

联发集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

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〔2025〕4807号

联合资信评估股份有限公司通过对联发集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持联发集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，维持“20联发01”“23联发集MTN004”“24联发集MTN002”“24联发集MTN003”“22联发01”“22联发03”“23联发01”“23联发02”“23联发03”“23联发05”“23联发06”“24联发01”“24联发03”“21联发集MTN001”“22联发集MTN001”“22联发集MTN002”“23联发集MTN001”“23联发集MTN002”“23联发集MTN003”“24联发集MTN001”“24联发集MTN004”“25联发集MTN001”“25联发集MTN002”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：

二〇二五年六月二十日

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；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。

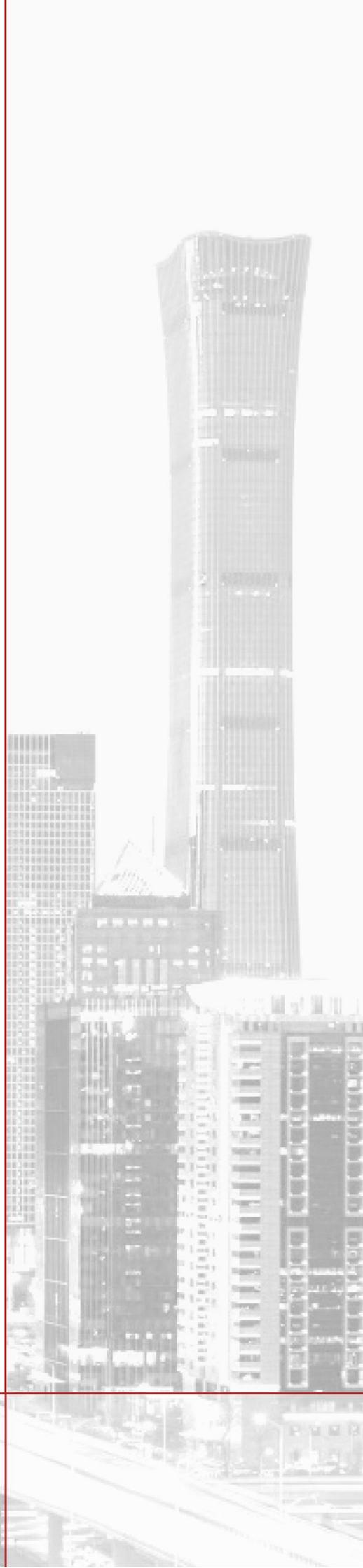
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、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。

九、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

2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
联发集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	
厦门建发股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
厦门建发集团有限公司	AAA _{pi} ¹ /稳定	AAA _{pi} /稳定	
20 联发 01/22 联发 01/22 联发 03 23 联发 01/23 联发 02/23 联发 03 23 联发 05/23 联发 06/24 联发 01 24 联发 03/21 联发集 MTN001			2025/06/20
22 联发集 MTN001/22 联发集 MTN002 23 联发集 MTN001/23 联发集 MTN002 23 联发集 MTN003/23 联发集 MTN004 24 联发集 MTN001/24 联发集 MTN002 24 联发集 MTN003/24 联发集 MTN004 25 联发集 MTN001/25 联发集 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

联发集团有限公司（以下简称“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。截至 2025 年 3 月底，公司全口径剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积）较为充足，但区域集中度偏高且当前房地产市场景气度不佳，存量项目利润空间有限，且后续去化面临压力。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；公司存货中开发产品占比偏高，去化压力大，且面临存货减值压力。公司债务结构以长期债务为主，且债务负担处于合理水平。公司过往房地产开发业务毛利率偏低，2024 年伴随资本化利息减少、资产减值损失增多以及非经常性损益大幅下降等因素影响，利润总额转负，公司个体信用表现有所下降。但考虑到公司股东对公司支持力度大、公司融资能力强等因素，公司实际偿债能力仍强。

公司发行的“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）提供不可撤销连带责任保证担保，“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“24 联发 01”“24 联发 03”“21 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”“24 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN001”“25 联发集 MTN002”由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供不可撤销连带责任保证担保，建发集团与建发股份的担保实力极强，其担保对于保障债券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，但依托股东对公司发展的持续支持，公司信用状况有望保持稳定。

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：公司股东对公司支持意愿下降；公司持续大幅亏损，带动净资产大幅下降。

¹ 此评级为公开评级结果。

优势

- **公司房地产开发经验丰富。**截至 2024 年底，公司累计开发总建筑面积 3266.4 万平方米，项目开发经验丰富。
- **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，且债务结构以长期债务为主。
- **股东支持力度大。**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。
- **股东提供的担保对存续债券的信用状况有显著提升作用。**“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”由建发集团提供不可撤销连带责任保证担保，“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“24 联发 01”“24 联发 03”“21 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”“24 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN001”“25 联发集 MTN002”由建发股份提供不可撤销连带责任保证担保，建发集团与建发股份的担保实力极强，其担保对于保障债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

关注

- **房地产行业持续调整，项目去化压力大。**2024 年，公司存货中开发产品占比大幅提升，当前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，2024 年，伴随非经常性损益大幅减少，公司利润总额转为负。
- **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。公司合作开发规模大，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 2024 年底，公司少数股东权益占比高，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	F3	现金流	资产质量	2
			盈利能力	5
			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				+2
评级结果				AA ⁺

个体信用状况变动说明: 由于公司 2024 年亏损带动盈利能力得分下降, 公司指示评级由上次评级的 aa 变动为 aa⁻。

外部支持变动说明: 考虑到公司公开市场债务融资均由公司股东担保, 股东与对其支持力度与救助意愿很强, 公司外部支持由上次评级的上调 1 个子级调整为上调 2 个子级。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况, 并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

评级模型使用说明: 评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

主要财务数据

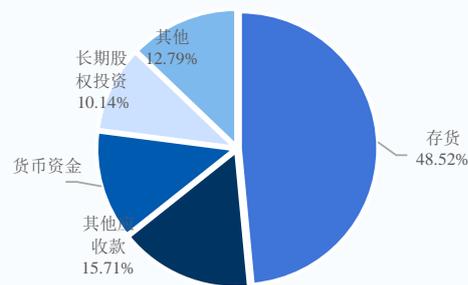
合并口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
现金类资产 (亿元)	188.06	122.05	139.03	167.74
资产总额 (亿元)	1274.91	1190.27	1004.12	1079.49
所有者权益 (亿元)	323.60	305.07	298.52	302.96
短期债务 (亿元)	136.29	105.23	49.88	43.55
长期债务 (亿元)	229.39	211.71	300.17	315.25
全部债务 (亿元)	365.68	316.94	350.04	358.81
营业总收入 (亿元)	314.66	288.23	361.34	26.27
利润总额 (亿元)	8.94	3.19	-12.86	-1.36
EBITDA (亿元)	12.73	8.42	-5.80	--
经营性净现金流 (亿元)	56.74	52.41	-17.09	3.80
营业利润率 (%)	6.12	6.54	7.57	0.20
净资产收益率 (%)	0.61	0.35	-6.25	--
资产负债率 (%)	74.62	74.37	70.27	71.94
全部债务资本化比率 (%)	53.05	50.95	53.97	54.22
流动比率 (%)	160.63	150.41	206.62	196.71
经营现金流流动负债比 (%)	7.97	7.85	-4.27	--
现金短期债务比 (倍)	1.38	1.16	2.79	3.85
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.69	0.45	-0.36	--
全部债务/EBITDA (倍)	28.73	37.65	-60.34	--

公司本部口径				
项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
资产总额 (亿元)	459.26	459.54	454.94	515.75
所有者权益 (亿元)	129.87	137.10	124.89	122.10
全部债务 (亿元)	142.45	150.67	175.12	173.47
营业总收入 (亿元)	4.31	4.33	3.87	0.50
利润总额 (亿元)	20.66	15.32	-2.80	-0.76
资产负债率 (%)	71.72	70.17	72.55	76.33
全部债务资本化比率 (%)	52.31	52.36	58.37	58.69
流动比率 (%)	119.60	123.54	153.41	138.50
经营现金流流动负债比 (%)	32.10	-13.26	-8.54	--

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 2025 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

2024 年底公司资产构成



公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

公司债务情况



■ 短期债务 ■ 长期债务 ■ 全部债务资本化比率 ■ 长期债务资本化比率

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日	特殊条款
20 联发 01	20.00	0.71	2025-08-25	回售,调整票面利率
22 联发 01	5.00	5.00	2028-08-26	赎回,调整票面利率,回售,交叉保护,偿债保障承诺
22 联发 03	10.80	10.80	2028-11-01	赎回,调整票面利率,回售,交叉保护,偿债保障承诺
23 联发 01	10.00	10.00	2029-03-20	赎回,调整票面利率,回售,交叉保护,偿债保障承诺
23 联发 02	5.00	5.00	2029-03-20	赎回,调整票面利率,回售,交叉保护,偿债保障承诺
23 联发 03	5.00	5.00	2029-05-04	赎回,调整票面利率,回售,交叉保护,偿债保障承诺
23 联发 05	10.09	10.09	2029-12-27	赎回,调整票面利率,回售,交叉保护,偿债保障承诺
23 联发 06	9.20	9.20	2029-12-27	赎回,调整票面利率,回售,交叉保护,偿债保障承诺
24 联发 01	10.00	10.00	2033-10-25	回售,交叉保护,偿债保障承诺,赎回,调整票面利率
24 联发 03	5.00	5.00	2032-11-21	回售,交叉保护,偿债保障承诺,赎回,调整票面利率
21 联发集 MTN001	9.00	9.00	2028-09-03	交叉保护,财务指标承诺,调整票面利率,回售
22 联发集 MTN001	5.00	0.30	2029-02-25	交叉保护,财务指标承诺,调整票面利率,回售
22 联发集 MTN002	7.50	7.50	2028-08-10	交叉保护,财务指标承诺,调整票面利率,回售
23 联发集 MTN001	8.20	8.20	2029-02-16	交叉保护,财务指标承诺,调整票面利率,回售
23 联发集 MTN002	8.20	8.20	2030-03-01	交叉保护,财务指标承诺,调整票面利率,回售
23 联发集 MTN003	10.00	10.00	2029-11-21	回售,调整票面利率
23 联发集 MTN004	4.00	4.00	2026-12-19	--
24 联发集 MTN001	10.00	10.00	2030-01-19	回售,调整票面利率
24 联发集 MTN002	4.50	4.50	2030-03-22	回售,调整票面利率
24 联发集 MTN003	11.50	11.50	2030-04-12	回售,调整票面利率
24 联发集 MTN004	9.00	9.00	2029-12-09	回售,调整票面利率
25 联发集 MTN001	4.00	4.00	2031-01-23	回售,调整票面利率
25 联发集 MTN002	5.00	5.00	2030-05-08	回售,调整票面利率

注:上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源:联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 联发集 MTN002	AAA	AA ⁺	2025/02/20	赵兮 张超	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	阅读原文
25 联发集 MTN001	AAA	AA ⁺	2025/01/07	赵兮 李想	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	阅读原文
24 联发集 MTN004	AAA	AA ⁺	2024/11/25	赵兮 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	阅读原文
24 联发 03	AAA	AA ⁺	2024/11/01	赵兮 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	阅读原文
24 联发 01	AAA	AA ⁺	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	阅读原文
20 联发 01 22 联发 01 22 联发 03 23 联发 01 23 联发 02 23 联发 03 23 联发 05 23 联发 06 21 联发集 MTN001 22 联发集 MTN001 22 联发集 MTN002 23 联发集 MTN001 23 联发集 MTN002 23 联发集 MTN003 23 联发集 MTN004 24 联发集 MTN001 24 联发集 MTN002 24 联发集 MTN003	AAA	AA ⁺	2024/06/20	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	阅读原文
24 联发集 MTN003	AAA	AA ⁺	2024/04/02	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	阅读原文
24 联发集 MTN002	AAA	AA ⁺	2024/03/11	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	阅读原文

24 联发集 MTN001	AAA	AA ⁺	2024/01/10	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	阅读原文
23 联发 05 23 联发 06	AAA	AA ⁺	2023/12/08	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	阅读原文
23 联发集 MTN004	AAA	AA ⁺	2023/11/28	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	阅读原文
23 联发集 MTN003	AAA	AA ⁺	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	阅读原文
23 联发 03	AAA	AA ⁺	2023/04/23	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	阅读原文
23 联发 02	AAA	AA ⁺	2023/03/02	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	阅读原文
23 联发 01	AAA	AA ⁺	2023/03/02	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	阅读原文
23 联发集 MTN002	AAA	AA ⁺	2023/02/06	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	阅读原文
23 联发集 MTN001	AAA	AA ⁺	2023/01/05	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	阅读原文
22 联发 03	AAA	AA ⁺	2022/09/22	曹梦茹 张文韬	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	阅读原文
22 联发 01	AAA	AA ⁺	2022/08/02	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读原文
22 联发集 MTN002	AAA	AA ⁺	2022/07/13	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读原文
22 联发集 MTN001	AAA	AA ⁺	2022/02/08	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
21 联发集 MTN001	AAA	AA ⁺	2021/08/23	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
20 联发 01	AAA	AA ⁺	2020/06/05	曹梦茹 罗星驰	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）	阅读原文

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
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：张超 zhangc@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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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 2024 年底，公司合并资产总额 1004.12 亿元，所有者权益 298.52 亿元（含少数股东权益 204.22 亿元）；2024 年，公司实现营业收入总收入 361.34 亿元，利润总额-12.86 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 1079.49 亿元，所有者权益 302.96 亿元（含少数股东权益 211.89 亿元）；2025 年 1-3 月，公司实现营业收入总收入 26.27 亿元，利润总额-1.36 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2025 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，均为担保债券。其中“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）提供不可撤销连带责任保证担保，“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“24 联发 01”“24 联发 03”“21 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”“24 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN001”“25 联发集 MTN002”由建发股份提供不可撤销连带责任保证担保。

图表 1 • 截至 2025 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
20 联发 01	20.00	0.71	2020-08-25	3+2
22 联发 01	5.00	5.00	2022-08-26	3+3
22 联发 03	10.80	10.80	2022-11-01	3+3
23 联发 01	10.00	10.00	2023-03-20	2+2+2
23 联发 02	5.00	5.00	2023-03-20	3+3
23 联发 03	5.00	5.00	2023-05-04	3+3
23 联发 05	10.09	10.09	2023-12-27	2+2+2
23 联发 06	9.20	9.20	2023-12-27	3+3
24 联发 01	10.00	10.00	2024-10-25	3+3+3
24 联发 03	5.00	5.00	2024-11-21	3+2+3
21 联发集 MTN001	9.00	9.00	2021-09-03	3+2+2
22 联发集 MTN001	5.00	0.30	2022-02-25	3+2+2
22 联发集 MTN002	7.50	7.50	2022-08-10	3+3
23 联发集 MTN001	8.20	8.20	2023-02-16	3+3

23 联发集 MTN002	8.20	8.20	2023-03-01	3+2+2
23 联发集 MTN003	10.00	10.00	2023-11-21	3+3
23 联发集 MTN004	4.00	4.00	2023-12-19	3
24 联发集 MTN001	10.00	10.00	2024-01-19	3+3
24 联发集 MTN002	4.50	4.50	2024-03-22	3+3
24 联发集 MTN003	11.50	11.50	2024-04-12	3+3
24 联发集 MTN004	9.00	9.00	2024-12-09	3+2
25 联发集 MTN001	4.00	4.00	2025-01-23	3+3
25 联发集 MTN002	5.00	5.00	2025-05-08	3+2

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业分析

2024 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，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见[《2025 年房地产行业分析》](#)。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

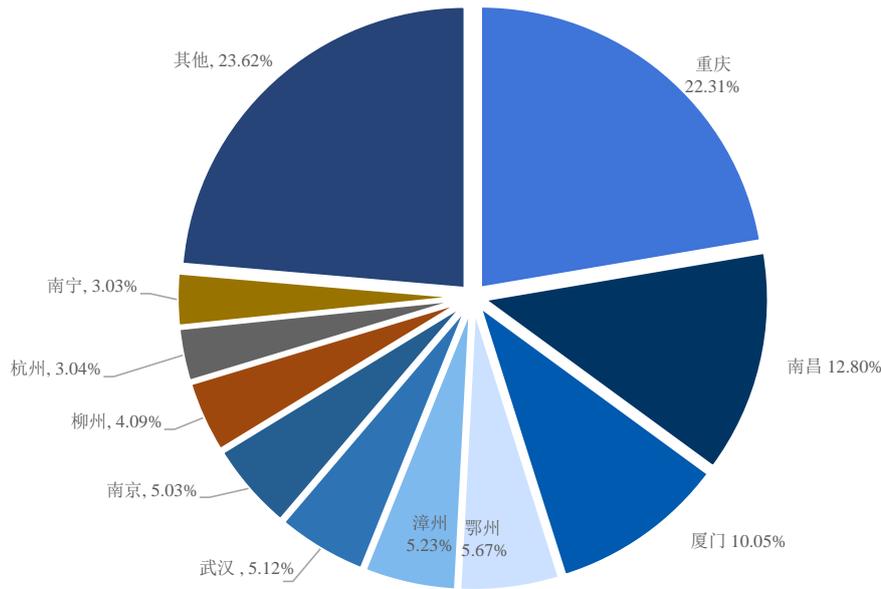
公司房地产开发经验较为丰富，在售项目剩余可售资源相对于公司过往销售情况剩余可售面积较为充足，但存量项目盈利空间有限，去化压力较大。

公司是以房地产为核心业务的大型房地产运营商，房地产开发业务产品以住宅为主，辅以商业店面、写字楼等多种物业。公司及下属各子公司主要通过招拍挂获取土地储备。用于项目开发的资金主要由自有资金、外部融资和预售房款构成。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，公司对项目及下属项目的建设、销售计划进行管控指导并组织考核。截至 2024 年底，公司累计开发总建筑面积 3266.4 万平方米，项目开发经验丰富。

公司拥有房地产开发壹级资质，先后开发了厦门五缘湾 1 号、厦门滨海名居、厦门嘉和府、厦门嘉悦里、南京嘉和华府、上海金海汀雲台、重庆嘉樾、重庆嘉禧、重庆嘉和府等多个项目。公司开发的项目主要分布在上海、深圳、厦门、重庆、武汉、天津、南京、杭州、南昌等一二线城市，公司项目定位于中、高端市场，在厦门、南京、重庆、南昌等地已成为区域性知名房地产品牌。2024 年，公司位列克而瑞全口径销售排行榜第 32 名，位列克而瑞权益口径销售排行榜第 41 名。

从在售资源情况看，截至 2025 年 3 月底，公司全口径在售项目剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积，下同）为 384.17 万平方米（权益口径约 283.82 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 2 所示，其中前十大城市占比超过 75%，当前房地产市场景气度不佳，后续去化面临压力。

图表 2 • 截至 2025 年 3 月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

从项目盈利空间看，截至 2025 年 3 月底，公司全口径在建项目预计总投资 483.85 亿元，预计可销售总额 522.29 亿元，存量项目盈利空间一般，主要系前期公司获取的土地因地价获取成本较高，伴随行业调整，毛利率低于投资预期，盈利空间承压。

再融资能力方面，截至 2025 年 3 月底，公司累计获得银行授信额度 317.89 亿元，剩余可用授信额度 129.78 亿元，间接融资渠道畅通。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，债券市场融资渠道畅通。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：913502006120000284），截至 2025 年 5 月 13 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。截至 2025 年 6 月 10 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（二）管理水平

2025 年 2 月 17 日，公司发布公告显示，根据公司十二届一次董事会决议，王文怀先生任公司董事长；赵胜华先生任公司总经理，不再担任公司董事长。

王文怀，男，1972 年出生，硕士研究生学历，经济师。现任厦门建发集团有限公司党委委员、副总经理，联发集团有限公司董事长等职。历任厦门建发集团有限公司投资部总经理、投资总监等职。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

(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。

2024年，公司营业总收入同比增长25.36%，主要系结转房地产收入增多所致；公司营业总收入仍以房地产开发收入为主，2024年房地产开发收入占比93.11%。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，2024年小幅回升。2025年1—3月，公司营业总收入26.27亿元，同比增长69.99%；所结转房地产项目毛利率为负，带动综合毛利率大幅下降。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3·公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024年			2025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	284.29	90.35%	5.59%	264.84	91.89%	5.84%	336.44	93.11%	7.82%	18.80	71.56%	-0.07%
供应链运营	18.73	5.95%	1.21%	10.33	3.58%	2.91%	10.76	2.98%	2.99%	4.06	15.46%	3.15%
物业及租赁管理	7.83	2.49%	39.25%	8.59	2.98%	33.74%	9.42	2.61%	31.23%	2.28	8.66%	16.07%
其他业务	3.81	1.21%	9.68%	4.47	1.55%	27.64%	4.72	1.31%	36.58%	1.14	4.33%	2.99%
合计	314.66	100.00%	6.22%	288.23	100.00%	6.90%	361.34	100.00%	8.66%	26.27	100.00%	1.96%

资料来源：公司提供，联合资信整理

(2) 房地产开发业务

① 土地储备与投资

2024年，公司拿地力度有所下降，因拿地区域结构差异影响，新增土地楼面地价大幅提升；2025年一季度公司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。

2024年，公司拿地力度有所下降，但因拿地区域结构差异影响，新增土地楼面地价大幅提升；按建筑面积统计，新增土地中上海占比31.86%，莆田占比55.59%，厦门占比12.55%；按成交总价统计，新增土地中上海占比80.92%，莆田占比11.64%，厦门占比7.45%。2025年1—3月，公司未新获取项目储备。

图表4·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	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
新增项目数量	13	13	6	--
新增土地储备建筑面积-全口径	79.59	107.01	46.30	--
新增土地储备建筑面积-权益口径	32.61	77.89	23.31	--
新增土地储备金额-全口径	216.04	151.09	139.64	--
新增土地储备金额-权益口径	78.02	104.51	72.05	--
新增土地储备金额权益比例	36.12%	69.17%	51.60%	--
新增土地储备楼面地价-全口径	2.70	1.41	3.02	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至2025年3月底，公司未开工土地储备的权益计容建筑面积为126.97万平方米，其中2个项目位于鄂州（合计占比68.41%），其他项目分别位于南昌（占比4.20%）、柳州（占比6.27%）、广州（占比9.93%）、莆田（占比3.68%）、厦门（占比4.58%）和上海（占比2.93%），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

2024年，伴随行业调整公司新开工面积延续下降态势；期末在建面积仍较大，面临一定资金支出压力。

2024年，公司新开工面积延续下降态势；竣工面积小幅回落。2025年1—3月，公司新开工面积同比增长4.96%，竣工面积同

比下降 0.17%。截至 2025 年 3 月底，公司期末在建面积 313.61 万平方米。

图表 5 • 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新开工面积	147.00	90.15	76.57	22.13
房屋竣工面积	329.75	381.07	289.69	9.10
期末在建面积	804.62	513.70	300.58	313.61

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 2025 年 3 月底，公司在建项目全口径计划总投资额 511.14 亿元，尚需投资 101.42 亿元，面临一定资金支出压力。同时，公司合作开发规模较大，需关注行业下行期合作方风险。

③ 房地产销售

2024 年，公司协议销售面积与协议销售均价均有所下降；2025 年一季度，公司协议销售金额同比回升。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。

2024 年，公司全口径协议销售金额 262.24 亿元，同比下降 35.00%，协议销售面积与协议销售均价均有所下降。2025 年 1—3 月，公司全口径协议销售金额同比增长 57.25%，有所回升。

图表 6 • 公司房地产销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
协议销售面积	170.85	157.31	138.90	34.88
协议销售金额	315.26	403.45	262.24	63.21
协议销售均价	1.85	2.56	1.89	1.81

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 2025 年 3 月底，公司全口径在售项目剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积，下同）为 384.17 万平方米（权益口径约 283.82 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。

2 未来发展

未来公司仍将聚焦房地产主业，并探索房地产新发展模式。

未来，公司将根据房地产行业特点与市场变化，聚焦房地产投资，并借助建发集团、建发股份的支持以及自身积累的各项业务开发经验，拓展业务机会，探索房地产新的发展模式，构建联发的差异化产品能力，创造品质生活、服务城市发展，成为中国优秀的房地产运营商。

（五）财务方面

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2025 年 1—3 月财务数据未经审计。

1 主要财务数据变化

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；公司存货中开发产品占比偏高，去化压力大，且面临存货减值压力。

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，伴随行业下行公司资产规模延续下降态势。截至 2024 年底，公司合并资产总额 1004.12 亿元，较上年底下降 15.64%。截至 2024 年底，公司货币资金 128.84 亿元，较上年底增长 13.81%，主要系借款规模增多所致。截至 2024 年底，公司其他应收款较上年底增长 15.88%，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。截至 2024 年底，公司存货较年初下降 26.77%；其中开发成本占比 56.69%，开发产品占比 42.43%，开发产品占比较上年底提升 14.96 个百分点，存货去化压力大；累计计提存货跌价准备 40.63 亿元，计提比例 7.70%，若房地产市场进一步调整，公司仍面临存货减值压力。截至 2024

年底，公司长期股权投资较上年底增长 138.56%，主要系对非并表项目投资增多及权益法核算的长期股权投资收益增多所致。截至 2024 年底，公司投资性房地产较上年底下降 4.26%；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 2024 年底，公司受限资产占总资产的比例为 10.28%。截至 2025 年 3 月底，公司资产总额较上年底增长 7.51%，主要系货币资金和其他应收款增多所致。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1143.36	89.68%	1003.88	84.34%	827.14	82.37%	897.55	83.15%
货币资金	177.40	13.91%	113.20	9.51%	128.84	12.83%	150.99	13.99%
其他应收款	131.91	10.35%	136.34	11.45%	157.99	15.73%	204.66	18.96%
存货	771.42	60.51%	665.27	55.89%	487.20	48.52%	475.14	44.01%
非流动资产	131.55	10.32%	186.39	15.66%	176.98	17.63%	181.94	16.85%
长期股权投资	41.54	3.26%	99.10	8.33%	101.86	10.14%	109.11	10.11%
投资性房地产	50.26	3.94%	60.22	5.06%	57.65	5.74%	55.28	5.12%
资产总额	1274.91	100.00%	1190.27	100.00%	1004.12	100.00%	1079.49	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 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	受限账面价值（亿元）	受限类型
货币资金	2.63	保证金、冻结等
存货	77.15	抵押
投资性房地产	16.08	抵押
固定资产	1.44	抵押
应收账款	--	质押
长期股权投资	5.94	质押
合计	103.24	--

注：公司以尔寓 1819 店租金收益权作为质押担保，取得的长期借款期末余额为 75488699.72 元；公司以持有的子公司及关联企业股权收益权作为担保，取得长期借款期末余额为 422971674.67 元，其他非流动负债余额为 200493150.68 元。

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

公司所有者权益中少数股东权益占比高，权益稳定性偏弱。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。

截至 2024 年底，公司所有者权益 298.52 亿元，较上年底下降 2.15%，主要系未分配利润和其他权益工具下降所致。其中，实收资本、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 7.03%、0.52%、1.07%、19.33%和 68.41%，所有者权益结构稳定性偏弱。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 302.96 亿元，较上年底增长 1.49%，较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底下降 20.29%，主要系合同负债下降所致。截至 2024 年底，公司其他应付款较上年底增长 13.73%，主要系应付往来款增加所致。截至 2024 年底，公司合同负债较上年底下降 58.35%，主要系销售下降及项目持续结转所致。截至 2024 年底，公司应付账款较上年底下降 14.13%，主要系开发规模下降所致。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 10.05%，主要系应付合作开发往来款增多所致。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

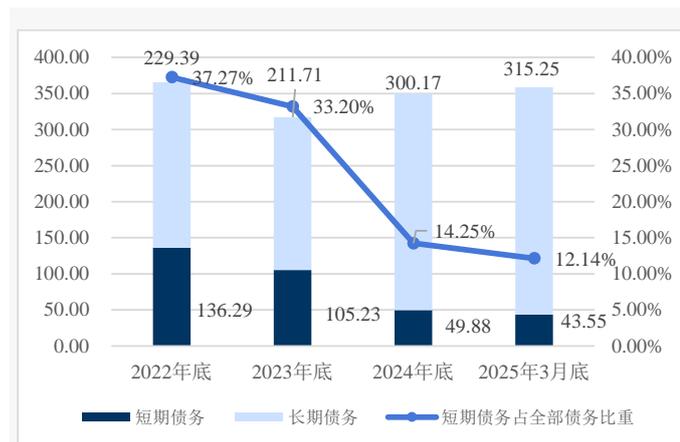
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	711.78	74.82%	667.42	75.40%	400.32	56.73%	456.28	58.76%
应付账款	74.89	7.87%	74.68	8.44%	64.13	9.09%	54.54	7.02%

其他应付款	78.57	8.26%	111.43	12.59%	126.73	17.96%	187.87	24.19%
一年内到期的非流动负债	118.55	12.46%	74.68	8.44%	34.11	4.83%	25.47	3.28%
合同负债	381.61	40.11%	341.71	38.60%	142.33	20.17%	153.80	19.81%
非流动负债	239.53	25.18%	217.78	24.60%	305.28	43.27%	320.25	41.24%
长期借款	147.65	15.52%	98.50	11.13%	135.47	19.20%	151.20	19.47%
应付债券	76.46	8.04%	111.77	12.63%	156.70	22.21%	155.98	20.09%
负债总额	951.31	100.00%	885.20	100.00%	705.60	100.00%	776.53	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

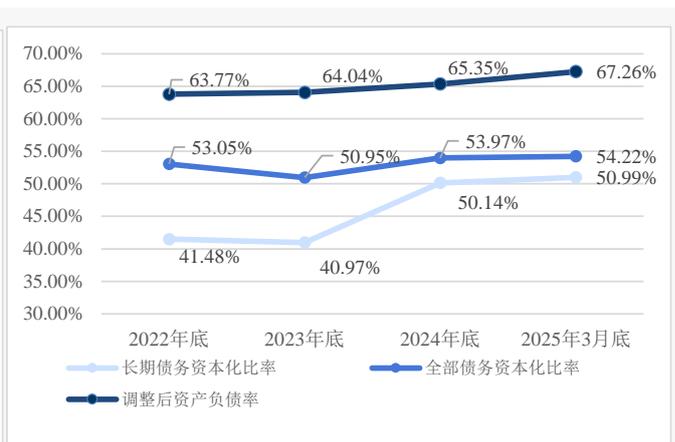
截至 2024 年底，公司全部债务 350.04 亿元，较上年底增长 10.44%。其中，短期债务占 14.25%，长期债务占 85.75%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.27%、53.97% 和 50.14%，较上年底分别下降 4.10 个百分点、提高 3.02 个百分点和提高 9.17 个百分点，公司债务负担有所加重。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 358.81 亿元，较上年底增长 2.50%。其中，短期债务占比 12.14%，长期债务占比 87.86%。从融资结构看，截至 2025 年 3 月底，公司融资结构中，银行贷款约占 54%，债券融资约占 44%，其他融资约占 2%，债券融资占比偏高，需关注债券市场融资环境波动对公司的影响。从公司债券到期分布情况看，公司债券 2025 年下半年到期或面临行权 34.10 亿元、2026 年到期或面临行权 58.60 亿元，2027 年到期或面临行权 60.30 亿元，2028 年到期或面临行权 9.00 亿元。

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

2024 年，公司非经常性损益较往年减少，费用总额与资产减值损失增多，利润总额为负。2025 年 1—3 月，公司营业利润率下降至很低水平。预计在存量低毛利地产项目全部消化前，公司盈利能力仍面临一定压力。

2024 年，公司收入规模有所扩大，营业利润率小幅回升，但受开发规模下降影响，公司资本化利息有所下降，带动费用总额有所增多。2024 年，公司计提资产减值损失 20.90 亿元，计提规模同比扩大 41.49%。2024 年，公司非经常性损益较往年，大幅减少，当期公司实现利润总额-12.86 亿元。2025 年 1—3 月，公司营业利润率下降至很低水平，利润总额仍为负。预计在存量低毛利地产项目全部消化前，公司盈利能力仍面临一定压力。

图表 12· 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入	314.66	288.23	361.34	26.27
营业成本	295.10	268.33	330.05	25.75
费用总额	13.34	17.57	21.34	3.24
资产减值损失	-10.15	-14.77	-20.90	--
投资收益	14.79	0.67	3.43	0.17
营业外收入	0.15	19.68	0.22	0.02
利润总额	8.94	3.19	-12.86	-1.36

营业利润率	6.12%	6.54%	7.57%	0.20%
总资本收益率	0.72%	0.85%	-1.93%	--
净资产收益率	0.61%	0.35%	-6.25%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2024 年，受销售回款下降影响，公司经营活动现金流转为净流出；投资活动现金流入与流出均有所下降，整体小幅净流出；筹资活动现金流转为净流入，融资规模有所增加。2025 年 1—3 月，公司对参股项目投资增多，投资活动现金流出规模较大，筹资活动现金流持续净流入。

图表 13 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	341.74	281.99	198.31	44.07
经营活动现金流出小计	285.00	229.58	215.40	40.27
经营活动现金流量净额	56.74	52.41	-17.09	3.80
投资活动现金流入小计	37.88	99.38	35.33	3.49
投资活动现金流出小计	49.66	89.11	38.41	40.71
投资活动现金流量净额	-11.78	10.26	-3.08	-37.22
筹资活动前现金流量净额	44.96	62.67	-20.17	-33.42
筹资活动现金流入小计	275.64	240.17	309.15	87.46
筹资活动现金流出小计	326.05	361.60	274.46	31.66
筹资活动现金流量净额	-50.41	-121.43	34.69	55.80

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标整体表现一般；考虑到公司股东对公司支持力度大、公司融资能力强等因素，公司实际偿债能力仍很强。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	160.63%	150.41%	206.62%	196.71%
	速动比率	52.25%	50.73%	84.92%	92.58%
	经营现金/流动负债	7.97%	7.85%	-4.27%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.42	0.50	-0.34	--
	现金类资产/短期债务（倍）	1.38	1.16	2.79	3.85
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	12.73	8.42	-5.80	--
	全部债务/EBITDA（倍）	28.73	37.65	-60.34	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.16	0.17	-0.05	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.69	0.45	-0.36	--
	经营现金/利息支出（倍）	3.06	2.82	-1.05	--

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

2024 年，公司流动比率和现金短期债务比有所提升，但经营活动产生的现金流量净额及 EBITDA 均转负。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益合计 302.96 亿元，占总资产的 28.07%，仍可抵御较大规模资产减值。

截至 2024 年底，公司不存在重大未决诉讼情况。

截至 2024 年底，公司尚未履行及未履行完毕的对外担保总额为 17.69 亿元，占期末净资产比例为 5.93%。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 17.69 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司累计获得银行授信额度 317.89 亿元，剩余可用授信额度 129.78 亿元，间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司本部收入规模较小，2024 年投资收益一般，利润总额为负；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 2024 年底，公司本部资产总额 454.94 亿元，较上年底下降 1.00%，较上年底变化不大；其中货币资金 28.67 亿元。截至 2024 年底，公司本部负债总额 330.05 亿元，较上年底增长 2.36%；公司本部 2024 年资产负债率为 72.55%，较 2023 年提高 2.38 个百分点。

2024 年，公司本部营业总收入为 3.87 亿元，利润总额为-2.80 亿元。同期，公司本部投资收益为 0.89 亿元。

2024 年，公司本部经营活动现金流净额为-13.50 亿元，投资活动现金流净额 10.23 亿元，筹资活动现金流净额 13.21 亿元。

（六）ESG 方面

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。

七、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 2024 年底，建发集团持有控股股东建发股份 46.03%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，其供应链运营业务在经营规模、业务网络、运营价值链等方面具有极强的竞争优势。截至 2024 年底，建发股份 7678.67 亿元，所有者权益合计 2281.58 亿元，资产和权益规模大。

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。

八、债券偿还能力分析

“20 联发 01” “23 联发集 MTN004” “24 联发集 MTN002” “24 联发集 MTN003” 由建发集团提供不可撤销连带责任保证担保，“22 联发 01” “22 联发 03” “23 联发 01” “23 联发 02” “23 联发 03” “23 联发 05” “23 联发 06” “24 联发 01” “24 联发 03” “21 联发集 MTN001” “22 联发集 MTN001” “22 联发集 MTN002” “23 联发集 MTN001” “23 联发集 MTN002” “23 联发集 MTN003” “24 联发集 MTN001” “24 联发集 MTN004” “25 联发集 MTN001” “25 联发集 MTN002” 由建发股份提供不可撤销连带责任保证担保。

1 建发集团

（1）主体概况

厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”或“公司”）原名厦门建设发展公司，是经厦门市人民政府和福建省厦门经济特区管委会批准，于 1981 年 1 月设立的综合性国有独资有限公司。截至 2025 年 3 月底，建发集团持有上市公司厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）46.03%的股份（无质押），为建发股份控股股东。截至 2024 年底，建发集团注册资本和实收资本均为 90.00 亿元，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”）为建发集团唯一出资人和实际控制人。

建发集团主营业务包括供应链运营、房地产、家居商场运营、城市建设与运营、旅游会展、医疗健康、新兴产业投资等多个领域，合并口径营业收入以供应链运营为主，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为贸易企业。

截至 2024 年底，建发集团合并资产总额 8397.31 亿元，所有者权益 2686.94 亿元（含少数股东权益 1979.96 亿元）；2024 年，建发集团实现营业总收入 7238.34 亿元，利润总额 120.43 亿元。截至 2025 年 3 月底，建发集团合并资产总额 9274.44 亿元，所有者权益 2660.15 亿元（含少数股东权益 1942.73 亿元）；2025 年 1—3 月，建发集团实现营业总收入 1497.33 亿元，利润总额 10.21 亿元。

建发集团注册地址：福建省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。

（3）基础素质分析

①竞争实力

建发集团收入与毛利润主要来自建发股份的供应链运营、房地产和家居商场运营业务。建发集团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；房地产业务具备品牌优势，综合竞争实力强；家居商场管理规模大，并具有一定的区位优势，但需关注其自持物业的估值风险。

建发集团主营业务涉及供应链运营、房地产开发、家居商场运营、城市建设与运营、旅游会展、医疗健康和新兴产业投资等诸多领域，其中收入和毛利润主要来自供应链运营、房地产开发和家居商场运营三个板块。供应链运营、房地产开发和家居商场运营业务的经营主体主要为建发股份及其下属子公司。

建发集团供应链业务主要由建发股份的下属的建发（上海）有限公司、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）等多家子公司运营。业务布局方面，建发股份通过与各领域龙头企业合作，近年来不断加快全球化扩张步伐，已与超过 170 个国家和地区建立了业务关系，在浆纸、农产品、钢铁、矿产品、轻纺、汽车、酒类等业务领域具有良好的品牌影响力。通过实施全球化、多品类的发展战略，建发股份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，通过规模效应助力客户降本增效，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，有助于提升建发股份业务发展的抗风险能力、平滑周期性波动，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。上下游渠道及资源整合方面，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，能够为制造业企业提供稳定、因“需”制宜的供应链综合服务，已逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。物流配套资源方面，建发股份推进“供应链物流控制塔”和物流集成平台的建设及应用，持续迭代“航运、汽运、空运”实时监控系统，助力实现物流资源整合和生态协同。建发股份通过与全球各大物流企业建立良好合作关系，持续加强全球关键物流及仓储资源的获取，2024 年新增境外物流供应商 112 家，新增海外合作仓储网点 141 个，重点布局非洲和东南亚等区域的物流资源。截至 2024 年末，建发股份在全球的合作仓储网点超 4600 个，全国设立超 100 个自管仓，拥有 11 个期货交割库，交割商品品种包括浆纸、丁二烯橡胶、碳酸锂、工业硅、PTA 等。产业链延伸方面，建发股份控股建发新胜浆纸有限公司介入浆纸产业链的生产制造环节，为下游终端客户提供定制化的深加工产品；参股四川永丰浆纸股份有限公司（2024 年底公司持股比例 40%），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；于 2024 年完成对阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“祥光铜业”）67%股权的收购（股权取得成本 26.81 亿元，取得的净资产购买日公允价值、账面价值均为 24.41 亿元），祥光铜业拥有 40 万吨/年的阴极铜产能。

建发集团房地产业务由建发股份子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，截至 2024 年底建发股份持股 95.00%）和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房产”，截至 2024 年底建发集团持股 35.35%、建发股份持股 64.65%）运营，主要布局福建省以及上海、北京、杭州、苏州、南京、成都等经济发达城市，形成一、二、三线城市互补的局面；逐步建立了良好的品牌和客户口碑。建发房产和联发集团均拥有房地产开发一级资质。根据克而瑞研究中心发布的“2024 年中国房地产企业销售榜”，按全口径销售金额计算，建发房产位列全国第 7 名（2023 年为第 8 名）。

建发集团家居商场运营业务由建发股份子公司红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”，截至 2024 年底建发股份和联发集团分别持股 23.95%和 6.00%）运营。截至 2024 年底，美凯龙经营 77 家自营商场，257 家委管商场，7 家战略合作商场，33 个特许经营家居建材项目，共包括 405 家家居建材店/产业街，覆盖中国 30 个省、直辖市、自治区的 202 个城市，商场总经营面积 2032.57 万平方米。作为全国性家居装饰及家居商场运营商，美凯龙商场地域覆盖面广、数量多、经营面积大，在家居装饰及家具零售行业中具备领先优势；美凯龙自营商场中，超八成位于国内一、二线城市的优质地段，部分商场物业为公司自持，具有较强的区位优势。美凯龙自营商场相关物业资产多数计入投资性房地产，并采用公允价值模式进行后续计量，近年来，受地产及相关

行业波动的影响，商场出租率下降，美凯龙对部分商户减免租金及管理费，相关收入有所下降，由此投资性房地产的估值相应下调。截至 2024 年底，美凯龙投资性房地产公允价值为 910.42 亿元，未来若其自有商场租赁及管理费收入下滑的局面不能得以扭转，仍存在投资性房地产公允价值下降的风险。

②信用记录

根据建发集团提供的《企业信用报告》（机构信用代码：91350200154990617T），截至 2025 年 5 月 6 日，建发集团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中长期借款 3 笔、短期借款 7 笔，不良类中长期借款 1 笔，最后一次还款日期均在 2010 年 4 月底之前，最后一次还款形式均为“正常还款”；关注类银行保函 1 笔，关闭日期为 2007 年 9 月 26 日，垫款标志为“否”。

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

（4）经营分析

2022—2024 年，建发集团营业总收入主要来自供应链运营和房地产板块，自 2023 年起增加的家居商场运营板块毛利率高但收入占比小；建发集团营业总收入持续下降，其中地产板块收入持续增长、毛利率略有下降；受部分收入确认方式变化等因素影响，供应链运营板块收入逐年下降、综合毛利率持续提高。2025 年一季度，建发集团营业总收入同比有所增长，营业利润率有所下降。

2022 年及之前年度，建发集团业务以供应链运营和房地产开发为主，以旅游、会展服务、物业租赁及信托投资服务等为辅。2023 年收购美凯龙后新增家居商场运营业务。2024 年，供应链运营和房地产业务收入合计占建发集团营业总收入的 95.78%，仍是建发集团营业总收入的主要来源。2022—2024 年，建发集团营业总收入持续下降，主要系供应链运营业务收入下降所致。

分板块来看，2022—2024 年，建发集团供应链运营业务收入持续下降，主要系受大宗商品价格波动、建发集团收缩低效业务以及调整部分贸易业务收入确认方式所致。房地产业务方面，随着销售结算规模扩大，2022—2024 年，建发集团房地产业务收入持续增长，2024 年同比增长 10.82%。家居商场运营业务方面，2023 年建发集团家居商场运营业务收入实际为美凯龙 2023 年 9—12 月（美凯龙纳入合并范围后）的收入，因此 2024 年该项收入较上年大幅增长。

毛利率方面，2022—2024 年，建发集团综合毛利率持续上升。分板块看，2022—2024 年，建发集团供应链业务毛利率持续上升，主要系按净额法确认收入的业务占比增加以及低效业务规模下降所致；建发集团房地产业务的毛利率与当期结算项目所处区域、项目成本等存在较大关系，2022—2024 年，毛利率波动下降；2023—2024 年，建发集团家居商场运营业务毛利率处于较高水平，2024 年较上年有所提高，主要系美凯龙优化商场品类及业态布局、关闭部分低效率商场所致。

2025 年 1—3 月，建发集团营业总收入同比增长 9.58%，营业利润率较上年同期下降 0.60 个百分点。

图表 15 • 建发集团营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 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	6962.03	82.16%	1.68%	5933.3	75.74%	2.04%	5088.57	70.30%	2.21%
房地产业务	1364.35	16.10%	14.63%	1663.89	21.24%	11.51%	1844.00	25.48%	13.82%
家居商场运营业务	--	--	--	38.61	0.49%	52.70%	77.76	1.07%	57.53%
旅游饮食业务	10.15	0.12%	20.20%	15.72	0.20%	37.60%	16.66	0.23%	31.02%
会展业务	3.71	0.04%	15.09%	6.29	0.08%	32.65%	6.67	0.09%	32.32%
城服业务	9.81	0.12%	25.28%	14.04	0.18%	19.86%	13.39	0.18%	23.66%
医疗业务	123.24	1.45%	7.98%	161.89	2.07%	8.31%	189.59	2.62%	8.13%
其他业务	0.44	0.01%	22.73%	0.54	0.01%	37.69%	1.71	0.02%	72.16%
合计	8473.74	100.00%	3.91%	7834.28	100.00%	4.56%	7238.34	100.00%	6.06%

注：2023 年家居商场运营业务数据仅为 9—12 月的收入
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

②业务经营分析

建发集团供应链运营业务主要由建发股份及其子公司承担。近年来，建发股份供应链运营业务收入以境内业务为主，境外业务比重有所提高；收入占比较高的冶金原材料和农林产品业务上下游集中度较低，不存在过度依赖单一供应商或客户的情况；供

供应链业务对建发股份营运资金占用规模可控。2022—2024年，受收缩低效业务规模、贸易品结构变化、商品价格下降以及部分业务收入确认方式调整综合影响，建发股份供应链业务收入持续下降，毛利率有所上升，但2024年供应链运营业务分部净利润同比有所下降，需关注中国宏观经济调整以及国际环境更趋复杂对建发股份供应链业务风控带来的压力。此外，建发股份逐步向供应链上游延伸以增强自身话语权，需关注面临的资金支出压力。

建发集团供应链运营业务主要由建发股份及其子公司承担。在供应链运营业务开展中，建发股份以“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。

2022—2024年，建发股份供应链运营板块收入主要来自境内，随着建发股份持续支持各经营单位拓展境外业务、增设境外平台，境外子公司收入（主要来自供应链业务）占比逐步提高。建发股份国内贸易业务主要分布于华东、华南、华北地区，境外业务销售区域主要为亚洲和欧洲，对北美地区依赖程度较低。

图表 16 • 建发股份境外收入占比情况（单位：亿元）

2022年		2023年		2024年	
收入	占比	收入	占比	收入	占比
1119.63	16.08%	1297.00	21.86%	1171.31	23.01%

注：表中境外收入是指境外子公司的营业收入，并不简单等同于在境外销售实现的收入；占比指境外子公司收入占公司供应链运营业务分部收入的比例
资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

建发股份对各项业务按照业务分部进行核算，2022—2024年，建发股份供应链运营分部净利润分别42.37亿元、39.19亿元和35.24亿元，持续下降，2024年同比下降10.09%。

建发股份供应链业务经营的产品主要划分为冶金原材料、农林产品和其他产品三个大类，其中，冶金原材料主要包括矿产品、钢铁等；农林产品主要为纸浆纸张、木材和农产品等；其他产品主要包括化工、能源产品、轻纺产品、汽车和食品等（物流收入计入其他产品收入）。2023年以来，大宗商品市场总体面对较大的价格回调压力，建发股份压缩部分低毛利业务规模，冶金原材料销售量持续下降，加之铁矿石、钢材等商品价格整体有所下降，建发股份冶金原材料收入持续下降。建发股份农林产品和其他产品品类众多，各年度不同商品销量、收入结构不同，各类商品之间价格走势存在差异，2022—2024年，农林产品收入持续下降、毛利率波动下行；其他产品收入金额和毛利率受收入确认方式调整（“总额法”调整至“净额法”）影响较大，收入持续下降，毛利率明显上升。

图表 17 • 建发股份供应链运营业务主要子板块收入占比及毛利率情况

贸易品种	2022年			2023年			2024年		
	收入 (亿元)	销售量 (万吨)	毛利率	收入 (亿元)	销售量 (万吨)	毛利率	收入 (亿元)	销售量 (万吨)	毛利率
冶金原材料	3634.00	13722.03	1.60%	3148.03	12017.61	2.31%	2559.72	11708.23	1.53%
农林产品	1935.13	4598.42	2.25%	1772.51	4193.63	1.17%	1596.34	4901.76	1.41%
其他产品	1394.06	/	1.09%	1013.12	/	2.70%	933.30	/	5.44%
合计	6963.19	/	1.68%	5933.66	/	2.04%	5089.36	/	2.21%

资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

从结算方式看，近年来建发股份各品种平均货款回收账期基本稳定，上下游对资金占用规模可控。从客户结构和上下游集中度来看，建发股份上游供应商、下游客户的集中度较低，不存在过度依赖单一供应商或单一客户的情况。

图表 18 • 2024年建发股份供应链业务主要产品前五大供应商、前五大客户情况（单位：亿元）

冶金原材料供应商	采购金额	占比	冶金原材料下游客户	销售金额	占比
供应商一	111.59	4.43%	客户一	40.82	1.59%
供应商二	107.44	4.26%	客户二	22.11	0.86%
供应商三	97.02	3.85%	客户三	19.60	0.77%
供应商四	88.74	3.52%	客户四	17.01	0.66%
供应商五	79.89	3.17%	客户五	15.84	0.62%
合计	484.69	19.23%	合计	115.38	4.51%

农林产品供应商	采购金额	占比	农林产品下游客户	销售金额	占比
供应商一	104.72	6.65%	客户一	100.29	6.28%
供应商二	103.12	6.55%	客户二	55.41	3.47%
供应商三	76.41	4.86%	客户三	46.67	2.92%
供应商四	55.27	3.51%	客户四	34.12	2.14%
供应商五	52.97	3.37%	客户五	32.83	2.06%
合计	392.50	24.94%	合计	269.33	16.87%

资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

风险管控方面，建发股份根据贸易品类设立了六大专业集团（钢铁、浆纸、农产品、消费品、矿产、能化），建立了总部、下属专业集团、经营单位三级风险管理架构。对于大宗商品的价格风险，建发股份根据不同的商品和业务模式采取相应的管理方案：对于上下家客户锁定的业务，通过选择优质客户、收取保证金和跌价追补的方式进行管控，并对履约异常业务及时进行处置止损；对于非上下家客户锁定的业务，进行单边敞口量控制，采用浮动定价和指数定价的结算方式，同时对单边敞口价格风险进行合理的期货套保或期权保护；同时，建发股份密切关注相关商品市场价格和外界形势变化，督促经营单位加快周转，以降低价格风险。此外，为避免贸易商品的价格波动带来的风险，建发股份在上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所买卖期货以进行套期保值。但由于金融衍生品交易专业性较强，复杂程度较高，因此建发股份在进行套期保值交易时可能因为对未来商品走势的判断不准确，某些套期保值交易将可能抵消或在某种程度上限制建发股份未来可能获得的利润。此外可能出现在期货交易过程中因保证金不足而被强行平仓、产品不能按期交割的风险。信用风险方面，建发股份根据各业务板块的商品特性和交易特征，建立与行业相匹配的交易客商准入制度，评估客户资质和信用风险，建发股份制定了授信管理办法，执行集中授信方式，由总部统一控制信用额度审批；建发股份通过内外部信息渠道获取行业变化及客商信息，动态跟踪并及时调整客商授信策略和管控方案。此外，建发股份还借助出口信用险、国内信用险等多种措施，控制信用风险。货权风险方面，建发股份建立了覆盖业务全流程的货权风险管控体系，相关职能管理部门从事前、事中、事后进行业务风险评估、物流方案制定、货物安全检查和执行规范稽核。汇率风险方面，建发股份对汇率风险实行总部统一管理，并制定相关的管理规定和执行细则；建发股份根据风险承受能力、整体资金状况、汇率趋势等综合因素，统筹涉及汇率风险的各类外汇业务的总量限额，对各经营单位涉及汇率风险的业务由建发股份资金部根据具体情况逐笔审批；建发股份汇率管理小组和资金部在对冲风险原则下运用衍生金融工具，规避汇率波动风险。

建发集团地产开发项目及土地储备的区域分布情况较好。2022—2024年，建发集团拿地支出波动下降，同时持续收缩新开工面积，竣工面积波动增长，资金支出压力有所缓解；销售面积和金额波动下降，销售回款率保持在高水平；确认收入持续增长，但结转项目盈利空间收窄，存货跌价准备计提金额波动增长且规模较大。截至2024年底，建发集团房地产在建项目待投资规模仍较大，考虑到行业景气度尚未回暖，需关注地产项目的去化和跌价风险。

建发集团房地产业务主要由建发房产和联发集团经营，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。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。2024年，建发房产实现营业收入1495.79亿元（同比增长7.85%），销售毛利率为14.98%（同比提高2.55个百分点），确认资产减值损失37.12亿元，实现净利润71.11亿元；联发集团实现营业收入361.34亿元（同比增长25.36%），销售毛利率为8.66%（同比提高1.75个百分点），确认资产减值损失20.90亿元，净利润亏损18.65亿元。

图表 19 • 2024 年建发集团房地产板块主要子公司情况（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	营业利润	营业利润同比变化	净利润	净利润同比变化
建发房产	64.65%	4339.86	1197.74	1495.79	7.85%	111.30	17.17%	71.11	0.95%
联发集团	95.00%	1004.12	298.52	361.34	25.36%	-12.85	不适用	-18.65	-1822.72%

注：联发集团 2023—2024 年营业利润、2024 年净利润亏损，主要系计提资产减值损失所致

资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

土地储备方面，2022—2024年，建发集团全口径拿地金额分别约为1030.25亿元、1320.28亿元和635.00亿元，2024年拿地金额较以往年度明显下降，有助于减轻建发集团的资金压力。2022年以来，建发集团新增土地储备主要在一、二线城市，2024年获取土地26宗，其中一、二线城市拿地金额占比约97%，重点在上海、厦门、杭州、武汉等城市。截至2024年末，建发集团在一、二线城市的权益口径土地储备（未售口径）货值占比约79%，较上年末提高约5个百分点，土储结构进一步优化。

开发方面，2022—2024年，受房地产行业景气度波动及自身开发节奏等因素影响，建发集团权益口径新开工面积持续下降，房屋竣工面积波动增长。2024年，联发集团与建发房产之子公司建发国际投资集团有限公司（以下简称为“建发国际”，2023—2024年，建发房产旗下房地产业务主要由其运营）权益口径新开工面积之和、权益口径竣工面积之和同比分别下降21.98%和21.87%。截至2024年底，建发房产在建项目总投资规模为3578.46亿元（并表项目按100%列示，非并表项目按股比列示，下同），尚需投资规模为907.47亿元，联发集团在建项目总投资规模为511.70亿元，尚需投资规模为113.36亿元，在建项目尚需投资规模较大。

销售方面，2022—2024年，建发集团房地产板块全口径合同销售金额、权益合同销售额均波动下降，账面结转收入持续增长，2024年，建发国际、联发集团权益合同销售额之和同比下降23.76%，账面结转收入之和同比增长9.43%。建发集团在一、二线城市的销售金额（全口径）占比为82.69%，高于土地储备（未售口径）货值占比（约80%）。2022—2024年，受不同结转项目土地成本差异及市场价格波动等因素影响，建发集团房地产业务毛利率波动下降，回款比例保持高水平（2024年，全口径销售回款约1548.34亿元，回款比例为98.96%）。

联合资信关注到，由于地产行业景气度整体下行，2022—2024年，建发房产和联发集团持续对房地产业务计提存货跌价准备，合计值分别为48.39亿元、29.31亿元和58.01亿元，规模较大。未来若项目去化不及预期，项目所处区域房价不能止跌，可能导致继续计提存货跌价准备，从而对盈利和偿债能力造成不利影响。建发集团房地产相关存货主要为已完工商品房和在建商品房，其价值主要取决于房产市场行情，考虑到房地产市场景气度尚未回暖，建发集团地产存货去化及跌价风险有待关注。

图表 20 • 建发集团主要房地产子公司经营情况

类别	2022年		2023年		2024年	
	建发房产	联发集团	建发国际	联发集团	建发国际	联发集团
权益口径新开工面积（万平方米）	701.55	77.64	657.76	55.49	499.08	57.41
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	495.98	283.19	1015.49	242.31	826.26	156.44
合同销售金额（全口径）（亿元）	1781.99	315.26	1888.75	403.45	1334.73	262.24
权益销售金额（亿元）	1266.26	194.58	1379.56	180.33	1033.58	155.65
合同销售面积（全口径）（万平方米）	839.48	170.85	898.79	157.31	642.79	138.90
权益销售面积（万平方米）	628.67	111.54	666.43	90.76	504.78	95.60
平均销售价格（万元/平方米）	2.12	1.85	2.10	2.56	2.08	1.89
账面结转收入（亿元）	976.04	278.63	1308.17	262.24	1386.47	332.08
账面结转面积（万平方米）	472.46	174.28	852.25	195.79	702.32	155.99
期末土地储备建筑面积（全口径）（万平方米）	1673.85	688.36	1551.52	681.15	1243.12	589.66
期末土地储备建筑面积（权益口径）（万平方米）	1285.27	503.85	1205.08	513.12	967.30	453.92
权益口径新增土地投资（拿地金额）（亿元）	579.89	78.02	850.80	104.51	447.36	72.05

注：合同销售金额与合同销售面积的计算方式为：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；期末土地储备包含待开发的和已开发的所有尚未出售的项目建筑面积，但不包含建发集团开发的一级土地；2023—2024年，建发房产旗下房地产开发业务主要由建发国际运营，仅披露了建发国际的相关数据
 资料来源：联合资信根据公开信息整理

2022—2024年，受地产及相关行业景气度不振影响，美凯龙自营及委管商场数量及商场出租率均有所下降，为稳商留商而采取优惠措施，加之建筑装饰服务业务新增项目减少、存量项目推进放缓等，综合导致营业收入持续下降；受公允价值变动损失等因素影响，美凯龙利润总额快速下降并于2023年和2024年出现大额亏损，后续经营业绩改善情况有待关注；美凯龙在建和拟建项目仍存在一定资金支出压力。

美凯龙是家居装饰及家居商场运营商和泛家居业务平台服务商，主要通过经营和管理自营商场、委管商场、特许经营商场等，为合作商户、合作方提供场地租赁管理、市场营销等综合服务，并收取场地租金及相关服务收入。美凯龙的合作方主要为家居装饰及家具领域的商户，通过入驻美凯龙商场，向消费者展示、销售商品或服务。

自营模式下，美凯龙在一线和二线城市通过自建、购买或租赁的方式获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取租金及相关收入。美凯龙自有商场主要集中于华东、西部、东北、华北等城市能级较高的地区。委管模式下，美凯龙利用自身渠道和经营管理经验，通过组建管理团队，为合作方提供全面的咨询和委管服务，包括商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业以及以“红星美凯龙”品牌名称日常经营及管理合作方的家居装饰及家居商场；相应地，美凯龙根据与合作方签署的委管协议在不同参与阶段收取项目前期品牌咨询费、工程项目商业管理咨询费、招商佣金、项目年度品牌咨询费等不同费用。美

凯龙经营的委管商场主要分布在华东（包括苏州、南京、杭州、宁波、绍兴、无锡、合肥、青岛、烟台等城市，不含上海）、西部（包括成都、贵阳、德阳、绵阳等城市，不含重庆）、华中（包括武汉、长沙、株洲、开封等城市）和华北（包括石家庄、保定、秦皇岛、廊坊等城市，不含北京、天津），城市能级相对自营模式而言较低。特许经营模式下，美凯龙利用其品牌和经营管理经验，根据合作方要求提供咨询及招商服务，授权合作方以美凯龙同意的方式使用其旗下品牌“星艺佳”，并部分参与项目开业后的日常经营管理，以向合作方收取商业咨询费。

近年来，在地产及相关行业景气度下行的不利局面下，美凯龙着力于优化完善商场内品类及业态布局：自 2021 年起通过打造与传统家电卖场不同的差异化、套系化、场景化智能电器生活馆，切入电器市场；于 2022 年将品类战略升级为“十大主题馆”战略，将品类拓展至顶地空间（瓷砖、地板、吊顶等品类），实现十大品类的覆盖；在商场内引入高频消费业态，根据商场体量、位置等因素，利用家居品牌联名、连锁餐饮、地域合作等多种形式，打造多功能餐饮产品组合；将消费者在商场内的家居消费向前延伸至设计环节，通过引入设计工作室打造流量入口；利用卖场资源，探索“人车家”新生活方式场域运营，吸引车企对家居卖场渠道的认知，推动主流品牌车企进驻商场。

美凯龙收入主要来自家居商业服务业务，辅以建筑装饰服务业务和家装相关服务及商品销售业务。近年来，受地产行业调整影响，家具、家居装饰行业景气度下行，合作商户经营压力加大，美凯龙减少运营商场数量，且商场出租率有所下降。2022—2024 年底，美凯龙自营商场数量累计减少 17 家，平均出租率分别为 85.2%、82.8% 和 83.0%；委管商场数量累计减少 27 家，平均出租率分别为 86.7%、85.7% 和 82.5%；为支持商户持续经营、留住商户，美凯龙对合作商户提供了不同程度的优惠措施。商场数量的减少、出租率及平均租金水平的降低，使得美凯龙家居商业服务业收入持续下降；与此同时，受到地产行业收缩的影响，美凯龙建筑装饰服务业务和家装相关服务及商品销售业务收入亦有不同程度的下降。受上述因素影响，2022—2024 年，美凯龙收入持续下降，加之确认公允价值变动损失、资产减值损失和信用减值损失，净利润快速下降，2023 年和 2024 年分别亏损 23.70 亿元和 31.90 亿元。2024 年，美凯龙公允价值变动净收益为 -20.29 亿元，主要系自营商场租金水平下降，按模型测算的投资性房地产公允价值下降所致。

美凯龙尚有一定规模的在建、拟建自营商场和物流项目，截至 2024 年底，尚需投资金额合计约 55.02 亿元，未来或面临一定的资本支出压力。为更好盘活资产，对于项目土地上相关物业的可售部分，美凯龙拟通过分批预售、滚动开发的方式，在减少占用主营业务现金流的前提下，利用项目自身开发预售资金和项目融资（若有）提升项目资金周转效率，逐步通过建成交付项目来完成资产处置并回笼资金。

医疗业务对建发集团收入和利润形成了一定补充。

建发集团医疗业务的主要包括医疗器械供应链和医疗健康服务，运营主体主要为厦门建发医疗健康投资有限公司（建发集团直接、间接持股合计 100%）。

建发集团医疗业务主要收入来自医疗器械供应链部分，医疗器械供应链具体分为直销、分销和服务等三种运营模式。直销业务为建发集团直接向终端医疗机构配送销售医疗器械产品。建发集团为全国 31 个省、直辖市、自治区的 2200 余家医疗机构提供上万种规格型号产品的直销服务。在直销业务开展过程中，建发集团为上下游提供仓储、物流配送、医院库存管理、结算管理、回款管理等多种配套服务。分销业务中，建发集团作为生产厂商的平台分销商，向生产厂商的二级经销商分销医疗器械产品。建发集团以高值介入类产品为切入点，经营产品厂商主要有微创集团、美敦力、史赛克等众多国内外知名企业，截至 2024 年底建发集团已与超过 100 家国内外知名高值医疗器械生产厂商建立合作关系。服务模式下，建发集团根据高值医疗器械特点，推动信息化管理在传统医疗器械流通业务中的应用，为终端医院客户提供医用耗材集约化运营（SPD）服务，对产业链上、下游服务赋能。建发集团基于自主开发的智信链智慧医用耗材管理软件积极开拓 SPD 业务，2024 年建发集团已签约 7 家医院的医用耗材集约化运营服务。

2022—2024 年，建发集团医疗业务营业收入分别为 123.24 亿元、161.89 亿元和 189.59 亿元，毛利率分别为 7.98%、8.31% 和 8.13%，对收入和利润形成了一定补充。

（5）财务分析

建发集团披露了 2022—2024 年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，审计结论均为标准无保留意见；建发集团披露的 2025 年一季度财务报表未经审计。合并范围变化方面，建发集团于 2023 年将美凯龙纳入合并范围，对财务数据可比性存在一定影响。

2022—2024 年末，随着房地产板块拿地及开发节奏变化以及美凯龙纳入合并范围，建发集团资产规模波动增长。截至 2024 年底，建发集团资产中房地产业务形成的存货和往来款占比较高，其他应收款账龄偏长，需关注存货跌价风险和资金回收风险；投

资性房地产受限比例高且采用公允价值计量，可能对资产价值带来不确定性影响。

2022—2024 年底，建发集团资产总额波动增长，年均复合增长 7.73%。截至 2024 年底，建发集团资产总额较上年底下降 5.36%，主要系地产开发投入下降使得存货等流动资产减少所致；建发集团资产构成以流动资产为主。

图表 21 • 建发集团资产主要构成

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	6138.46	84.84	6471.35	72.94	5986.40	71.29
货币资金	1027.83	14.21	1043.83	11.76	1027.97	12.24
预付款项	369.50	5.11	377.15	4.25	243.92	2.90
其他应收款	670.91	9.27	713.55	8.04	798.57	9.51
存货	3633.85	50.22	3735.68	42.10	3319.32	39.53
非流动资产	1097.16	15.16	2401.13	27.06	2410.91	28.71
长期股权投资	364.12	5.03	499.92	5.63	526.65	6.27
投资性房地产	180.03	2.49	1155.44	13.02	1145.85	13.65
资产总额	7235.63	100.00	8872.48	100.00	8397.31	100.00

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2022—2024 年末，建发集团流动资产波动下降，年均复合下降 1.25%；截至 2024 年底，建发集团流动资产较上年底下降 7.49%，主要系预付款项和存货减少所致。2022—2024 年末，建发集团货币资金波动很小，截至 2024 年底，货币资金中有 105.80 亿元受限，受限比例为 10.29%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金和进口押汇保证金等。2022—2024 年末，建发集团预付款项波动下降，年均复合下降 18.75%。截至 2024 年底，建发集团预付款项较上年底下降 35.33%，主要系房地产板块控制拿地规模，预付地价款余额减少所致。2022—2024 年末，建发集团其他应收款持续增长，年均复合增长 9.10%；截至 2024 年底，建发集团其他应收款主要为房地产开发业务中应收合作方、相关联营企业的经营往来款等；其他应收款（不含应收股利）余额中账龄 1 年以上的占 71.08%，存在一定的回收风险。2022—2024 年末，建发集团存货波动下降，年均复合下降 4.43%。截至 2024 年底，建发集团存货较上年底下降 11.15%，主要系建发集团地产项目持续结转成本，以及控制房地产新开工规模，开发成本和开发产品余额减少所致。存货主要由开发成本（占 75.10%）和开发产品（占 13.18%）构成，累计计提跌价准备 106.83 亿元，计提比例为 3.12%。建发集团房地产板块近年来持续计提大规模存货跌价准备，未来若房地产行业景气度不能恢复，存货或仍将面临一定的跌价风险。

2022—2024 年末，建发集团非流动资产持续增长，年均复合增长 48.24%，主要系建发集团 2023 年将美凯龙纳入合并范围，投资性房地产等增加所致。2022—2024 年末，建发集团长期股权投资持续增长，年均复合增长 20.27%。截至 2024 年底，建发集团长期股权投资主要为对联营企业、合营企业的投资，2024 年权益法下确认的投资收益合计 21.05 亿元。2022—2024 年末，建发集团投资性房地产波动增长，年均复合增长 152.28%。截至 2024 年底，建发集团投资性房地产 1145.85 亿元，其中，美凯龙的投资性房地产账面价值 910.42 亿元。美凯龙的投资性房地产采用公允价值模式后续计量，且受限比例很高。2023—2024 年，建发集团合并口径按公允价值计量的投资性房地产分别确认公允价值变动损失 7.27 亿元和 31.05 亿元，投资性房地产账面价值易受市场波动等因素影响，可能对建发集团资产价值和收益带来不确定性。

截至 2024 年底，建发集团所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 1577.46 亿元，占同期末资产总额的 18.79%。其中，受限投资性房地产和存货账面价值分别为 879.54 亿元和 547.49 亿元，投资性房地产受限比例为 76.76%。

截至 2025 年 3 月底，建发集团合并资产总额 9274.44 亿元，较上年底增长 10.45%，主要系货币资金、预付款项和存货等流动资产增加所致。建发集团资产以流动资产为主，流动资产占比较上年底有所提高。

2022—2024 年末，建发集团所有者权益持续增长。截至 2024 年底，建发集团所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具占比高，权益结构稳定性较弱。

2022—2024 年末，随着美凯龙纳入合并范围、房地产业务合作开发带来的少数股东权益增加，以及未分配利润的积累，建发集团所有者权益持续增长，年均复合增长 15.82%。截至 2024 年底，建发集团所有者权益 2686.94 亿元，较上年底增长 3.04%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 26.31%，少数股东权益占比为 73.69%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 3.35%、1.29%、9.29%和 10.83%，所有者权益结构稳定性较弱。截至 2025 年 3 月底，建发集团所有者权益规模和构成较上年底变化不大。

2022—2024 年末，建发集团债务规模持续增长，整体债务负担较重，债务期限结构较为均衡。

2022—2024 年末，建发集团负债规模波动增长，年均复合增长 4.46%。其中，截至 2023 年底，主要因美凯龙纳入合并范围以及房地产板块项目开发、销售形成的合同负债、各类融资增加，建发集团负债总额较上年底增长 19.72%；截至 2024 年底，主要因房地产销售收入结转导致合同负债下降，建发集团负债总额较上年底下降 8.85%。

图表 22 • 建发集团主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	4023.73	76.90	4733.49	75.56	4092.35	71.67
短期借款	117.91	2.25	135.11	2.16	149.03	2.61
应付票据	250.46	4.79	334.79	5.34	338.40	5.93
应付账款	463.20	8.85	657.26	10.49	646.87	11.33
其他应付款	371.51	7.10	561.69	8.97	571.85	10.01
合同负债	2280.60	43.58	2377.94	37.96	1821.81	31.90
非流动负债	1209.01	23.10	1531.26	24.44	1618.02	28.33
长期借款	595.20	11.37	667.39	10.65	730.24	12.79
应付债券	428.83	8.20	510.46	8.15	549.61	9.62
负债总额	5232.74	100.00	6264.76	100.00	5710.37	100.00

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2022—2024 年末，建发集团短期借款持续增长，年均复合增长 12.43%。截至 2024 年底，建发集团短期借款中，抵押借款、保证借款、信用借款和贸易融资借款分别占 10.05%、37.90%、15.59%和 30.39%。2022—2024 年末，建发集团应付票据持续增长，年均复合增长 16.24%，截至 2024 年底，建发集团应付票据主要为银行承兑汇票。2022—2024 年末，建发集团应付账款波动增长，年均复合增长 18.17%。截至 2024 年底，建发集团应付账款主要由应付开发成本款（占 54.24%）和应付货款（占 40.29%）构成，账龄均在 1 年以内。2022—2024 年末，建发集团其他应付款持续增长，年均复合增长 24.07%。截至 2024 年底，其他应付款（不含应付股利）主要由往来款（占 63.66%）和预提税费及费用（占 15.20%）等构成。2022—2024 年末，建发集团合同负债波动下降，年均复合下降 10.62%。截至 2024 年底，建发集团合同负债较上年底下降 23.39%，主要系随着部分地产项目结转收入，预收售房款减少所致；合同负债主要由预收售房款（占 87.87%）和预收商品款（占 10.60%）构成。

2022—2024 年末，建发集团长期借款持续增长，年均复合增长 10.76%。截至 2024 年底，建发集团长期借款（含一年内到期部分）主要由抵押借款（占 9.62%）、保证借款（占 49.34%）、信用借款（占 9.66%）、质押结合抵押借款（占 10.61%）、抵押结合保证借款（占 13.03%）构成。2022—2024 年末，建发集团应付债券持续增长，年均复合增长 13.21%。

债务方面，2022—2024 年底，建发集团全部债务持续增长，年均复合增长 12.70%。主要因所有者权益增长，2022—2024 年底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率分和长期债务资本化比率有所下降。截至 2024 年底，建发集团全部债务 2033.92 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 35.76%和 64.24%。截至 2024 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 68.00%、43.08%和 32.72%，较上年底分别下降 2.61 个百分点、上升 0.13 个百分点和上升 0.89 个百分点。

截至 2025 年 3 月底，建发集团全部债务 2568.41 亿元，较上年底增长 26.28%，主要系建发股份采购规模以及为采购准备的货币资金规模扩大，短期借款、应付票据等增加所致。债务结构方面，短期债务占 47.61%，长期债务占 52.39%，结构相对均衡。截至 2025 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 71.32%、49.12%和 33.59%，较上年底分别上升 3.32 个百分点、6.04 个百分点和 0.87 个百分点。

2022—2024 年，建发集团营业总收入持续下降，资产减值损失、信用减值损失和公允价值变动损失对营业利润侵蚀影响大，但盈利能力指标仍处于较高水平。

2022—2024 年，建发集团营业总收入持续下降，综合毛利率持续上升，相关分析见本报告“经营分析”部分。

图表 23 • 建发集团盈利能力情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入（亿元）	8473.74	7834.28	7238.34
营业成本（亿元）	8142.22	7477.28	6799.37
费用总额（亿元）	147.37	189.99	221.95

投资收益（亿元）	47.00	28.87	33.13
资产减值损失（亿元）	-52.08	-39.33	-64.44
信用减值损失（亿元）	-11.19	-14.38	-14.01
公允价值变动收益（亿元）	-10.77	-17.34	-30.46
营业利润（亿元）	149.03	116.83	118.84
营业外收入（亿元）	6.42	105.09	6.34
利润总额（亿元）	153.91	217.56	120.43
营业利润率（%）	3.69	4.32	5.58
总资产收益率（%）	3.73	4.85	2.81
净资产收益率（%）	5.18	6.69	2.32

资料来源：联合资信根据公开信息整理

从期间费用看，主要由于合并范围、业务结构变化等因素，2022—2024年，建发集团费用总额持续增长，期间费用率分别为1.74%、2.43%和3.07%，持续上升，期间费用对利润形成一定侵蚀。2022—2024年，建发集团资产减值损失、信用减值损失、公允价值变动损益合计分别为-74.04亿元、-71.05亿元和-108.91亿元，对利润侵蚀大。2023年，建发股份及联发集团以现金方式收购美凯龙29.95%的股份，交易对价低于取得的美凯龙可辨认净资产公允价值，确认重组收益96.19亿元计入营业外收入，导致2023年利润总额同比增幅较大。受上述因素影响，2022—2024年，建发集团利润总额、总资产收益率、净资产收益率均波动下降。

2025年1—3月，建发集团实现营业总收入1497.33亿元，同比增长9.58%；营业利润率为3.42%，同比下降0.60个百分点；实现利润总额10.21亿元，同比增长88.70%。

2022—2024年，建发集团经营活动现金持续净流入，投资活动现金净流出规模缩小并于2024年转为净流入，筹资活动现金持续净流出。考虑到建发集团现有债务规模以及未来各业务板块运营、投资，建发集团仍有一定对外融资需求。

2022—2024年，建发集团经营活动现金流入量和流出量均持续下降，经营活动产生的现金流量净额波动下降但保持净流入状态；现金收入比持续下降，其中2024年，因房地产销售收入确认与收款存在一定的期间差异等因素，现金收入比同比下降13.16个百分点。

2022—2024年，建发集团投资活动现金流入量和流出量均波动下降，投资活动现金于2024年由净流出转为净流入。2022—2024年，建发集团筹资活动前现金持续净流入，经营活动现金净流入对投资活动资金需求具备保障能力。

2022—2024年，建发集团筹资活动现金持续净流出，净流出合计473.54亿元，取得借款收到的现金之和与偿还债务支付的现金之和差距较小，分配股利、利润或偿付利息支付的现金合计439.32亿元。考虑到建发集团存量债务规模，以及未来各板块可能发生的投资，建发集团仍有一定外部筹资需求。

图表 24 • 建发集团现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年
经营活动现金流入小计	10302.63	9524.90	7192.17
经营活动现金流出小计	10150.68	9242.14	7086.62
经营活动现金流量净额	151.95	282.76	105.55
投资活动现金流入小计	798.73	829.62	651.32
投资活动现金流出小计	864.57	866.97	596.13
投资活动现金流量净额	-65.85	-37.35	55.19
筹资活动前现金流量净额	86.10	245.41	160.74
筹资活动现金流入小计	2896.09	2630.33	2608.46
筹资活动现金流出小计	2934.06	2905.69	2768.67
筹资活动现金流量净额	-37.96	-275.36	-160.21
现金收入比	112.74%	106.01%	92.84%

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2025年1—3月，建发集团经营活动现金净流出39.70亿元，投资活动现金净流出91.80亿元，筹资活动现金净流入259.55亿元。

建发集团偿债指标整体表现较好，融资渠道畅通。

图表 25 • 建发集团偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率(%)	152.56	136.71	146.28
	速动比率(%)	62.25	57.79	65.17
	经营现金/流动负债(%)	3.78	5.97	2.58
	经营现金/短期债务(倍)	0.27	0.38	0.15
	现金短期债务比(倍)	1.85	1.44	1.44
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	199.21	284.99	218.35
	全部债务/EBITDA ² (倍)	8.04	6.89	9.32
	经营现金/全部债务(倍)	0.09	0.14	0.05
	EBITDA/利息支出(倍)	6.51	6.01	3.10
	经营现金/利息支出(倍)	4.97	5.97	1.50

注：经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公开信息整理

从偿债指标看，截至 2024 年底，建发集团流动比率、速动比率较上年底有所提高，整体处于较高水平；建发集团现金类资产对短期债务的保障程度高；建发集团 EBITDA 规模大，对利息支出、全部债务的覆盖程度尚可。

未决诉讼方面，根据建发集团 2024 年年度报告，截至 2024 年底，建发集团诉讼仲裁事项主要为建发股份（及其下属子公司）涉及的诉讼、仲裁，建发股份作为原告提起诉讼的事项主要为买卖合同纠纷、代理合同纠纷等，案件未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 8.93 亿元，建发股份对相关纠纷涉及的损失已在应收款项坏账准备预估了相应损失；建发股份作为被告产生的预计负债为 0.26 亿元。

对外担保方面，根据建发集团 2024 年年度报告，截至 2024 年底，子公司厦门建发融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为 22.64 亿元；子公司建发房产、联发集团为商品房承购人向银行提供阶段性抵押贷款担保合计 560.77 亿元。

银行授信方面，截至 2024 年底，建发集团获得银行授信总额 7102.20 亿元，尚未使用额度 4273.69 亿元，建发集团间接融资渠道畅通；建发集团下属的建发股份、建发国际（证券代码：01908.HK）、建发物业管理集团有限公司（股票代码：02156.HK）和建发合诚工程咨询股份有限公司（股票代码：603909.SH）为上市公司，拥有直接融资渠道。

建发集团本部主要从事股权管理，收入规模小，利润主要来自投资收益；本部债务负担较重，利息偿付压力不大。

截至 2024 年底，建发集团本部资产总额 603.93 亿元，流动资产和非流动资产占比分别为 24.34%和 75.66%。流动资产主要由货币资金（占 20.55%）和其他应收款（占 78.42%）构成，其他应收款主要为应收厦门建发会展股份有限公司等子公司的往来款、代收代付款等；非流动资产中，长期股权投资占 85.59%，投资性房地产占 6.99%。截至 2024 年底，建发集团本部货币资金为 30.22 亿元。

截至 2024 年底，建发集团本部所有者权益为 429.03 亿元，其中实收资本占 20.98%，其他权益工具占 58.18%，资本公积占 6.13%，未分配利润占 6.39%。

截至 2024 年底，建发集团本部负债总额 174.90 亿元，流动负债和非流动负债分别占 27.04%和 72.96%。流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券等（占 90.96%），非流动负债主要由长期借款（占 15.43%）和应付债券（占 84.50%）构成。截至 2024 年底，建发集团本部资产负债率为 28.96%；本部全部债务 170.55 亿元，其中，短期债务占 25.22%、长期债务占 74.78%。截至 2024 年底，建发集团本部全部债务资本化比率 28.44%，考虑到所有者权益中存在含权债券（2024 年底为 249.60 亿元），本部债务负担较重。

建发集团本部营业收入规模相对较小，利润来源主要为投资收益。2024 年，建发集团本部投资收益为 30.55 亿元，利润总额为 20.19 亿元，取得投资收益收到的现金 17.34 亿元。考虑到建发集团本部净利息支出（利息费用-利息收入，2024 年为 4.56 亿元）规模不大，实际利息支付压力不大。

² 由于未获得公司资本化利息数据，本报告在与利息支出相关指标的测算中，利息支出额以费用化利息代替

（6）担保效果评价

以 2024 年底财务数据测算，“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”余额合计 20.71 亿元，占建发集团所有者权益总额的比例很小。2024 年，建发集团 EBITDA 和经营性净现金流对“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”的覆盖倍数分别约为 10.54 倍和 5.06 倍。建发集团的担保对于“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”的到期还本付息具有显著的保护作用。

经联合资信评定，建发集团个体信用等级为 **aaa**，主体长期信用等级为 **AAA_{pi}**，评级展望稳定。

2 建发股份

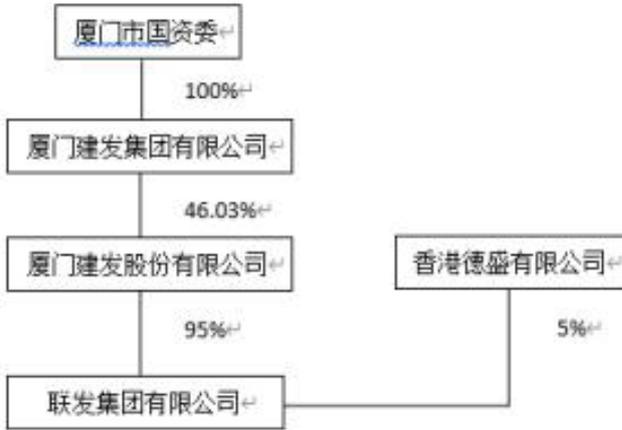
建发股份作为是以供应链运营、房地产与家居商场运营为主业的上市公司，其中供应链运营业务在经营规模、业务网络、运营价值链等方面具有极强的竞争优势，近年来因大宗商品市场行情变化及部分业务收入确认方式调整等因素综合影响，供应链运营分部收入及利润有所下降；房地产板块具备显著的区域品牌优势，综合开发实力强，开发项目及土地储备的区域分布情况较好，2024 年公司放缓地产开工及土地投资规模，资金支出压力有所减轻，但受行业景气度持续低位运行影响，签约销售面积和金额波动下降，存货跌价准备计提规模波动增长且规模较大，需关注地产项目的去化和跌价风险；公司于 2023 年收购红星美凯龙新增家居商场运营业务，红星美凯龙家居商场管理规模大，但近年来商场数量、商场出租率及平均租金水平均有所下降，加之由此引起的投资性房地产公允价值下降，2023—2024 年连续两年出现亏损，后续业绩改善情况有待关注。公司逐步完善内控体系建设，内部管理制度较为健全，但下属子公司众多，存在一定的管理难度。财务方面，公司核心主营业务盈利能力仍较强，但近年来资产减值损失、信用减值损失和公允价值变动损失对利润侵蚀加大；资产质量良好，需关注房地产开发业务所形成存货的跌价风险以及往来款的回收风险；权益稳定性较弱，债务负担较重，偿债指标表现较好。经联合资信评定，建发股份个体信用等级为 **aaa**，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 2025 年度第二期中期票据信用评级报告](#)）。

以 2024 年底财务数据测算，“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“24 联发 01”“24 联发 03”“21 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”“24 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN001”“25 联发集 MTN002”余额合计 141.29 亿元，约占建发股份所有者权益总额的 6.19%。2024 年，建发股份 EBITDA 和经营性净现金流对“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“24 联发 01”“24 联发 03”“21 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”“24 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN001”“25 联发集 MTN002”的覆盖倍数分别约为 1.37 倍和 0.79 倍。建发股份的担保对于“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“24 联发 01”“24 联发 03”“21 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”“24 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN001”“25 联发集 MTN002”的到期还本付息具有显著的保护作用。

九、跟踪评级结论

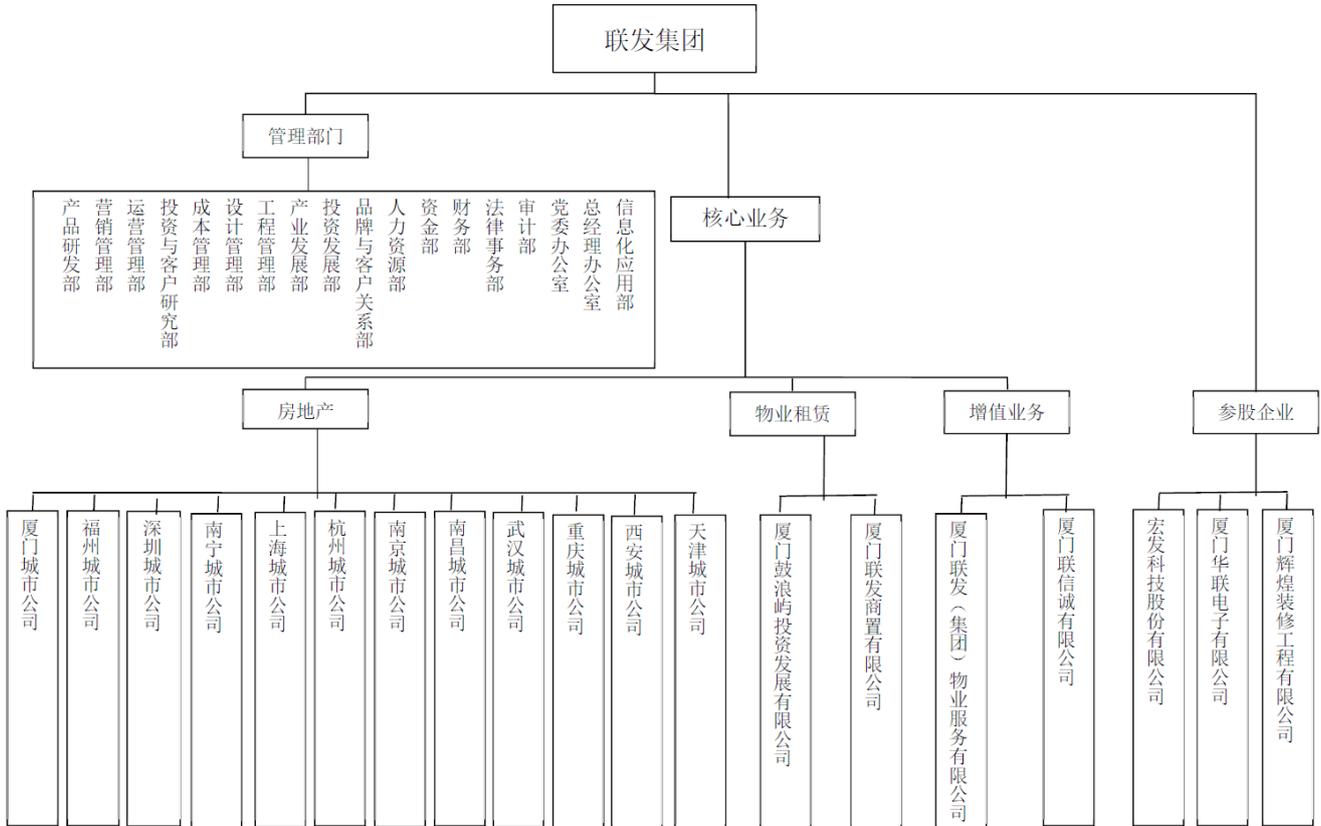
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 **AA⁺**，维持“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“24 联发 01”“24 联发 03”“21 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”“24 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN001”“25 联发集 MTN002”的信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司年报

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	188.06	122.05	139.03	167.74
应收账款（亿元）	5.62	5.59	4.45	4.85
其他应收款（亿元）	131.91	136.34	157.99	204.66
存货（亿元）	771.42	665.27	487.20	475.14
长期股权投资（亿元）	41.54	99.10	101.86	109.11
固定资产（亿元）	3.71	2.88	2.44	2.36
在建工程（亿元）	9.03	0.05	0.05	0.05
资产总额（亿元）	1274.91	1190.27	1004.12	1079.49
实收资本（亿元）	21.00	21.00	21.00	21.00
少数股东权益（亿元）	188.96	179.75	204.22	211.89
所有者权益（亿元）	323.60	305.07	298.52	302.96
短期债务（亿元）	136.29	105.23	49.88	43.55
长期债务（亿元）	229.39	211.71	300.17	315.25
全部债务（亿元）	365.68	316.94	350.04	358.81
营业总收入（亿元）	314.66	288.23	361.34	26.27
营业成本（亿元）	295.10	268.33	330.05	25.75
其他收益（亿元）	0.18	0.23	0.08	0.02
利润总额（亿元）	8.94	3.19	-12.86	-1.36
EBITDA（亿元）	12.73	8.42	-5.80	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	315.97	255.93	177.17	42.97
经营活动现金流入小计（亿元）	341.74	281.99	198.31	44.07
经营活动现金流量净额（亿元）	56.74	52.41	-17.09	3.80
投资活动现金流量净额（亿元）	-11.78	10.26	-3.08	-37.22
筹资活动现金流量净额（亿元）	-50.41	-121.43	34.69	55.80
财务指标				
销售债权周转次数（次）	56.46	51.42	71.94	--
存货周转次数（次）	0.37	0.37	0.57	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.23	0.33	--
现金收入比（%）	100.42	88.79	49.03	163.59
营业利润率（%）	6.12	6.54	7.57	0.20
总资本收益率（%）	0.72	0.85	-1.93	--
净资产收益率（%）	0.61	0.35	-6.25	--
长期债务资本化比率（%）	41.48	40.97	50.14	50.99
全部债务资本化比率（%）	53.05	50.95	53.97	54.22
资产负债率（%）	74.62	74.37	70.27	71.94
调整后资产负债率（%）	63.77	64.04	65.35	67.26
流动比率（%）	160.63	150.41	206.62	196.71
速动比率（%）	52.25	50.73	84.92	92.58
经营现金流流动负债比（%）	7.97	7.85	-4.27	--
现金短期债务比（倍）	1.38	1.16	2.79	3.85
EBITDA 利息倍数（倍）	0.69	0.45	-0.36	--
全部债务/EBITDA（倍）	28.73	37.65	-60.34	--

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 2025 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	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	51.14	27.43	38.59	45.66
应收账款（亿元）	0.09	0.06	0.60	0.67
其他应收款（亿元）	4.31	4.33	3.87	256.15
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	159.98	196.96	194.43	191.01
固定资产（亿元）	0.22	0.70	0.66	0.63
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	459.26	459.54	454.94	515.75
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）	129.87	137.10	124.89	122.10
短期债务（亿元）	55.15	27.86	5.10	4.39
长期债务（亿元）	87.30	122.82	170.03	169.08
全部债务（亿元）	142.45	150.67	175.12	173.47
营业总收入（亿元）	4.31	4.33	3.87	0.50
营业成本（亿元）	2.87	1.03	0.27	0.05
其他收益（亿元）	0.02	0.02	0.02	0.00
利润总额（亿元）	20.66	15.32	-2.80	-0.76
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.69	5.70	4.55	0.33
经营活动现金流入小计（亿元）	665.64	945.03	506.80	199.96
经营活动现金流量净额（亿元）	74.63	-26.10	-13.50	-36.43
投资活动现金流量净额（亿元）	-73.67	7.01	10.23	-3.76
筹资活动现金流量净额（亿元）	-3.36	-2.81	13.21	40.71
财务指标				
销售债权周转次数（次）	18.75	57.54	11.66	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	85.70	131.64	117.39	64.63
营业利润率（%）	28.96	72.51	87.87	79.61
总资本收益率（%）	9.61	8.01	1.08	--
净资产收益率（%）	15.27	12.63	-1.57	--
长期债务资本化比率（%）	40.20	47.25	57.65	58.07
全部债务资本化比率（%）	52.31	52.36	58.37	58.69
资产负债率（%）	71.72	70.17	72.55	76.33
流动比率（%）	119.60	123.54	153.41	138.50
速动比率（%）	119.60	123.54	153.41	138.50
经营现金流动负债比（%）	32.10	-13.26	-8.54	--
现金短期债务比（倍）	0.93	0.98	7.57	10.40
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：联合资信根据公司财务报表整理

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