	314.66	288.23	15.45
营业成本	247.75	295.10	268.33	13.35
费用总额	13.62	13.34	17.57	2.38
资产减值损失	-7.51	-10.15	-14.77	--
投资收益	16.52	14.79	0.67	-0.04
营业外收入	0.12	0.15	19.68	0.04
利润总额	19.05	8.94	3.19	-1.37
营业利润率	8.79%	6.12%	6.54%	12.25%
总资本收益率	2.15%	0.72%	0.85%	--
净资产收益率	3.31%	0.61%	0.35%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 14 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	中交地产股份有限公司	信达地产股份有限公司
营业总收入（亿元）	288.23	324.68	114.20
销售毛利率	6.90%	10.46%	27.06%
销售净利率	0.38%	-4.53%	5.27%
总资产报酬率	0.40%	-0.09%	2.53%
净资产收益率	0.56%	-68.17%	2.07%

注：为了便于对比，上表公司相关数据来自 Wind，联合资信与 Wind 计算口径存在一定差异
资料来源：Wind

4 现金流

2022—2023 年公司加强现金流统筹管理，经营活动现金流转正，并压降了一定规模债务。2024 年一季度公司伴随销售下降与建安支出维持高位，经营活动现金再次净流出。考虑到公司在建项目规模较大及行业持续调整，未来对资金需求压力仍大。

2022—2023 年，伴随公司“以收定支”并加强现金流统筹管理，经营活动现金流转为净流入，但 2024 年一季度公司伴随销售下降与经营支出维持高位经营活动现金流再度净流出；公司投资活动净现金流有所波动，整体规模相对较小；伴随公司压降了

一定规模债务，2022—2023 年，公司筹资活动现金流转为净流出，但 2024 年一季度伴随经营支出扩大新增融资增多，筹资活动现金流再度净流入。

图表 15 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	445.68	341.74	281.99	38.85
经营活动现金流出小计	490.86	285.00	229.58	64.84
经营活动现金流量净额	-45.18	56.74	52.41	-25.99
投资活动现金流入小计	36.04	37.88	99.38	3.61
投资活动现金流出小计	37.31	49.66	89.11	9.74
投资活动现金流量净额	-1.27	-11.78	10.26	-6.13
筹资活动前现金流量净额	-46.45	44.96	62.67	-32.12
筹资活动现金流入小计	490.63	275.64	240.17	52.43
筹资活动现金流出小计	379.06	326.05	361.60	32.90
筹资活动现金流量净额	111.58	-50.41	-121.43	19.53

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

5 偿债指标

公司偿债指标整体表现一般。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	180.30%	160.63%	150.41%	157.93%
	速动比率	52.89%	52.25%	50.73%	49.32%
	经营现金流动负债比	-6.90%	7.97%	7.85%	--
	经营现金/短期债务（倍）	-0.72	0.42	0.50	--
	现金短期债务比（倍）	2.88	1.38	1.16	1.21
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	24.03	12.73	8.42	--
	全部债务/EBITDA（倍）	15.73	28.73	37.65	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.12	0.16	0.17	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	0.69	0.45	--
	经营现金/利息支出（倍）	-2.40	3.06	2.82	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从短期偿债指标看，2022—2023 年，公司经营性现金流持续为正，可对流动负债形成一定覆盖，但流动比率、速动比率和现金短期债务比逐年下降，截至 2023 年底公司现金短期债务比为 1.16 倍，考虑到房地产企业预售资金受到监管等因素，公司实际可动用货币资金对短期债务的覆盖倍数低于上述值。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，伴随 EBITDA 持续下降，EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度有所弱化；因 2022—2023 年，公司经营性现金流持续为正，对全部债务和利息支出的覆盖倍数良好。

截至 2023 年底，公司不存在重大未决诉讼情况。

截至 2023 年底，公司尚未履行及未履行完毕的对外担保总额为 7.61 亿元，占期末净资产比例为 2.49%。其中，为控股股东、实际控制人及其他关联方提供担保的金额为 7.61 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司累计获得银行授信额度 373.01 亿元，已使用授信额度 165.51 亿元，剩余可用授信额度 207.50 亿元，间接融资渠道畅通。

6 公司本部财务分析

公司本部收入规模较小，2023 年投资收益一般，但实现较大规模营业外收入；公司本部系债券融资的主要实体，考虑到公司融资结构中债券融资占比较高，而货币资金较多停留于子公司层面，需关注公司本部流动性管理及对下属公司资金管控情况。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 459.54 亿元，较上年底增长 0.06%，较上年底变化不大。其中，流动资产 243.21 亿元，非流动资产 216.32 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 7.70%）、预付款项（占 6.98%）和其他应收款（占 80.88%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 91.05%）和投资性房地产（占 7.81%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 18.73 亿元，较上年底下降 53.90%。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 322.44 亿元，较上年底下降 2.11%。其中，流动负债 196.86 亿元，非流动负债 125.57 亿元。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 77.57%）、一年内到期的非流动负债（占 14.15%）和其他流动负债（占 6.13%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 8.80%）和应付债券（占 89.01%）构成。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 137.10 亿元，较上年底增长 5.57%。

2023 年，公司本部营业总收入为 4.33 亿元，利润总额为 15.32 亿元。同期，公司本部投资收益为 2.27 亿元，营业外收入 19.27 亿元。

十、ESG 分析

作为厦门市国资委下属企业，公司治理较规范，ESG 风险可控。

作为厦门市国资委下属企业，公司治理较规范，公司各经营主体在日常生产经营中认真执行《中华人民共和国环境保护法》等环保方面的法律法规，且均不属于环境保护部门公布的重点排污单位。公司在日常经营中加强工程项目安全管理，持续完善公司安全生产责任体系，切实压实各所属企业、安全生产管理部门的安全职责，强化履职意识，近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

十一、外部支持

公司股东背景良好，可为公司融资方面提供有力支持。

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 年底，建发集团持有控股股东建发股份 45.15% 股份。厦门市国资委持有建发集团 100% 股权。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，地产业务主体为建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”）和公司。建发集团的供应链运营业务由建发股份负责经营。

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，股东对其融资方面提供有力支持。

十二、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

公司本期债项发行规模为不超过 5 亿元（含），分别占公司 2023 年底长期债务和全部债务的 2.36% 和 1.58%，对公司现有债务结构有一定影响。以 2023 年底财务数据为基础，本期债项发行后，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由 74.37%、50.95% 和 40.97% 上升至 74.48%、51.35% 和 41.53%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2 本期债项偿还能力

以 2023 年的财务数据为基础，考虑本期债项发行后，公司 2023 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；2023 年经营活动现金净流量无法覆盖发行后的长期债务；2023 年 EBITDA 对发行后长期债务的保障能力一般。

图表 17 • 本期债项偿还能力测算

项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	216.71
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.30
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.24
发行后长期债务/EBITDA（倍）	25.74

注：发行后长期债务为将本期债项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

3 债项条款及增信措施

建发股份为本期债项提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提高了本期债项本息偿付的安全性。

建发股份作为以供应链运营业务、房地产业务与家具商场运营业务为主业的上市公司，其供应链运营业务在业务规模、业务网络、运营价值链等方面具有极强的竞争优势；其房地产板块具备显著的区域品牌优势，综合开发实力极强；其家居商场管理规模位居全国第一。同时，联合资信也关注到，建发股份房地产业务开工及土地投资规模大，资金压力大幅上升、整体债务负担较重及进行重大资产重组等因素对建发股份信用水平可能带来的不利影响。

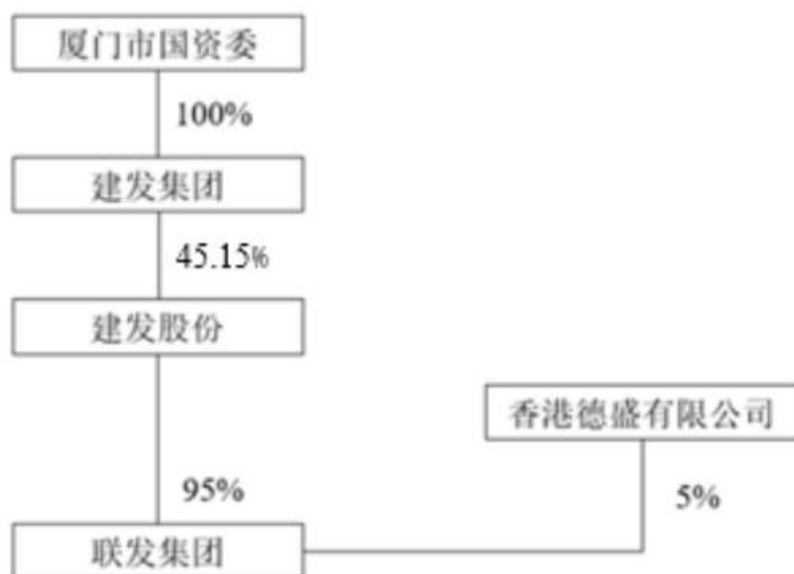
未来，建发股份在保持其业务规模和市场地位的基础上，整体竞争力及经营状况有望得以巩固。

经联合资信评定，建发股份主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定（详情请见担保方[厦门建发股份有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第四期）信用评级报告](#)）。

十三、评级结论

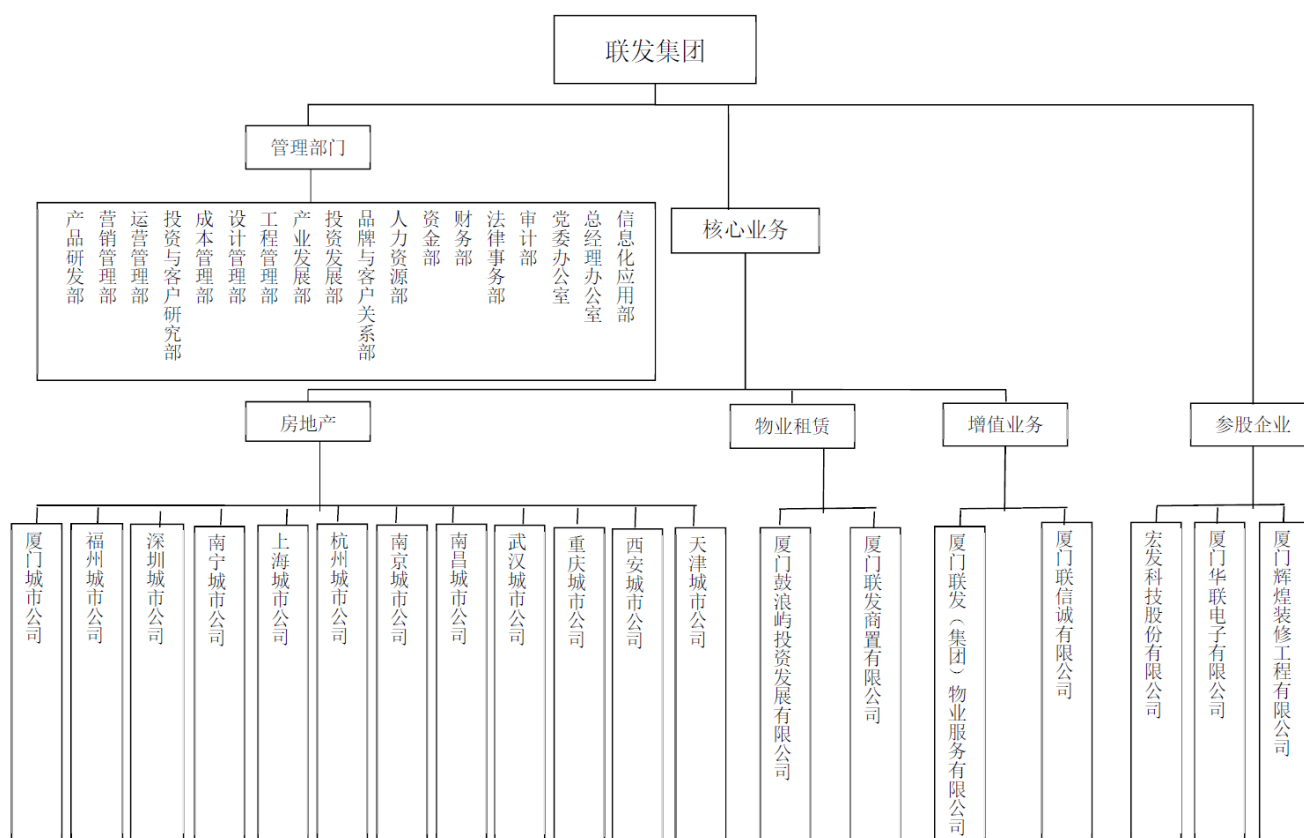
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
合肥联荣房地产开发有限公司	280000	房地产开发	--	51%	投资设立
南京联华房地产开发有限公司	272000	房地产开发	--	51%	投资设立
厦门联正悦投资有限公司	266000	资产管理、房地产开发	--	100%	投资设立
厦门联荣悦置业有限公司	266000	房地产开发	49%	--	投资设立
南昌联雅红诚房地产开发有限公司	250000	房地产开发	--	50%	投资设立
莆田联融盛置业有限公司	224000	房地产开发	--	49%	投资设立
合肥联辉房地产开发有限公司	200000	房地产开发	55%	--	投资设立
天津联投房地产开发有限公司	166000	房地产开发	--	51%	投资设立
杭州联阳房地产开发经营有限公司	158000	房地产开发	--	51%	投资设立
南京新劲联房地产开发有限公司	152400	房地产开发	--	50%	投资设立

注：上表为公司合并范围内注册资本规模排名前 10 的子公司
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	180.55	188.06	122.05	116.63
应收账款（亿元）	5.31	5.62	5.59	5.25
其他应收款（亿元）	112.85	131.91	136.34	148.77
存货（亿元）	833.96	771.42	665.27	716.57
长期股权投资（亿元）	31.74	41.54	99.10	98.90
固定资产（亿元）	1.92	3.71	2.88	2.82
在建工程（亿元）	0.93	9.03	0.05	0.05
资产总额（亿元）	1296.49	1274.91	1190.27	1229.67
实收资本（亿元）	21.00	21.00	21.00	21.00
少数股东权益（亿元）	193.11	188.96	179.75	186.67
所有者权益（亿元）	318.15	323.60	305.07	310.57
短期债务（亿元）	62.65	136.29	105.23	96.49
长期债务（亿元）	315.38	229.39	211.71	252.84
全部债务（亿元）	378.03	365.68	316.94	349.33
营业总收入（亿元）	273.00	314.66	288.23	15.45
营业成本（亿元）	247.75	295.10	268.33	13.35
其他收益（亿元）	0.19	0.18	0.23	0.02
利润总额（亿元）	19.05	8.94	3.19	-1.37
EBITDA（亿元）	24.03	12.73	8.42	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	404.90	315.97	255.93	32.00
经营活动现金流入小计（亿元）	445.68	341.74	281.99	38.85
经营活动现金流量净额（亿元）	-45.18	56.74	52.41	-25.99
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.27	-11.78	10.26	-6.13
筹资活动现金流量净额（亿元）	111.58	-50.41	-121.43	19.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	50.30	56.46	51.42	--
存货周转次数（次）	0.34	0.37	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.24	0.23	--
现金收入比（%）	148.32	100.42	88.79	207.06
营业利润率（%）	8.79	6.12	6.54	12.25
总资本收益率（%）	2.15	0.72	0.85	--
净资产收益率（%）	3.31	0.61	0.35	--
长期债务资本化比率（%）	49.78	41.48	40.97	44.88
全部债务资本化比率（%）	54.30	53.05	50.95	52.94
资产负债率（%）	75.46	74.62	74.37	74.74
调整后资产负债率（%）	64.94	63.77	64.04	64.32
流动比率（%）	180.30	160.63	150.41	157.93
速动比率（%）	52.89	52.25	50.73	49.32
经营现金流动负债比（%）	-6.90	7.97	7.85	--
现金短期债务比（倍）	2.88	1.38	1.16	1.21
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	0.69	0.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.73	28.73	37.65	--

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 2024 年 1—3 月财务数据未经审计；4. “--”代表指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	43.34	51.14	27.43	34.09
应收账款（亿元）	0.15	0.09	0.06	0.03
其他应收款（亿元）	283.74	218.47	196.70	229.98
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	75.88	159.98	196.96	196.77
固定资产（亿元）	0.21	0.22	0.70	0.67
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	442.56	459.26	459.54	484.76
实收资本（亿元）	21.00	21.00	21.00	21.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	103.48	129.87	137.10	133.85
短期债务（亿元）	19.69	55.15	27.86	27.73
长期债务（亿元）	112.31	87.30	122.82	137.26
全部债务（亿元）	132.00	142.45	150.67	164.98
营业总收入（亿元）	8.73	4.31	4.33	0.39
营业成本（亿元）	6.90	2.87	1.03	0.04
其他收益（亿元）	0.04	0.02	0.02	0.00
利润总额（亿元）	13.36	20.66	15.32	-3.09
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.30	3.69	5.70	0.37
经营活动现金流入小计（亿元）	1120.57	665.64	945.03	108.01
经营活动现金流量净额（亿元）	27.59	74.63	-26.10	-8.12
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.44	-73.67	7.01	-0.47
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.36	-3.36	-2.81	16.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	25.81	18.75	57.54	--
存货周转次数（次）	599.38	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	37.77	85.70	131.64	93.83
营业利润率（%）	17.63	28.96	72.51	73.96
总资本收益率（%）	6.63	9.61	8.01	--
净资产收益率（%）	9.67	15.27	12.63	--
长期债务资本化比率（%）	52.05	40.20	47.25	50.63
全部债务资本化比率（%）	56.06	52.31	52.36	55.21
资产负债率（%）	76.62	71.72	70.17	72.39
流动比率（%）	167.93	119.60	123.54	127.75
速动比率（%）	167.93	119.60	123.54	127.75
经营现金流动负债比（%）	14.04	32.10	-13.26	--
现金短期债务比（倍）	2.20	0.93	0.98	1.23
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司本部财务报表债务数据未经调整，一季报未经审计
 资料来源：联合资信根据财务报表整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
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-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-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

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。