

联发集团有限公司

2026 年度第一期中期票据
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〔2026〕2136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 2026 年度第一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⁺，联发集团有限公司 2026 年度第一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

二〇二六年四月十四日

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。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信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。

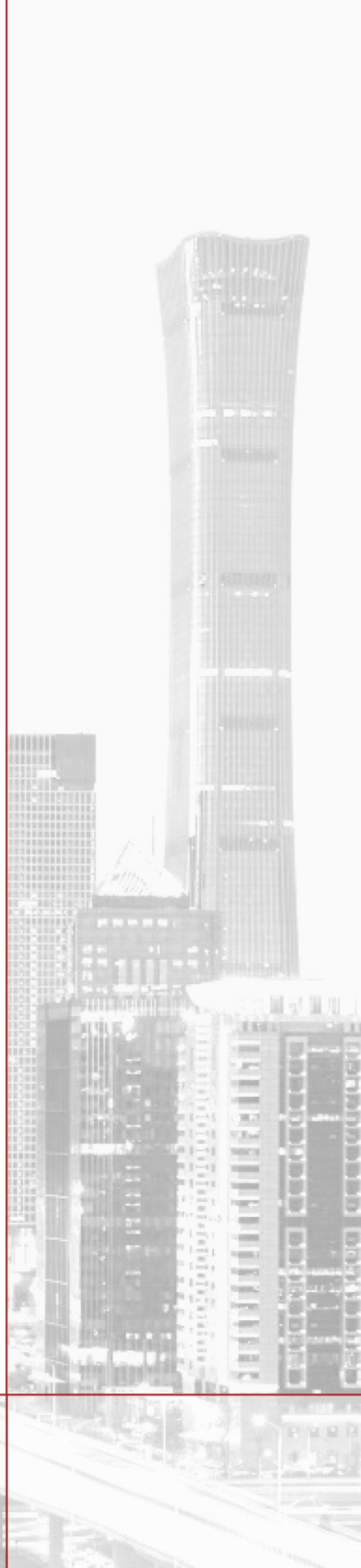
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

2026 年度第一期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA+/稳定	AAA/稳定	2026/04/14

债项概况 2026 年度第一期中期票据（以下简称“本期债项”）本期债项发行金额为不超过 10.00 亿元，期限为 3+2+2 年，存续期第 3 年末、第 5 年末附联发集团有限公司（以下简称“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，由集中簿记建档结果确定。本期债项每年支付利息，到期还本付息。本期债项募集资金拟用于置换偿还债务融资工具的自有资金。本期债项由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

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。截至 2025 年 9 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，在当前房地产市场景气度不佳的背景下，项目利润空间承压，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，在行业下行阶段，其可变现能力与账面价值均面临一定压力；公司存货中开发产品占比偏高，去化压力大，并面临存货减值风险。债务结构方面，公司以长期债务为主，整体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、融资渠道畅通等因素，公司实际偿债能力很强。本期债项由建发股份提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，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，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。

优势

- **公司房地产开发经验丰富。公司拥有房地产开发壹级资质**，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。公司在厦门、南京、重庆、南昌等核心城市已形成较强的区域品牌影响力。
- **公司债务负担合理，债务结构良好。**公司债务结构以长期债务为主，整体债务负担处于合理水平。截至 2024 年底，现金短期债务比提升至 2.79 倍，短期偿债能力指标有所改善。
- **股东支持力度大。**公司股东建发股份为 A 股上市公司，综合实力极强，可在融资等方面为公司提供有力支持。目前公司公开市场债务融资均由建发股份或厦门建发集团有限公司提供担保，显著增强了公司信用水平。
- **股东提供的担保对本期债项的信用状况有显著提升作用。**本期债项由建发股份提供无条件不可撤销的连带责任保证担保，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较上年提升，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。**公司受资本化利息减少、资产减值损失增加及非经常性损益大幅下降等因素影响，2024 年公司利润总额转为负值。在存量低毛利项目消化完毕前，公司盈利能力仍面临较大压力。
- **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: 公司指示评级和个体调整情况较上次评级未发生变动。

外部支持变动说明: 公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级未发生变动。

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。

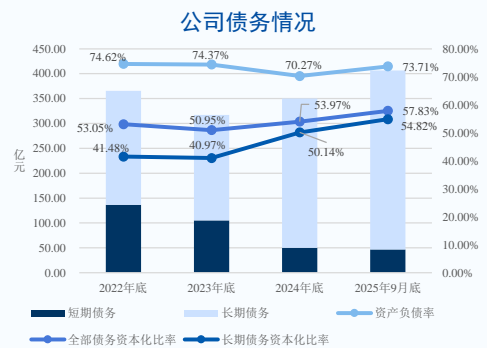
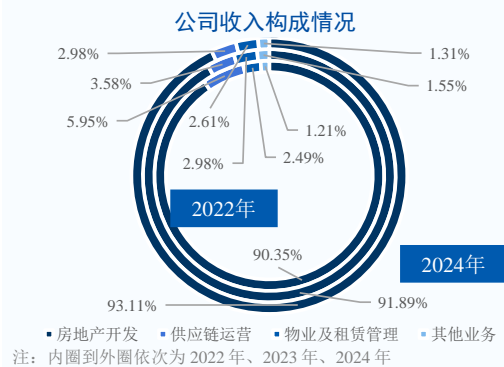
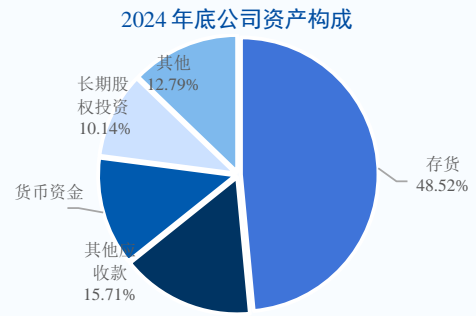
主要财务数据

合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年9月
现金类资产(亿元)	188.06	122.05	139.03	150.80
资产总额(亿元)	1274.91	1190.27	1004.12	1127.30
所有者权益(亿元)	323.60	305.07	298.52	296.37
短期债务(亿元)	136.29	105.23	49.88	46.83
长期债务(亿元)	229.39	211.71	300.17	359.65
全部债务(亿元)	365.68	316.94	350.04	406.47
营业总收入(亿元)	314.66	288.23	361.34	131.09
利润总额(亿元)	8.94	3.19	-12.86	-14.08
EBITDA(亿元)	12.73	8.42	-5.80	--
经营性净现金流(亿元)	56.74	52.41	-17.09	-53.29
营业利润率(%)	6.12	6.54	7.57	3.25
净资产收益率(%)	0.61	0.35	-6.25	--
资产负债率(%)	74.62	74.37	70.27	73.71
全部债务资本化比率(%)	53.05	50.95	53.97	57.83
流动比率(%)	160.63	150.41	206.62	197.98
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	3.22
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9月
资产总额(亿元)	459.26	459.54	454.94	538.37
所有者权益(亿元)	129.87	137.10	124.89	116.19
全部债务(亿元)	142.45	150.67	175.12	191.65
营业总收入(亿元)	4.31	4.33	3.87	1.47
利润总额(亿元)	20.66	15.32	-2.80	-8.22
资产负债率(%)	71.72	70.17	72.55	78.42
全部债务资本化比率(%)	52.31	52.36	58.37	62.26
流动比率(%)	119.60	123.54	153.41	126.55
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1-9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



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	2026/03/02	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	-
AA+/稳定	2015/06/29	李晶 刘薇	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015年）	阅读全文

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

评级项目组

项目负责人：王 晴 wangqing@lhratings.com

项目组成员：赵 兮 zhaoxi@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 2025 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”）。

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 2025 年 9 月底，公司内设投资与客户研究部、研发部、产品设计管理部、营销策划管理部、战略运营部等多个职能部门（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，公司实现营业总收入 361.34 亿元，利润总额-12.86 亿元。

截至 2025 年 9 月底，公司合并资产总额 1127.30 亿元，所有者权益 296.37 亿元（含少数股东权益 216.55 亿元）；2025 年 1-9 月，公司实现营业总收入 131.09 亿元，利润总额-14.08 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：林伟国。

二、本期债项概况

公司拟发行联发集团有限公司 2026 年度第一期中期票据（以下简称“本期债项”）（接受注册通知书文号：中市协注[2026]MTN219 号），本期债项发行金额为不超过 10.00 亿元，期限为 3+2+2 年（存续期第 3 年末、第 5 年末附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，由集中簿记建档结果确定。本期债项每年支付利息，到期还本付息。

本期债项募集资金计划全部用于置换偿还债务融资工具的自有资金。

本期债项由建发股份提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）》。

四、行业分析

2025 上半年，土地成交进入底部空间，在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，房企投资积极性不足，但核心城市核心区域土地资源仍维持高热度。2024 年新政带来了阶段性回暖，但随着政策效应衰减，2025 年 6 月市场跌幅有扩大趋势。从去化周期看，行业库存出清压力明显，房价仍未止跌，居民购房偏谨慎。从融资端来看，2025 年上半年，国内房地产行业的融资环境整体上延续了宽松态势，但在行业下行压力未减、债务违约风险犹存的情况下，中小型和高负债房企的流动性问题仍较为严峻。本轮房地产行业长期且深度的调整仍在继续，行业止跌回稳的实现仍主要取决于需求的回暖，未来房企打造优质产品能力的重要性将更加凸显。完整版房地产行业分析详见《2025 年上半年房地产行业信用风险总结及展望》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

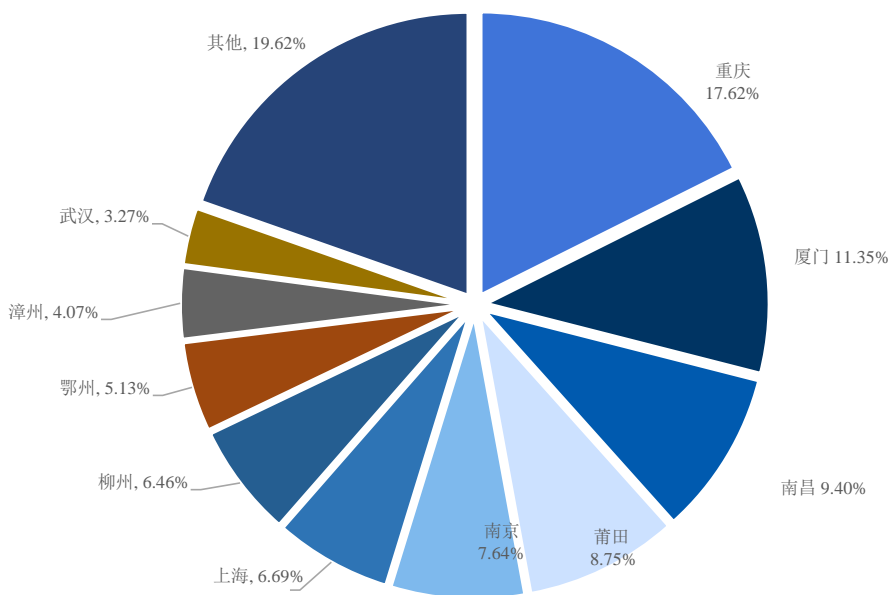
公司房地产开发经验较为丰富，在售项目剩余可售资源相对于公司过往销售情况剩余可售面积较为充足，但存量项目盈利空间有待提升，去化压力较大。

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，公司对项目公司及下属项目的建设、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 9 月底，公司全口径在建及已完工项目剩余可售面积为 423.85 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 1 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 1 • 截至 2025 年 9 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

再融资能力方面，截至 2025 年 9 月底，公司累计获得银行授信额度 322.77 亿元，剩余可用授信额度 107.65 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或厦门建发集团有限公司（以下简称“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。

2 信用记录

根据公司提供的企业信用报告，截至 2026 年 3 月 26 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 2026 年 4 月 13 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。

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《中华人民共和国公司法》《厦门经济特区商事登记条例》等有关法律、法规的规定制订了《公司章程》，并建立了完善的法人治理结构。

公司股东会由全体股东组成，股东会是公司的权力机构。

公司设立董事会，由 5—7 名董事组成；设董事长 1 名，由董事会选举产生。董事会对股东会负责，依据公司法行使职权。

公司设经理一名，由董事会聘任或解聘。

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、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。

2022—2024 年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长 7.16%。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—9 月，公司营业总收入同比下降 26.43%；综合毛利率下降至 4.04%，其中房地产开发业务毛利率已经下降至很低水平。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 2 • 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—9 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%	103.17	78.7%	2.87%
供应链运营	18.73	5.95%	1.21%	10.33	3.58%	2.91%	10.76	2.98%	2.99%	16.54	12.61%	1.78%
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%	7.52	5.73%	27.90%
其他业务	3.81	1.21%	9.68%	4.47	1.55%	27.64%	4.72	1.31%	36.58%	3.87	2.95%	-1.47%
合计	314.66	100.00%	6.22%	288.23	100.00%	6.90%	361.34	100.00%	8.66%	131.09	100.00%	4.04%

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

2022—2024 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；2025 年前三季度公司加大投资力度，权益口径新增土地储备金额已超 2024 年全年；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。

2022 年，公司新进入上海区域，拿地区域向高能级城市聚焦，新获取项目楼面价有所上升。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，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—9 月，公司新获取土地 9 块，新增土地储备权益占比大幅上升。按权益口径计，2025 年 1—9 月，公司土地投资金额已超 2024 年全年。从区域看，新增土地中厦门占比 15.31%、莆田占比 20.59%、南京占比 19.60%、深圳占比 3.28%、上海占比 25.20%、柳州占比 16.02%；由于柳州与莆田地块楼面价较低，公司拿地均价再次下降。

图表 3 • 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—9 月
新增项目数量	13	13	6	9
新增土地储备建筑面积-全口径	79.59	107.01	46.30	82.91
新增土地储备建筑面积-权益口径	32.61	77.89	23.31	70.97
新增土地储备金额-全口径	216.04	151.09	139.64	131.67
新增土地储备金额-权益口径	78.02	104.51	72.05	123.51
新增土地储备金额权益比例	36.12%	69.17%	51.60%	93.80%
新增土地储备楼面地价-全口径	2.70	1.41	3.02	1.59

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2025 年 9 月底，公司未开工土地储备的权益计容建筑面积为 125.70 万平方米，其中 2 个项目位于鄂州（合计占比 69.10%），其他项目分别位于南昌（占比 8.49%）、柳州（占比 6.33%）、广州（占比 10.03%）和上海（占比 6.05%），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

2022—2024 年，伴随行业调整公司新开工面积逐年下降；2025 年前三季度，伴随拿地面积增加公司新开工面积大幅增长。

2022—2024 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，公司竣工面积维持高位。2022—2024 年末，公司期末在建面积逐年下降。2025 年 1—9 月，公司新开工面积同比增长 115.25%，竣工面积同比下降 67.51%。

图表 4 • 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—9 月
新开工面积	147.00	90.15	76.57	164.32
房屋竣工面积	329.75	381.07	289.69	50.63
期末在建面积	804.62	513.70	300.58	414.27

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 9 月底，公司在建项目尚需投资 152.28 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

2022—2024 年，公司协议销售面积逐年下降，协议销售均价波动上升；2025 年前三季度，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。

2022—2024 年，公司协议销售面积逐年下降，协议销售金额波动下降。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—9 月，公司全口径协议销售金额同比增长 55.10%。

图表 5 • 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—9 月
协议销售面积	170.85	157.31	138.90	118.44
协议销售金额	315.26	403.45	262.24	194.96
协议销售均价	1.85	2.56	1.89	1.65

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 9 月底，公司全口径在建及已完工项目剩余可售面积为 423.85 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。

3 经营效率

2024 年，公司经营效率指标有所提升。

从经营效率指标看，2022—2024 年，公司存货周转次数分别为 0.37 次、0.37 次和 0.57 次，整体小幅上升；总资产周转次数分别为 0.24 次、0.23 次和 0.33 次，波动上升。

4 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。

八、财务分析

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022—2024 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 2025 年 1—9 月财务数据未经审计。

1 资产质量

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

司资产规模逐年下降。2022—2024 年末，公司资产规模持续下降，年均复合下降 11.25%。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 9 月底，公司合并资产总额 1127.30 亿元，较上年底增长 12.27%，主要系其他应收款、存货和长期股权投资增多所致。

图表 6 • 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 9 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%	923.40	81.91%
货币资金	177.40	13.91%	113.20	9.51%	128.84	12.83%	135.37	12.01%
其他应收款	131.91	10.35%	136.34	11.45%	157.99	15.73%	172.07	15.26%
存货	771.42	60.51%	665.27	55.89%	487.20	48.52%	544.27	48.28%
非流动资产	131.55	10.32%	186.39	15.66%	176.98	17.63%	203.90	18.09%
长期股权投资	41.54	3.26%	99.10	8.33%	101.86	10.14%	129.67	11.50%
投资性房地产	50.26	3.94%	60.22	5.06%	57.65	5.74%	57.35	5.09%
资产总额	1274.91	100.00%	1190.27	100.00%	1004.12	100.00%	1127.30	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 7 • 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

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。

2022—2024 年末，公司所有者权益持续下降，年均复合下降 3.95%。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 9 月底，公司所有者权益 296.37 亿元，较上年底下降 0.72%，较上年底变化不大。

(2) 负债

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。

2022—2024年末，公司负债规模持续下降，年均复合下降13.88%。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9月底，公司负债总额890.93亿元，较上年底增长17.76%，主要系其他应付款、合同负债及融资增多所致。

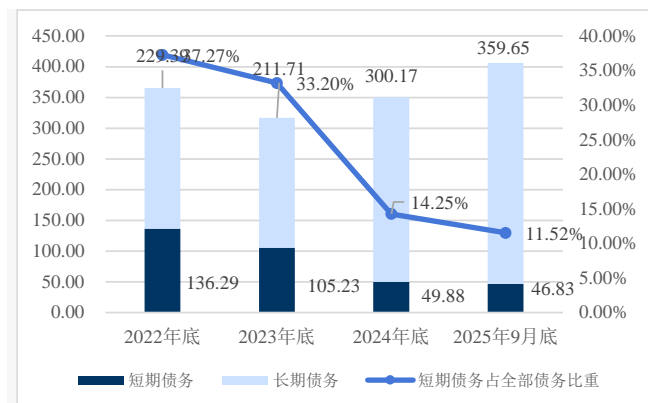
图表8·公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022年底		2023年底		2024年底		2025年9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%	466.41	56.13%
应付账款	74.89	7.87%	74.68	8.44%	64.13	9.09%	53.81	6.48%
其他应付款	78.57	8.26%	111.43	12.59%	126.73	17.96%	181.30	21.82%
一年内到期的非流动负债	118.55	12.46%	74.68	8.44%	34.11	4.83%	29.37	3.53%
合同负债	381.61	40.11%	341.71	38.60%	142.33	20.17%	164.89	19.84%
非流动负债	239.53	25.18%	217.78	24.60%	305.28	43.27%	364.52	43.87%
长期借款	147.65	15.52%	98.50	11.13%	135.47	19.20%	184.02	22.15%
应付债券	76.46	8.04%	111.77	12.63%	156.70	22.21%	162.56	19.56%
负债总额	951.31	100.00%	885.20	100.00%	705.60	100.00%	830.93	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

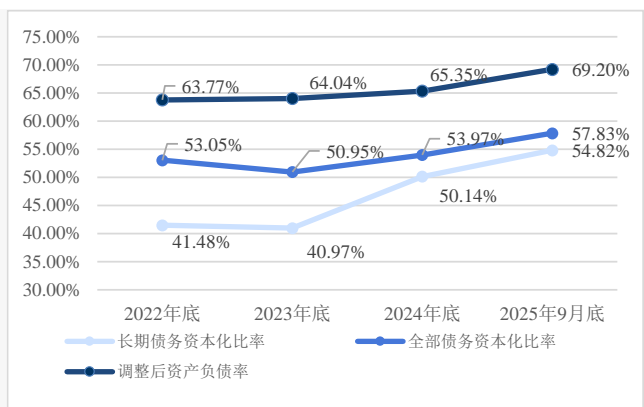
有息债务方面，2022—2024年，公司全部债务波动下降，年均复合下降3.05%。截至2024年底，公司全部债务350.04亿元，较上年底增长10.44%。其中，短期债务占14.25%，长期债务占85.75%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2024年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为70.27%、53.97%和50.14%，较上年底分别下降4.10个百分点、提高3.02个百分点和提高9.17个百分点，公司债务负担有所加重。截至2025年9月底，公司全部债务406.47亿元，较上年底增长16.12%。债务结构方面，短期债务占11.52%，长期债务占88.48%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2025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为73.71%、57.83%和54.82%，较上年底分别提高3.44个百分点、提高3.86个百分点和提高4.69个百分点。从融资结构看，截至2025年9月底，公司融资结构中，银行贷款约占56%，债券融资约占41%，其他融资约占3%，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。

图表9·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10·公司债务指标



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

3 盈利能力

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。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—9月，公司营业利润率较2024年全年有所下降，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。

2022—2024年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长7.16%。2022年，公司利润主要由投资收益贡献，主要为处置长期股权投资产生的投资收益及权益法转为公允价值计量产生的利得。2023年，伴随投资收益大幅下降，公司营业利润转为-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家居集团股份有限公司（以下简称“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。过往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。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—9月，公司营业利润率较2024年全年有所下降，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 11 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—9月
营业总收入	314.66	288.23	361.34	131.09
营业成本	295.10	268.33	330.05	125.80
费用总额	13.34	17.57	21.34	13.69
资产减值损失	-10.15	-14.77	-20.90	-3.31
投资收益	14.79	0.67	3.43	-1.63
营业外收入	0.15	19.68	0.22	0.09
利润总额	8.94	3.19	-12.86	-14.08
营业利润率	6.12%	6.54%	7.57%	3.25%
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

4 现金流

2022—2024年，公司经营现金流由净流入转为净流出，筹资活动现金流由净流出转为净流入，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，受销售回款下降影响，公司经营活动现金流转为净流出。公司投资活动净现金流有所波动，整体规模相对较小。2024年，公司筹资活动现金流转为净流入，融资规模有所增加。2025年1—9月，公司经营和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 12 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—9月
经营活动现金流入小计	341.74	281.99	198.31	183.68
经营活动现金流出小计	285.00	229.58	215.40	236.97
经营活动现金流量净额	56.74	52.41	-17.09	-53.29
投资活动现金流入小计	37.88	99.38	35.33	14.98
投资活动现金流出小计	49.66	89.11	38.41	43.07
投资活动现金流量净额	-11.78	10.26	-3.08	-28.09
筹资活动前现金流量净额	44.96	62.67	-20.17	-81.38
筹资活动现金流入小计	275.64	240.17	309.15	216.66
筹资活动现金流出小计	326.05	361.60	274.46	129.16
筹资活动现金流量净额	-50.41	-121.43	34.69	87.50

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；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 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
短期偿债指标	流动比率	160.63%	150.41%	206.62%	197.98%
	速动比率	52.25%	50.73%	84.92%	81.29%
	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	3.22
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 9 月底，公司所有者权益合计 296.37 亿元，占总资产的 26.29%，仍可抵御较大规模资产减值。

截至 2025 年 9 月底，公司不存在重大未决诉讼情况。

截至 2025 年 9 月底，公司对外担保余额 6.66 亿元，占期末净资产比例为 2.25%。

截至 2025 年 9 月底，公司累计获得银行授信额度 322.77 亿元，剩余可用授信额度 107.65 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，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。

九、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。公司持续搭建新青年社区产品体系，契合“好房子”及各地“青年发展型城市”建设政策导向。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、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。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项发行金额为不超过 10.00 亿元，分别占公司 2024 年底长期债务和全部债务的 3.33% 和 2.86%。以 2024 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 70.27%、53.97% 和 50.14% 上升至 70.56%、54.67% 和 50.96%。考虑到本期债项募集资金扣除发行费用后，拟全部用于置换偿还债务融资工具的自有资金，本期债项对公司债务负担的影响将轻于上述预测值。

2 本期债项偿还能力

以 2024 年的财务数据为基础，考虑本期债项发行后，公司 2024 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；2024 年经营活动现金净流量及 EBITDA 无法覆盖发行后的长期债务。

图表 14• 本期债项偿还能力测算

项目	2024 年
发行后长期债务*（亿元）	310.17
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.64
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.06
发行后长期债务/EBITDA（倍）	-53.46

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

建发股份为本期债券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券本息偿付的安全性。

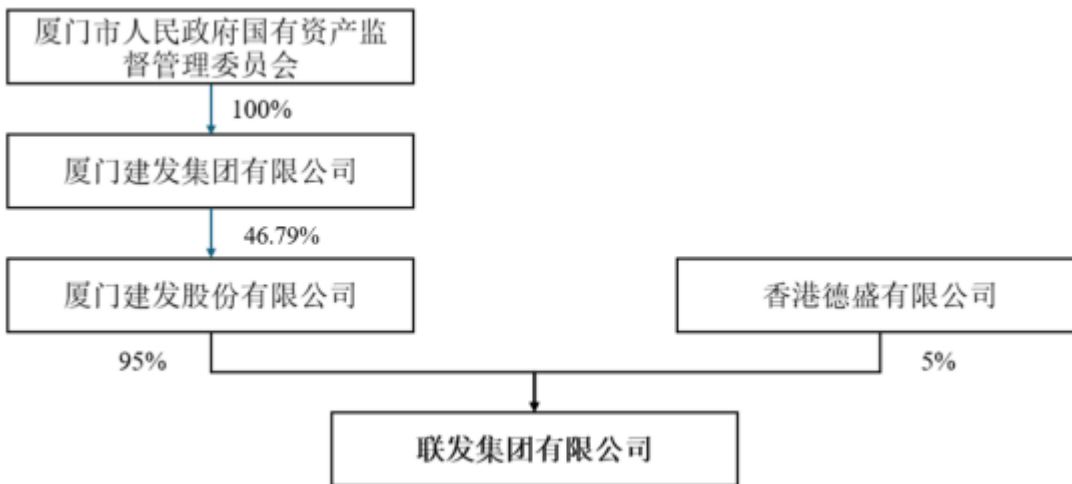
建发股份是以供应链运营、房地产与家居商场运营为主业的上市公司，其中供应链运营业务在经营规模、业务网络、运营价值链等方面具有极强的竞争优势，近年来因大宗商品市场行情变化及部分业务收入确认方式调整等因素综合影响，供应链运营分部收入及利润有所下降；房地产板块具备显著的区域品牌优势，综合开发实力强，开发项目及土地储备的区域分布情况较好，2024 年建发股份放缓地产开工及土地投资规模，资金支出压力有所减轻，但受行业景气度持续低位运行影响，签约销售面积和金额波动下降，存货跌价准备计提规模波动增长且规模较大，需关注地产项目的去化和跌价风险；建发股份于 2023 年收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）新增家居商场运营业务，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 年以来持续亏损，后续业绩改善情况有

待关注。建发股份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，建发股份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 2026 年度第一期中期票据信用评级报告](#)）。

十二、评级结论

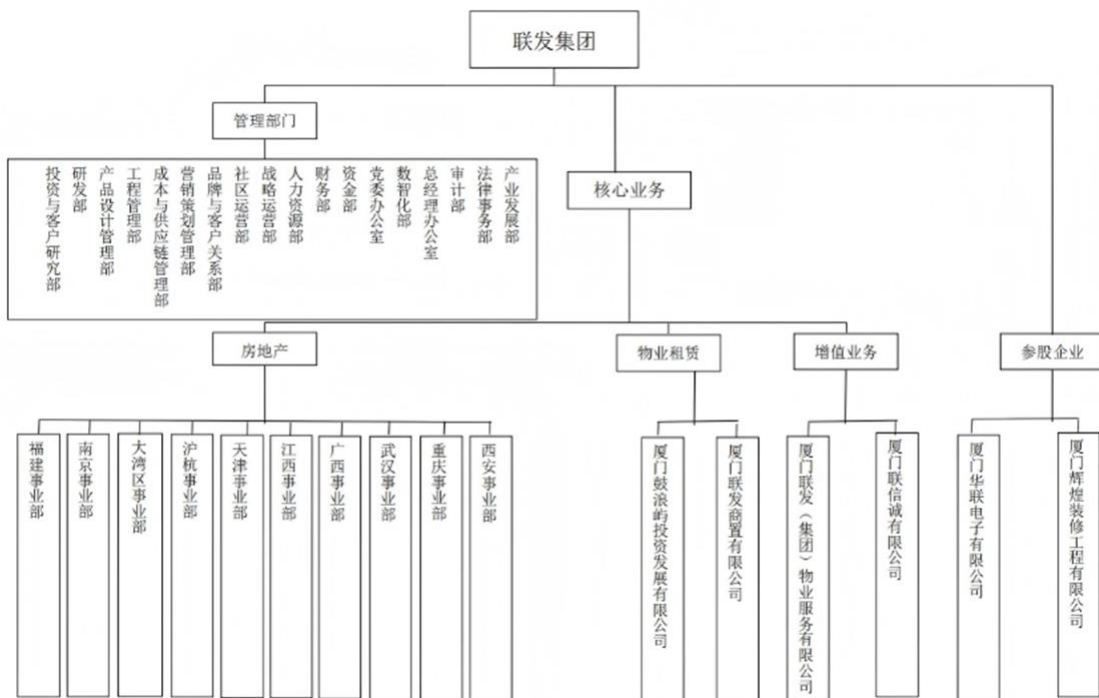
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 **AA⁺**，本期债项信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 9 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 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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	188.06	122.05	139.03	150.80
应收账款（亿元）	5.62	5.59	4.45	5.30
其他应收款（亿元）	131.91	136.34	157.99	172.07
存货（亿元）	771.42	665.27	487.20	544.27
长期股权投资（亿元）	41.54	99.10	101.86	129.67
固定资产（亿元）	3.71	2.88	2.44	2.50
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	1127.30
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	216.55
所有者权益（亿元）	323.60	305.07	298.52	296.37
短期债务（亿元）	136.29	105.23	49.88	46.83
长期债务（亿元）	229.39	211.71	300.17	359.65
全部债务（亿元）	365.68	316.94	350.04	406.47
营业总收入（亿元）	314.66	288.23	361.34	131.09
营业成本（亿元）	295.10	268.33	330.05	125.80
其他收益（亿元）	0.18	0.23	0.08	0.05
利润总额（亿元）	8.94	3.19	-12.86	-14.08
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	172.71
经营活动现金流入小计（亿元）	341.74	281.99	198.31	183.68
经营活动现金流量净额（亿元）	56.74	52.41	-17.09	-53.29
投资活动现金流量净额（亿元）	-11.78	10.26	-3.08	-28.09
筹资活动现金流量净额（亿元）	-50.41	-121.43	34.69	87.50
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	131.75
营业利润率（%）	6.12	6.54	7.57	3.25
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	54.82
全部债务资本化比率（%）	53.05	50.95	53.97	57.83
资产负债率（%）	74.62	74.37	70.27	73.71
调整后资产负债率（%）	63.77	64.04	65.35	69.20
流动比率（%）	160.63	150.41	206.62	197.98
速动比率（%）	52.25	50.73	84.92	81.29
经营现金流动负债比（%）	7.97	7.85	-4.27	--
现金短期债务比（倍）	1.38	1.16	2.79	3.22
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—9 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 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	51.14	27.43	38.59	35.75
应收账款（亿元）	0.09	0.06	0.60	0.49
其他应收款（亿元）	218.47	196.70	202.38	263.01
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	220.30
固定资产（亿元）	0.22	0.70	0.66	0.61
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	538.37
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	116.19
短期债务（亿元）	55.15	27.86	5.10	7.28
长期债务（亿元）	87.30	122.82	170.03	184.36
全部债务（亿元）	142.45	150.67	175.12	191.65
营业总收入（亿元）	4.31	4.33	3.87	1.47
营业成本（亿元）	2.87	1.03	0.27	0.15
其他收益（亿元）	0.02	0.02	0.02	0.01
利润总额（亿元）	20.66	15.32	-2.80	-8.22
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.69	5.70	4.55	1.88
经营活动现金流入小计（亿元）	665.64	945.03	506.80	527.16
经营活动现金流量净额（亿元）	74.63	-26.10	-13.50	-54.86
投资活动现金流量净额（亿元）	-73.67	7.01	10.23	-4.40
筹资活动现金流量净额（亿元）	-3.36	-2.81	13.21	51.55
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	127.61
营业利润率（%）	28.96	72.51	87.87	77.28
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	61.34
全部债务资本化比率（%）	52.31	52.36	58.37	62.26
资产负债率（%）	71.72	70.17	72.55	78.42
流动比率（%）	119.60	123.54	153.41	126.55
速动比率（%）	119.60	123.54	153.41	126.55
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	4.91
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，2025 年 1—9 月财务数据未经审计
 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%
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

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。