

联发集团有限公司

2026 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〔2026〕4402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“23联发集MTN004”“24联发集MTN002”“24联发集MTN003”“21联发集MTN001”“22联发集MTN001”“22联发集MTN002”“22联发01”“23联发集MTN002”“23联发01”“23联发03”“23联发集MTN003”“23联发06”“24联发集MTN001”“24联发01”“24联发03”“24联发集MTN004”“25联发集MTN001”“25联发集MTN002”“25联发集MTN003”“25联发集MTN004”“25联发集MTN005(绿色)”“26联发集MTN001”“26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：

二〇二六年六月十八日

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

2026 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	
22 联发 01/23 联发 01/23 联发 03			
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 MTN002			
23 联发集 MTN003/23 联发集 MTN004			
24 联发集 MTN001/24 联发集 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/18
24 联发集 MTN003/24 联发集 MTN004			
25 联发集 MTN001/25 联发集 MTN002			
25 联发集 MTN003/25 联发集 MTN004			
25 联发集 MTN005 (绿色)			
26 联发集 MTN001/26 联发集 MTN002			

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，房地产开发经验丰富，拥有壹级资质，2025 年位列克而瑞全口径销售排行榜第 28 名，在厦门、南京、重庆等核心城市已形成区域性品牌优势。项目主要分布在一二线城市，区域能级较高。跟踪期内，房地产开发行业仍处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局，公司经营层面显著承压，公司采取“以价换量”策略虽支撑销售面积增长 10.96%，但未能带来销售额同比例提升，且严重压缩利润空间。新开工面积大幅增长 122.53%，而竣工面积下降，在建面积升至 380.07 万平方米，在建项目尚需投资 140.36 亿元，面临一定资本支出压力。截至 2026 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，但当前房地产市场景气度不佳，存量项目利润空间有限，去化压力仍较大，未开工土储中鄂州项目占 77.03%，获取时间早、开发进度慢，已计提大额跌价准备。综合来看，公司经营规模与行业地位仍具竞争力，但销售持续降价、新开工大幅扩张推高成本、去化周期偏长三重压力叠加，经营风险需保持关注。财务方面，截至 2025 年底，公司资产总额基本稳定。当期对存货计提大额减值，累计计提跌价准备 95.86 亿元。经营亏损对利润侵蚀严重，公司所有者权益大幅下降 37.26%，归属于母公司所有者权益已由正转负，公司债务增长较快，杠杆水平全面攀升，结构上以长期债务为主，债券融资占比偏高，刚性偿债支出压力较大。公司过往房地产开发业务毛利率偏低，2025 年对存货计提大额跌价准备，叠加长期股权投资损失，利润总额大额亏损，经营活动现金持续净流出，持续拿地及开发投资形成现金流支出对新增外部融资依赖度高。公司是厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）旗下两大房地产平台之一，战略重要性高；公司存续债券均由直接或间接股东提供不可撤销连带责任保证担保。综合考虑，股东建发股份及厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）综合实力强、对公司的支持明确有力等因素，公司实际偿债能力仍很强。

建发股份主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定；建发集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}¹，评级展望为稳定。公司发行的“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，其余由联合资信评级的存续债券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。

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。

¹本评级结果为主动评级结果（pi 代表主动评级），评级资料主要来源于公开信息，与委托评级相比，评级调查工作（可能无）和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议，联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

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，在厦门、南京、重庆、南昌等地已成为区域性知名房地产品牌。2025 年，公司位列克而瑞全口径销售排行榜第 28 名，位列克而瑞权益口径销售排行榜第 30 名。截至 2025 年底，公司累计开发总建筑面积 3436.78 万平方米，项目开发经验丰富。
- **公司债务结构良好。**公司债务结构以长期债务为主，2026 年 3 月底长期债务占比为 87.89%，现金类资产对短期债务覆盖倍数为 3.36 倍，短期偿债指标处于较好水平。
- **股东综合实力强，担保支持明确有力。**公司控股股东建发股份为 A 股上市公司，综合实力强，公司由联合资信评级的公开市场存续债券均由建发股份或建发集团提供不可撤销连带责任保证担保，显著提升了债券的偿付保障程度。

关注

- **房地产行业持续调整，项目去化压力大。**2025 年，公司存货中开发成本随着新开工面积的增加而增长，当前房地产市场景气度不佳，未来仍面临去化压力，且存货累计跌价准备已达 95.86 亿元，若房价继续下行，仍面临进一步减值风险。
- **公司毛利率转负，盈利能力弱，归母权益已为负。**2025 年，公司结转房地产项目毛利率为负，伴随非经常性损益大幅减少，公司利润总额出现大额亏损，盈利修复进程取决于市场回暖速度和新增项目利润率恢复情况。亏损对权益侵蚀严重，截至 2025 年底，归属于母公司所有者权益为-14.99 亿元，所有者权益完全依赖少数股东权益支撑，权益稳定性很弱。
- **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；公司本部流动性管理及对下属公司资金管控情况需保持关注。**公司在建项目尚需投资规模仍较大，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。公司本部收入规模较小，2025 年利润总额亏损；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，需关注本部流动性及对下属公司资金管控情况。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法及模型 房地产开发经营企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F4	盈利能力		5
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				a
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a
外部支持调整因素：股东支持				+4
模型级别				AA ⁺

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《房地产开发经营企业信用评级方法与模型》进行修订，本次评级适用最新评级方法。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

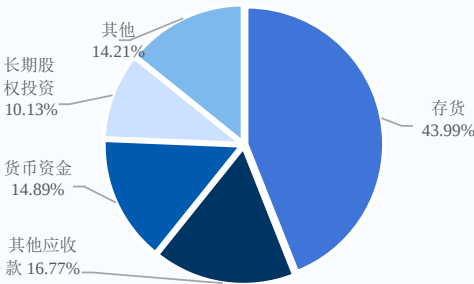
合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	139.03	166.12	177.98
资产总额（亿元）	1004.12	1012.52	1018.88
所有者权益（亿元）	298.52	187.29	205.88
短期债务（亿元）	49.88	62.93	52.96
长期债务（亿元）	300.17	380.20	384.51
全部债务（亿元）	350.04	443.13	437.47
营业总收入（亿元）	361.34	165.53	33.09
利润总额（亿元）	-12.86	-123.52	-0.06
EBITDA（亿元）	-5.80	-113.83	--
经营性净现金流（亿元）	-17.09	-20.47	21.71
营业利润率（%）	7.57	-3.33	12.48
总资产报酬率（%）	-0.67	-11.35	--
资产负债率（%）	70.27	81.50	79.79
调整后资产负债率（%）	65.35	77.85	75.38
全部债务资本化比率（%）	53.97	70.29	68.00
流动比率（%）	206.62	189.09	198.21
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.77	0.81	--
现金短期债务比（倍）	2.79	2.64	3.36
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.36	-6.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	-60.34	-3.89	--

公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	454.94	531.87	542.47
所有者权益（亿元）	124.89	108.77	127.82
全部债务（亿元）	175.12	190.94	178.51
营业总收入（亿元）	3.87	3.76	0.41
利润总额（亿元）	-2.80	-15.25	-0.93
资产负债率（%）	72.55	79.55	76.44
全部债务资本化比率（%）	58.37	63.71	58.27
流动比率（%）	153.41	129.74	132.49
经营现金流动负债比（%）	-8.54	0.02	--

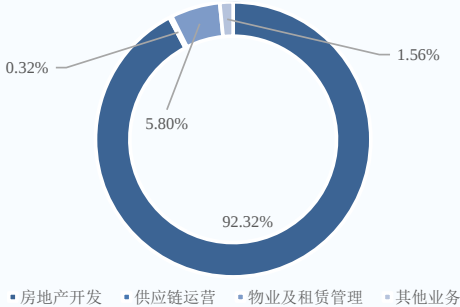
注：1. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 公司合并报表中其他流动负债中的债务已调整至短期债务；公司长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；3. 公司 2026 年 1—3 月财务数据未经审计；4. 公司本部财务报表债务数据未经调整；5. “--”代表指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

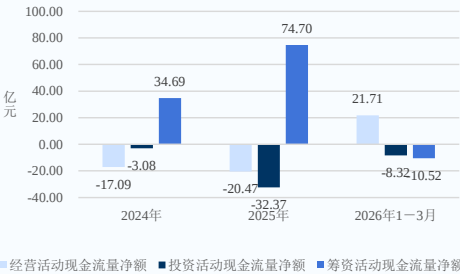
2025 年底公司资产构成



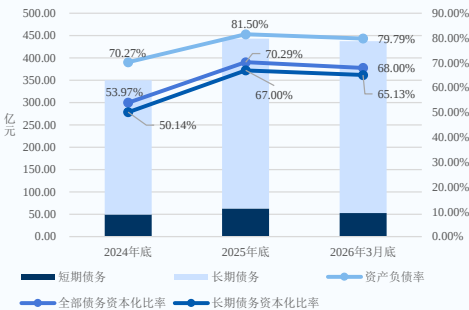
2025 年公司收入构成



公司现金流情况



公司债务情况



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
22 联发 01	5.00	5.00	2028-08-26	偿债保障承诺,赎回,调整票面利率,回售,交叉保护
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 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 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	调整票面利率,赎回,回售,交叉保护,偿债保障承诺,加速到期
24 联发 03	5.00	5.00	2032-11-21	回售,交叉保护,偿债保障承诺,调整票面利率,赎回,加速到期
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 MTN002	8.20	8.20	2030-03-01	调整票面利率,回售,交叉保护,财务指标承诺
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	调整票面利率,回售
24 联发集 MTN003	11.50	11.50	2030-04-12	调整票面利率,回售
24 联发集 MTN004	9.00	9.00	2029-12-09	调整票面利率,回售
25 联发集 MTN001	4.00	4.00	2031-01-23	调整票面利率,回售
25 联发集 MTN002	5.00	5.00	2030-05-08	调整票面利率,回售
25 联发集 MTN003	8.50	8.50	2031-08-08	调整票面利率,回售
25 联发集 MTN004	2.50	2.50	2032-10-28	调整票面利率,回售
25 联发集 MTN005(绿色)	2.50	2.50	2032-01-06	调整票面利率,回售
26 联发集 MTN001	10.00	10.00	2033-04-17	调整票面利率,回售
26 联发集 MTN002	7.00	7.00	2032-04-28	调整票面利率,回售

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
26 联发集 MTN002	AAA	AA ⁺	2026/04/20	王晴 赵兮 苏柏文	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
26 联发集 MTN001	AAA	AA ⁺	2026/04/14	王晴 赵兮	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 MTN005(绿色)	AAA	AA ⁺	2025/12/01	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 MTN004	AAA	AA ⁺	2025/10/20	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 MTN003	AAA	AA ⁺	2025/08/04	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

22 联发 01	AAA	AA ⁺	2025/06/20	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
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						
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						
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
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 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 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
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

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：苏柏文 subw@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，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 年底，公司内设投资客研中心、营销品牌中心、财务资金中心等多个职能中心（详见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 1012.52 亿元，所有者权益 187.29 亿元（含少数股东权益 202.28 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 165.53 亿元，利润总额-123.52 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 1018.88 亿元，所有者权益 205.88 亿元（含少数股东权益 202.14 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 33.09 亿元，利润总额-0.06 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 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。25 联发集 MTN004 有 1.20 亿元用于项目建设，尚未使用完毕，其余募集资金已使用完毕。其中“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，“21 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“22 联发 01”“23 联发集 MTN002”“23 联发 01”“23 联发 03”“23 联发集 MTN003”“23 联发 06”“24 联发集 MTN001”“24 联发 01”“24 联发 03”“24 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN001”“25 联发集 MTN002”“25 联发集 MTN003”“25 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN005(绿色)”“26 联发集 MTN001”“26 联发集 MTN002”由建发股份提供不可撤销连带责任保证担保。跟踪期内，除部分债券尚未到第一个付息日外，其余债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2026 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）
22 联发 01	5.00	5.00	2022/8/26	3+3
23 联发 01	10.00	10.00	2023/3/20	2+2+2
23 联发 03	5.00	5.00	2023/5/4	3+3
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	2021/9/3	3+2+2
22 联发集 MTN001	5.00	0.30	2022/2/25	3+2+2
22 联发集 MTN002	7.50	7.50	2022/8/10	3+3
23 联发集 MTN002	8.20	8.20	2023/3/1	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	2024/1/19	3+3

24 联发集 MTN002	4.50	4.50	2024/3/22	3+3
24 联发集 MTN003	11.50	11.50	2024/4/12	3+3
24 联发集 MTN004	9.00	9.00	2024/12/9	3+2
25 联发集 MTN001	4.00	4.00	2025/1/23	3+3
25 联发集 MTN002	5.00	5.00	2025/5/8	3+2
25 联发集 MTN003	8.50	8.50	2025/8/7	3+2+1
25 联发集 MTN004	2.50	2.50	2025/10/27	3+2+2
25 联发集 MTN005(绿色)	2.50	2.50	2025/12/31	3+3
26 联发集 MTN001	10.00	10.00	2026/4/16	3+2+2
26 联发集 MTN002	7.00	7.00	2026/4/27	3+3

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的最大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

五、行业分析

2025 年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央国企拿地与新增货值占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望 2026 年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。完整版行业分析详见[《2026 年房地产开发经营行业分析》](#)

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

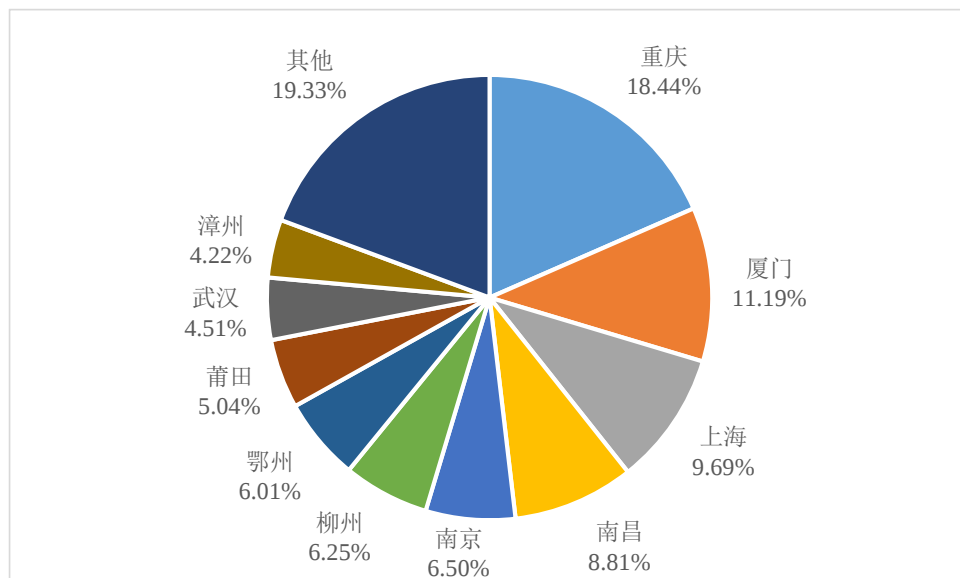
公司房地产开发经验较为丰富。2025 年，在售项目剩余可售资源相对于公司过往销售情况较为充足，区域分布有所优化，但存量项目盈利空间有限，去化压力仍较大。

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 2025 年底，公司累计开发总建筑面积 3436.78 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。尽管面临去化压力，公司凭借以价换量策略，2025 年，公司全口径销售面积同比增长 10.96%，位列克而瑞全口径销售排行榜第 28 名，位列克而瑞权益口径销售排行榜第 30 名。

从在售资源情况看，截至 2026 年 3 月底，公司全口径在售项目的剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积，下同）为 361.89 万平方米（权益口径约 279.11 万平方米），相对于公司近年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，前十大城市占比超过 80%，前五名为一二线高能级城市。考虑到当前房地产市场景气度不佳，后续去化仍面临压力。

图表 2 • 截至 2026 年 3 月底公司全口径剩余可售面积区域分布



资料来源：公司提供，联合资信整理

再融资能力方面，截至 2026 年 3 月底，公司累计获得银行授信额度 332.62 亿元，剩余可用授信额度 93.87 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。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，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 6 月 17 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

跟踪期内，公司董监高人员发生变动，管理制度连续，对公司经营无重大影响。

2025 年 7 月，公司根据《中华人民共和国公司法》以及国务院国资委关于深化国有企业监事会改革实施方案的要求，不再设立监事。

2025 年，赵胜华离任公司董事长、总经理，庄学谦离任总经理，葛明离任副总经理，黄文洲、郑永达离任董事，陈耀煌离任监事；王文怀就任董事长，庄学谦就任副董事长，赵胜华就任总经理，李镭、庄学臻、孙涛就任副总经理，许晓曦就任董事。2026 年 1 月，王文怀离任公司董事、董事长，林伟国就任董事长、执行公司事务的董事（法定代表人）。2026 年 6 月，庄学谦离任副董事长、董事，程东方、李东胜就任董事。

林伟国，男，1978 年 9 月出生，本科学历，高级会计师。历任建发房地产集团有限公司财务部总经理、财务总监、副总经理、总经理兼董事等职。

（三）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

2025 年，公司结转房地产项目同比大幅减少且毛利润亏损，供应链业务转为净额法确认收入核算，营业总收入和综合毛利率同比大幅下降。2026 年 1—3 月，房地产业务收入和盈利情况同比有所回升。但考虑到近年来房地产市场景气度不高，公司综合毛利率短期内仍面临压力。

2025 年，营业总收入同比下降 54.19%，综合毛利率同比下降 8.08 个百分点，逼近盈亏平衡线。2025 年，公司房地产项目竣工交楼结转金额同比减少，且公司采取以价换量的降价销售策略，导致房地产开发业务收入同比下降 54.57%，毛利率转负；公司自持物业包含住宅、商业、写字楼、文创园、工业园、长租公寓等多元业态，整体出租率保持在 85%以上，物业及租赁管理业务收入及毛利率同比保持稳定；供应链业务采用净额法确认收入核算，收入和毛利率水平同比可比性较差；其他业务中智能板块业务当期以净额法确认收入的部分占比较大，板块收入同比下降 66.95%，同时部分销售费用重分类至成本，板块毛利率同比降幅较大。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比增长 25.97%，其中房地产开发收入同比增长 58.87%；所结转房地产项目毛利率转正，带动综合毛利率回升。近年来房地产市场销售价格仍承受较大压力，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

业务板块	2024 年			2025 年			2026 年 1—3 月		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
房地产开发	336.44	93.11	7.82	152.83	92.32	-2.14	29.86	90.25	10.83
供应链运营	10.76	2.98	2.99	0.52	0.32	97.81	0.11	0.32	100.00
物业及租赁管理	9.42	2.61	31.23	9.60	5.80	31.61	2.82	8.53	28.99
其他业务	4.72	1.31	36.58	2.58	1.56	26.17	0.30	0.90	42.82
合计	361.34	100.00	8.66	165.53	100.00	0.58	33.09	100.00	12.96

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

2025 年，公司拿地力度上升，新增土地楼面地价有所回落；2026 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获取时间均较早，其中鄂州项目占比高，需关注其后续开发及销售去化情况。

2025 年，公司拿地项目数量有所回升，新增土地楼面地价回落至 2023 年水平，主要系 2024 年上海新天地项目楼面地价较高所致，为偶然性因素；按计容总建筑面积统计，新增土地中上海占 24.00%，莆田占 19.61%，南京占 18.67%；按成交总价统计，新增土地中上海占 31.94%，厦门占 27.10%，南京占 19.37%。2026 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	2023 年	2024 年	2025 年
新增项目数量	13	6	10
新增土地储备建筑面积-全口径	107.01	46.30	87.05
新增土地储备建筑面积-权益口径	77.89	23.31	75.11
新增土地储备金额-全口径	151.09	139.64	134.49
新增土地储备金额-权益口径	104.51	72.05	126.33
新增土地储备金额权益比例	69.17%	51.60%	93.93%
新增土地储备楼面地价-全口径	1.41	3.02	1.54

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2026 年 3 月底，公司未开工土地储备的权益计容建筑面积为 112.77 万平方米，其中 2 个项目位于鄂州（合计占 77.03%），其他项目分别位于广州（占 11.18%）、柳州（占 7.06%）和南昌（占 4.73%），获取时间均较早，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

2025 年，公司新开工面积大幅上升；期末在建面积仍较大，面临一定资金支出压力。

2025 年，公司新开工面积大幅增长 122.53%，竣工面积大幅下降，期末在建面积上升。2026 年 1—3 月，公司新开工面积同比下降 30.07%，竣工面积同比增长 129.53%。截至 2026 年 3 月底，公司期末在建面积较上年底变化不大。

图表 5 • 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新开工面积	90.15	76.57	170.38	15.48
房屋竣工面积	381.07	289.69	90.88	20.90
期末在建面积	513.70	300.58	380.07	374.66

注：统计口径为全口径；数据口径为工程统计口径，与财务口径存在一定差异
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2026 年 3 月底，公司在建项目全口径计划总投资额 717.32 亿元，尚需投资 140.36 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

2025 年及 2026 年一季度，公司积极推动房地产销售，协议销售面积同比实现增长，协议销售均价与协议销售金额均有所下降。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，后续去化仍面临压力。

跟踪期内，公司积极推动房地产销售，部分项目采取以价换量策略，同时 2025 年，公司全口径协议销售面积同比增长 10.96%，协议销售金额与协议销售均价均有所下降。2026 年 1—3 月，公司全口径协议销售面积同比略有增长，协议销售金额与协议销售均价降幅均超过 10%。

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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
协议销售面积	157.31	138.90	154.13	35.78
协议销售金额	403.45	262.24	257.79	55.51
协议销售均价	2.56	1.89	1.67	1.55

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 2026 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 361.89 万平方米（权益口径约 279.11 万平方米），相对于公司近年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，以销定投，继续聚焦一二线城市，控制三四线城市新增拿地，加快去化并推进资产盘活，盈利项目稳价涨价，现金流项目小幅降价，滞销项目对接政府回购、退地纾困，多措并举去化、计提减值压降成本；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，适度发展代建业务，探索保障性住房，构建差异化产品能力。

（四）财务方面

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 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 2026 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，2025 年底存货有所减少，开发产品去化力度提升，存货跌价准备计提力度加大，但在行业下行阶段，公司资产可变现能力仍面临一定压力。

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，伴随行业下行公司资产规模延续下降态势。截至 2025 年底，公司合并资产总额 1012.52 亿元，较上年底略有增长。货币资金较上年底增长 17.05%，主要系借款规模增多所致。其他应收款较上年底增长 7.58%；账龄方面，其他应收款 1 年以内的占 32.33%，1~3 年的占 31.97%，3 年及以上的占 35.70%，账龄较长；其他应收款累计计提坏账准备 4.30 亿元，计提比例为 2.47%；构成上，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，其中民营合作方往来款约占期末余额的 20%，在市场调整阶段面临一定资金回收风险。存货较上年底下降 8.58%；其中开发成本占 79.49%，开发产品占 20.26%，开发成本占比上升；开发成本较上年底增长 28.42%，系新开工增加所致；开发产品较上年底下降 56.36%，现房去化力度提升；累计计提存货跌价准备 95.86 亿元，计提比例 17.71%，其中 2025 年计提 71.18 亿元（开发成本 38.88 亿元、开发产品 32.30 亿元），开发产品转回或转销 15.95 亿元，若房地产市场进一步调整，公司仍面临存货减值压力。长期股权投资以合作开发项目为主，较上年底变化不大。投资性房地产较上年底下降 4.67%；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，2025 年房屋及建筑物公允价值变动为-8.03 亿元，主要为厦门、深圳、南京、南昌区域的老旧工业厂房、文创园、长租公寓、租赁住宅及部分商业写字楼等。资产受限方面，截至 2025 年底，公司受限资产占总资产的比例为 7.74%，较上年底减少 2.54 个百分点。截至 2026 年 3 月底，公司资产规模和结构较上年底变化不大。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	827.14	82.37%	834.86	82.45%	842.64	82.70%
货币资金	128.84	12.83%	150.81	14.89%	154.72	15.19%
其他应收款（合计）	157.99	15.73%	169.96	16.79%	178.82	17.55%
存货	487.20	48.52%	445.42	43.99%	426.85	41.89%
非流动资产	176.98	17.63%	177.66	17.55%	176.25	17.30%
长期股权投资	101.86	10.14%	102.61	10.13%	101.93	10.00%
投资性房地产	57.65	5.74%	54.96	5.43%	55.05	5.40%
资产总额	1004.12	100.00%	1012.52	100.00%	1018.88	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 2025 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	2.74	保证金、冻结
应收票据	0.41	已背书或贴现但尚未到期的应收票据
存货	49.47	抵押
投资性房地产	25.47	抵押
固定资产	0.22	抵押
应收账款	0.01	质押
合计	78.32	--

注：公司以尔寓 1819 店租金收益权、丽轩酒店、联泰大厦、湖里区 7 号工业厂房、华美文创园应收资金收费权作为质押担保，取得的长期借款期末余额为 4.47 亿元；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 15.76 亿元。

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

跟踪期内，公司因亏损导致所有者权益大幅缩水，归属于母公司所有者权益为负，所有者权益中少数股东权益占比非常高，权益稳定性很弱。公司债务增长较快，结构上以长期债务为主，债券融资占比偏高，刚性偿债支出压力较大。

截至 2025 年底，公司所有者权益 187.29 亿元，较上年底下降 37.26%，主要系未分配利润亏损所致。其中，实收资本仍为 21.00 亿元，占 11.21%；未分配利润为-51.76 亿元，归属于母公司所有者权益由上年的 94.30 亿元骤降至-14.99 亿元，母公司层面的净资产已被亏损完全侵蚀。公司当前所有者权益主要依赖少数股东权益 202.28 亿元支撑，所有者权益结构稳定性很弱。这种结构下，

公司抵御资产减值的能力高度依赖合作方权益的稳定性，在行业下行期，合作方可能因自身资金压力减少投入或要求退出，少数股东权益的稳定性存在不确定性。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 205.88 亿元，较上年底增长主要为其他权益工具 20.00 亿元。需注意的是，其他权益工具虽在会计上计入权益，但具有债务属性，并非真正意义上的资本补充，公司实际可承受损失的净资产仍然有限。

截至 2025 年底，公司负债总额较上年底增长 16.95%，主要系合同负债和长期借款增加所致。应付账款较上年底下降 4.62%。其他应付款主要为应付往来款，变化不大。合同负债较上年底增长 17.27%，构成以预收售房款为主，增长主要系公司加强期房销售所致。长期借款较上年底增长 53.23%，增加以保证借款、抵押保证借款等为主。截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底略有下降，合同负债进一步上升。

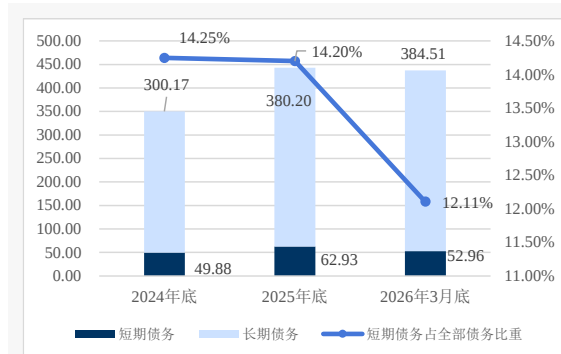
图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	400.32	56.73%	441.51	53.50%	425.12	52.29%
应付账款	64.13	9.09%	61.16	7.41%	49.18	6.05%
其他应付款	126.73	17.96%	129.90	15.74%	118.12	14.53%
一年内到期的非流动负债	34.11	4.83%	44.09	5.34%	36.79	4.52%
合同负债	142.33	20.17%	166.91	20.23%	182.41	22.44%
非流动负债	305.28	43.27%	383.72	46.50%	387.89	47.71%
长期借款	135.47	19.20%	207.58	25.15%	223.46	27.49%
应付债券	156.70	22.21%	159.87	19.37%	148.38	18.25%
负债总额	705.60	100.00%	825.23	100.00%	813.00	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

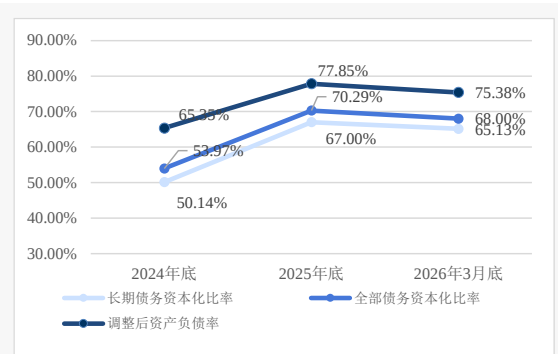
截至 2025 年底，公司全部债务 443.13 亿元，较上年底增长 26.59%。债务结构仍以长期债务为主，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.50%、70.29%和 67.00%，较上年底分别提高 11.23 个百分点、提高 16.32 个百分点和提高 16.86 个百分点，公司债务负担有所加重。截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 437.47 亿元，规模较上年底变化不大，长期债务占比略有上升，债务指标较上年底略有下降。从融资结构看，截至 2026 年 3 月底，公司融资结构中，银行贷款占 62.13%，债券融资占 35.67%，其他融资占 2.20%，需关注债券市场融资环境波动对公司的影响。从债券到期分布²情况看，公司存续债券 2026 年下半年到期或面临行权 32.20 亿元、2027 年面临行权 44.30 亿元、2028 年到期或面临行权 14.55 亿元、2029 年到期或面临行权 63.00 亿元。公司已于 2026 年一季度发行 20 亿元永续债及 17.15 亿元公司债券，对年内到期压力形成一定覆盖，但 2027 年及 2029 年到期/行权规模较大，仍需持续关注再融资安排。

图表 10 • 公司债务结构（单位：亿元）



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

2025 年，公司对存货计提大额减值，叠加长期股权投资损失，非经常性损益大幅增长，形成大额亏损。2026 年 1—3 月，公

² 行权和到期金额统计存在重复计算的情况

司营业利润率有所回升。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。

2025 年，公司收入规模大幅下降，营业利润率转负，费用总额维持上年水平。2025 年，公司计提资产减值损失 72.06 亿元，计提规模同比大幅增加，主要系计提存货跌价损失及合同履约成本减值损失 71.18 亿元，该计提规模反映公司对当前及未来市场售价的审慎判断，但也说明存量项目盈利空间有限。投资收益中，权益法核算的长期股权投资收益-19.22 亿元，其中红星美凯龙家具集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）投资损益-14.43 亿元，美凯龙作为公司重要联营企业，近年来受家居行业景气度下行影响持续亏损，对公司投资收益形成持续拖累。2025 年，公司利润总额为-123.52 亿元。2026 年 1—3 月，公司营业利润率回升，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	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	361.34	165.53	33.09
营业成本	330.05	164.58	28.80
费用总额	21.34	21.23	3.50
资产减值损失	-20.90	-72.06	--
投资收益	3.43	-17.89	0.40
利润总额	-12.86	-123.52	-0.06
营业利润率	7.57%	-3.33%	12.48%
总资本收益率	-1.93%	-18.01%	--
净资产收益率	-6.25%	-65.17%	--
总资产报酬率	-0.67%	-11.35%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2025 年，公司销售回款增加不及成本支出，导致经营活动现金流净流出规模有所上升，对参股项目投资增多推升投资活动现金净流出，对外融资规模扩大，筹资活动现金流净流入上升。2026 年 1—3 月，公司参股项目投资活动支出有所收缩。总体看，跟踪期内公司现金流呈现经营和投资双失血，依靠融资维持的局面。

2025 年，销售回款增加额低于成本支出增加额，同时税费相关收支体现为净支出增加，公司经营活动现金流净流出规模上升；公司对参股项目投资增多，投资活动现金流入与流出均大规模增长，整体大幅净流出；筹资活动前资金缺口 52.84 亿元，完全依靠筹资活动填补，筹资活动现金流净流入上升，融资规模增加。2026 年 1—3 月，参股项目投资活动支出有所收缩，筹资活动现金流转为净流出。

图表 13 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	198.31	223.11	53.77
经营活动现金流出小计	215.40	243.58	32.06
经营活动现金流量净额	-17.09	-20.47	21.71
投资活动现金流入小计	35.33	76.96	2.04
投资活动现金流出小计	38.41	109.33	10.36
投资活动现金流量净额	-3.08	-32.37	-8.32
筹资活动前现金流量净额	-20.17	-52.84	13.38
筹资活动现金流入小计	309.15	332.17	56.79
筹资活动现金流出小计	274.46	257.47	67.32
筹资活动现金流量净额	34.69	74.70	-10.52

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

2025 年，公司短期偿债指标在账面现金支撑下仍处较好水平，但经营现金流持续为负且短期债务滚续依赖度高，存在结构性隐忧；长期偿债指标因 EBITDA 大幅恶化已基本失效，自身主业“造血”功能丧失，偿债能力根本性修复取决于市场回暖和盈利

改善，在此之前高度依赖股东担保及外部融资环境。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2024 年	2025 年	2026 年 3 月末
短期偿债指标	流动比率 (%)	206.62	189.09	198.21
	速动比率 (%)	84.92	88.20	97.80
	经营现金/流动负债 (%)	-4.27	-4.64	5.11
	经营现金/短期债务 (倍)	-0.34	-0.33	0.41
	现金短期债务比 (倍)	2.79	2.64	3.36
	经营活动现金流入/ (流动负债-合同负债) (倍)	0.77	0.81	0.22
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	-5.80	-113.83	--
	全部债务/EBITDA (倍)	-60.34	-3.89	--
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.05	-0.05	0.05
	EBITDA/利息支出 (倍)	-0.36	-6.05	--
	经营现金/利息支出 (倍)	-1.05	-1.09	29.54

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

短期偿债指标方面，截至 2025 年底，公司流动比率下降而速动比率上升，反映存货规模下降快于流动负债增长，速动资产占比被动提升。但速动比率上升并不意味着短期偿债能力实质性改善，速动资产中其他应收款 169.96 亿元，占比超过一半，其回收不确定性较高，实际可用于即时偿债的速动资产规模将打折扣。现金类资产/短期债务为 2.64 倍，现金类资产增速不及短期债务增长，保障倍数略有下降但仍处于较高水平。截至 2026 年 3 月底，该指标回升至 3.36 倍，主要系一季度公司发行 20 亿元永续债增强了公司短期流动性，但需要关注的是，公司实行以项目公司为经营实体的管理模式，大量资金沉淀于各项目公司。在合作开发模式下，项目公司资金使用受合作协议约束，本部对下属公司资金的调动能力有限，偿债资金的实际调配可能存在障碍。此外，公司经营活动现金流对短期债务的覆盖能力持续为负且无改善迹象，反映公司核心业务已无法产生可用于偿还短期债务的现金流。

长期偿债指标方面，由于 2025 年公司 EBITDA 为-113.83 亿元，亏损规模同比显著扩大，长期偿债指标的测算基础已被严重破坏，公司自身创造的现金流已无法覆盖本息支出，经营净现金流对存量债务的覆盖能力长期为负。在 EBITDA 和经营现金流均为负值的情况下，基于现金流量的传统偿债指标已不具备参考价值，公司长期债务的偿付能力更多取决于外部融资渠道的持续畅通，股东及关联方的支持意愿与能力，以及存量可变现资产的处置进度等因素。

截至 2025 年底，公司不存在重大未决诉讼情况。

截至 2026 年 3 月底，公司对外担保余额 3.44 亿元，占期末净资产比例为 1.67%。

截至 2026 年 3 月底，公司累计获得银行授信额度 332.62 亿元，剩余可用授信额度 93.87 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，2025 年投资收益为负，利润总额亏损；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 2025 年底，公司本部资产总额 531.87 亿元，较上年底增长 16.91%；其中货币资金为 40.28 亿元，本部货币资金规模占合并层面货币资金的 26.71%，大量资金仍留存于项目公司层面，本部对下属公司资金的归集能力相对有限，在需要集中偿付到期债券时可能面临资金调度的时效性挑战。其他应收款 253.17 亿元，是本部的核心资产构成。该科目主要为对建发股份合并范围内关联方往来款，其增加额超过公司合并口径对建发股份合并范围内关联方往来款的增加额，反映公司本部加大了对下属公司的资金支持或归集力度。在行业下行期，子公司经营压力上升可能推高往来款回收风险，需关注往来款的资产质量及减值计提情况。长期股权投资 203.25 亿元，主要为对子公司的股权投资。2025 年本部确认投资收益-8.75 亿元，主要来自下属房地产开发子公司亏损及联营企业美凯龙的投资损失。在合作开发项目持续承压的背景下，本部长期股权投资面临持续的减值风险。负债总额 423.11 亿元，较上年底增长 28.20%；资产负债率为 79.55%，较 2024 年底上升 7.00 个百分点，杠杆水平持续攀升。截至 2025 年底，公司本部全部债务 190.94 亿元。其中，长期债务占 95.04%，以长期债务为主。

2025 年，公司本部营业总收入为 3.76 亿元，主要来自管理服务收入等，规模极小。利润总额为-15.25 亿元，主要系同期，公司本部投资收益为-8.75 亿元，信用减值损失及资产减值损失增加，下属公司经营压力向上传导至本部。

2025 年，公司本部经营活动现金流净额由上年的-13.50 亿元转为 0.05 亿元，主要系与子公司往来款收支节奏变化所致，不代表经营能力实质性改善；投资活动现金流净额 3.60 亿元，规模较小；筹资活动现金流净额 7.96 亿元。本部整体现金流状况较上年有所改善，但对债务利息的偿付仍需依赖融资活动维持。

截至 2025 年底，公司本部流动比率为 129.74%；经营现金/流动负债为 0.02 倍，由负转正；现金类资产/短期债务为 5.79 倍，现金类资产对短期债务的覆盖倍数较高，年内到期债务偿付压力不大。但需关注的是，本部需为下属子公司提供持续的流动性支持，可能额外消耗本部的现金储备。

（五）ESG 方面

作为厦门市国资委下属企业，公司治理结构具备较好的制度基础，环境及社会责任方面未发生重大违规或负面事件，ESG 风险整体可控。

环境责任方面，公司主营业务为房地产开发，各经营主体均不属于环境保护部门公布的重点排污单位。公司在日常生产经营中认真执行《中华人民共和国环境保护法》等环保法律法规，在建项目严格落实扬尘治理、噪声控制、建筑废弃物规范化处置等环保要求。公司在项目建设中秉持“低碳、环保、舒适、节能”的绿色管理理念，积极推行绿色建造。跟踪期内，公司未发生环保事故，环境风险敞口较小，环保风险可控。

社会责任方面，公司在日常经营中加强工程项目安全管理，持续完善安全生产责任体系，层层签订安全生产责任书，确保责任落实到人。切实压实各所属企业安全生产管理职责，强化履职意识。公司同时积极履行国企社会责任，参与公益慈善事业。作为房地产开发企业，公司涉及大量工程施工和现场作业，需持续关注工程外包方的安全管理水平及施工质量管控。

公司治理方面，公司作为厦门市国资委实际控制的企业，已按照《公司法》及相关规定建立了较为规范的法人治理结构，设有董事会、经理层等治理主体。公司根据《公司法》及国务院国资委关于深化国有企业监事会改革的要求，持续推进公司治理优化。公司不断完善内部控制体系，提升信息披露透明度，确保公司治理结构符合相关法律法规及《公司章程》的规定。

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 2026 年 3 月底，建发集团持有控股股东建发股份 46.79%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供应链全流程服务、海内外渠道布局、上下游客户资源等方面竞争优势显著。截至 2025 年底，建发股份合并资产总额 7331.24 亿元，所有者权益 1843.67 亿元（含少数股东权益 1229.64 亿元）；2025 年，建发股份实现营业收入 6712.70 亿元，利润总额-254.32 亿元。截至 2026 年 3 月底，建发股份获得银行授信总额 5050.72 亿元，尚未使用额度 1993.95 亿元，间接融资渠道畅通；建发股份作为上市公司，具备直接融资渠道。在 2025 年亏损情况下，作为全球化布局的头部供应链运营服务商，建发股份仍保持显著的核心竞争优势，房地产业务具备良好的品牌和客户口碑，综合开发实力强，资本实力仍较强，融资渠道畅通，对公司支持能力强。

2 支持可能性

联发集团系建发集团七大业务板块中房地产板块的核心运营主体之一。管理层面，建发集团从整体战略高度对房地产板块进行统一规划和资源配置，现阶段林伟国同时担任公司和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房产”）董事长。同时，建发集团从建发房产向公司调入产品研发和供应链负责人，复制成熟的管理经验和产品体系，提升公司运营能力。财务与风险管控方面，2025 年以来，建发集团总经理和财务负责人成为公司董事会成员，建发集团对公司财务和战略的直接管控有所强化。

控股股东建发股份对公司持股比例为 95.00%，对公司经营、管理和财务方面控制程度高；公司资产总额、所有者权益在建发股份占比超过 10%，是建发股份房地产业务的主要实施主体之一；公司如出现债务违约，对建发股份和建发集团的潜在影响大；建发股份和建发集团实施支持或救助可能获得的收益远大于需要付出的成本；公司目前公开市场债务融资均由建发股份及建发集团提供担保，直接和间接股东对公司融资方面支持力度大。

总体看，建发集团和建发股份对公司进行外部支持的可能性极高。

八、债券偿还能力分析

（一）公司自身对债券偿债能力

基于前文财务分析，公司 2025 年 EBITDA 为-113.83 亿元，经营活动现金流净额为-20.47 亿元，归属于母公司所有者权益已转为负值。在无担保情况下，公司自身已不具备独立偿还全部存续债券本息的能力，债券偿付完全依赖外部支持。

从存续债券规模看，由联合资信评级的存续债券余额合计 169.64 亿元（含私募债），与公司 2025 年底货币资金 150.81 亿元相比，覆盖倍数为 0.89 倍，在极端情形下，公司账面货币资金尚不足以全额覆盖存续债券余额，且公司大量资金沉淀于各项目公司，在合作开发模式下，项目公司资金使用受合作协议约束，偿债资金的实际调配可能存在障碍。公司债券偿付依赖担保支持。

（二）担保分析

公司由联合资信评级的存续债券中，“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，其余由建发股份提供不可撤销连带责任保证担保。以下分别对两家担保方的信用状况进行分析，并综合评估担保对债券偿还能力的增信效果。

1 建发集团

（1）主体概况

建发集团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 2026 年 3 月底，建发集团持有上市公司建发股份 46.79% 的股份（无质押），为建发股份控股股东。截至 2025 年底，建发集团注册资本和实收资本均为 100.00 亿元，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，按照联合资信行业分类标准划分为贸易企业。

截至 2025 年底，建发集团合并资产总额 8087.08 亿元，所有者权益 2226.09 亿元（含少数股东权益 1563.47 亿元）；2025 年，建发集团实现营业总收入 6974.08 亿元，利润总额-239.82 亿元。截至 2026 年 3 月底，建发集团合并资产总额 9035.46 亿元，所有者权益 2239.68 亿元（含少数股东权益 1562.45 亿元）；2026 年 1—3 月，建发集团实现营业总收入 1463.13 亿元，利润总额 17.85 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：许晓曦。

（2）基础素质分析

① 竞争实力

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，2023—2025 年，建发集团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等板块。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。

（1）供应链运营

建发股份是全球化布局的头部供应链运营服务商，核心竞争优势显著；依托自研 LIFT 一体化服务体系，可为客户提供专业化、定制化的供应链全流程服务；贸易品类丰富齐全，海内外渠道布局广泛，在多个品类上深耕上下游优质客户，同时具备成熟的智慧物流与跨境配套能力，品牌实力突出，行业认可度很高。

建发集团供应链业务主要由建发股份下属的建发（上海）有限公司、厦门建发金属有限公司等多家子公司运营。建发股份为中国领先、全球布局的供应链运营服务商。经过 30 多年的持续深耕，针对产业链上下游客户核心诉求，搭建了集资源整合、物流规划、库存管理、风险控制、线上交易、成本优化、供应链金融、信息咨询等服务于一体的“LIFT”供应链服务体系，为客户提供以“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四大要素为基础的定制化的供应链全流程服务。

图表 15 • 建发股份 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：联合资信根据公开资料整理

建发股份不断加快全球化扩张步伐，目前已与超过 170 个国家和地区建立了业务关系，最近五年内签约合作的境内外供应商和客户数量超过 15 万家，其中境外的供应商和客户数量超 2 万家，在浆纸、农产品、钢铁、能化产品、矿产品、汽车、机电、轻纺、泛食品等业务领域拥有了良好的品牌影响力。其中，轻纺板块已在孟加拉、柬埔寨、越南等东南亚国家合作 70 余家核心工厂，构建“中国+N”双轨并行的全球化供应链体系。泛食品板块持续强化上游核心品类资源布局，聚焦细分领域头部品牌的市场需求，咖啡豆进口量和国内销售量均位居国内第一；在资源端，建发股份深耕中国云南、埃塞俄比亚、巴西、哥伦比亚等全球核心产区，在市场端，与瑞幸、蜜雪冰城、古茗、肯德基、山姆等知名餐饮品牌及大型烘焙企业建立了稳定合作关系。机电板块不断深化与江淮汽车、一汽集团、陕汽集团、东风集团等国内主机厂的战略合作，提供多元化供应链服务解决方案。钢铁板块与国内主要钢厂均有深度合作。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。

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”实时监控系統，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，2025 年新增签约海外物流供应商约 200 家，新增海外仓超 200 个，重点布局非洲、东南亚、中东等区域的物流资源。在东南亚地区，建发股份已打通泰国、老挝、柬埔寨、越南等中南半岛四国的物流通路，并成立了集装箱班轮公司，积极布局集装箱班轮业务，与全球头部航运公司开展合作。截至 2025 年底，建发股份已稳定运营三条航线，运力规模稳定提升中；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，建发股份通过控股建发新胜浆纸有限公司（原名森信纸业集团有限公司，股票简称“建发新胜”，股票代码：0731.HK）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。建发股份参股四川永丰浆纸股份有限公司（以下简称“永丰浆纸”，2025 年底持股比例 40.00%）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。2024 年，建发股份完成对阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“祥光铜业”）67.00%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。

（2）房地产业务

建发集团房地产业务拥有建发房产和联发集团两个品牌，聚焦国内高能级城市群布局，实施差异化品牌定位，综合开发实力强，具备良好的品牌和客户口碑；但受行业下行、存量项目去化放缓影响，2025 年建发房产和联发集团均大额计提存货跌价，房地产业务承压。

建发集团房地产业务由其下属子公司建发房产和联发集团运营，建发房产和联发集团均拥有房地产开发一级资质。建发集团秉持“布局全国、区域聚焦、城市深耕”战略，现已布局海西、长三角、粤港澳大湾区等核心城市群，包括福建省以及上海、北京、杭州、成都、苏州、南京等高能级城市，形成一、二线城市强有力的互补优势，具备良好的品牌和客户口碑。

根据克而瑞研究中心发布的《2025 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。建发房产围绕“新中式生活匠造者”的品牌定位，以建筑为载体，探索东方美学与智慧，提出“建设东方·发献大美”的产品主张，目前形成了“锦”“秀”“华”“章”四大产品系列，包括王府中式、盛世唐风、禅境中式、风雅宋韵、海派东方、诗意东方等不同风格的新中式住宅产品。2025 年，建发房产在全国 22 个城市的销售规模跻身行业前三（含县级市），依托“海晏”“观宸”等标杆项目，在北京市的操盘市占率位列全市前五。

联发集团连续 19 年上榜“中国房地产百强企业”，并荣获“2025 年房地产开发企业综合实力”排名第 26 位。联发集团品牌定位为青年刚需住宅，2025 年，厦门“嘉悦里”项目单盘销售金额位列福建省第一；南昌“嘉和府”销售金额及销售单价均位列当地第一。

联合资信也关注到，房地产行业整体延续下行态势，受前期高价拿地项目集中结转以及去化承压等因素影响，基于谨慎性原则，2023—2025 年，建发房产计提存货跌价准备分别为 14.51 亿元、37.09 亿元和 41.50 亿元；联发集团计提存货跌价准备分别为 14.80 亿元、20.92 亿元和 71.18 亿元，考虑到行业景气度恢复较慢，建发集团房地产业务经营压力较大。

（3）家居商场运营业务

美凯龙作为全国性家居装饰及家居商场运营商，商场布局广泛、品牌储备丰富、核心区位物业资源突出，在行业需求持续减弱的背景下，需关注自持物业估值下行风险。

2023 年，建发股份和联发集团联合收购了美凯龙 29.95% 的股权，获得了美凯龙的控制权；截至 2025 年底，建发股份和联发集团对美凯龙分别持股 23.95% 和 6.00%，所持股权均未质押。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阔、数量多、经营面积大，在我国家居装饰及家具零售行业处于龙头地位，具备领先优势。美凯龙在一、二线城市核心地区通过自营业务模式构建行业进入壁垒，稳固其市场领先地位；通过委管及特许经营模式在三线及以下城市拓展商场网络，对下沉市场进行有效的渗透。截至 2025 年底，美凯龙经营 74 家自营商场，218 家委管商场，7 家战略合作商场，19 个特许经营家居建材项目，覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区的 181 个城市，商场总经营面积 1913.48 万平方米。美凯龙在全国主要城市落地 64 座自持家居商场，多位于一、二线城市核心地段，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，受房地产市场持续低迷、家居零售市场需求减弱影响，美凯龙租赁及管理收入受到较为明显的影响。2025 年，美凯龙因投资性房地产公允价值变动合计损失 234.42 亿元，截至 2025 年底，美凯龙投资性房地产公允价值为 706.50 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。

依托多年的深耕，美凯龙积淀了深厚的家居、建材、电器行业资源，品牌库拥有超 41000 个品牌。2025 年，美凯龙利用品牌优势深度响应国家“以旧换新”政策，成为政府补贴发放与品类换新的首选线下平台。IP 化文化运营方面，通过“爱家日”“M+ 设计大赛”“超级星主播”等成熟 IP，将单纯的购物场景转化为家文化与美学文化的体验中心，提升消费者品牌忠诚度。

②信用记录

建发集团本部历史债务履约情况良好。

根据建发集团提供的《企业信用报告》（机构信用代码：91350200154990617T），截至 2026 年 5 月 19 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。

截至 2026 年 6 月 17 日，联合资信未发现建发集团被列入全国失信被执行人名单，未发现建发集团存在重大税收违法失信案件信息，未发现建发集团存在证券期货市场失信记录，未发现建发集团存在行政处罚信息、被列入经营异常名录信息、被列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现建发集团存在严重失信信息。

(3) 经营分析

①经营概况

2023—2025 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，综合毛利率水平波动上升。

建发集团主营业务以供应链运营、房地产开发和家具商场运营为主，以旅游、会展服务、物业租赁及信托投资服务等为辅。2023—2025 年，建发集团营业总收入持续下降，年均复合下降 5.65%，主要系供应链运营业务收入不断下滑以及房地产业务收入波动下降所致。2025 年，建发集团营业总收入同比下降 3.65%，主要系房地产板块景气度持续较弱，建发集团房地产结转收入下降所致。分板块来看，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；2025 年收入同比下降 0.12%。房地产业务方面，2023—2025 年，建发集团房地产业务收入波动下降，2025 年同比下降 15.29%，主要系联发集团 2025 年结转收入规模大幅下降所致。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，2025 年同比有所回落。

毛利率方面，2023—2025 年，建发集团综合毛利率波动上升。其中，供应链运营业务毛利率基本保持平稳；房地产业务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，近三年平稳增长；家居商场运营业务毛利率处于较高水平并呈增长趋势，主要系美凯龙优化商场品类及业态布局、停止运行部分低效率商场所致。

2026 年 1—3 月，建发集团实现营业总收入 1463.13 亿元，同比下降 2.28%；营业利润率为 4.44%，同比增长 1.02 个百分点。

图表 16• 建发集团营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 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	5933.3	75.74%	2.04%	5088.57	70.30%	2.21%	5083.12	72.89%	2.17%
房地产业务	1663.89	21.24%	11.51%	1844.00	25.48%	13.82%	1562.96	22.41%	14.36%
家居商场运营业务	38.61	0.49%	52.70%	77.76	1.07%	57.53%	65.69	0.94%	58.52%
旅游饮食业务	15.72	0.20%	37.60%	16.66	0.23%	31.02%	34.31	0.49%	18.47%
会展业务	6.29	0.08%	32.65%	6.67	0.09%	32.32%	5.90	0.08%	30.62%
城服业务	14.04	0.18%	19.86%	13.39	0.18%	23.66%	15.39	0.22%	23.99%
医疗业务	161.89	2.07%	8.31%	189.59	2.62%	8.13%	206.17	2.96%	8.66%
其他业务	0.54	0.01%	37.69%	1.71	0.02%	72.16%	0.53	0.01%	85.16%
合计	7834.28	100.00%	4.56%	7238.34	100.00%	6.06%	6974.09	100.00%	5.78%

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；供应链业务对建发股份营运资金占用规模可控。2023—2025 年，受收缩低效业务规模、贸易品结构变化、商品价格波动以及部分业务收入确认方式调整等综合影响，建发集团供应链业务收入呈下降趋势，盈利能力有所下滑。

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。2023—2025 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 17• 建发股份境外收入占比情况（单位：亿元）

2023 年		2024 年		2025 年	
收入	占比	收入	占比	收入	占比
1297.00	21.86%	1171.31	23.01%	1248.22	24.55%

注：表中境外收入是指建发集团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建发集团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，2023—2025 年，建发股份供应链运营分部净利润分别 39.19 亿元、35.24 亿元和 31.06 亿元，2025 年同比下降 11.85%。

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，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，2023—2025 年，农林产品收入持续下降、毛利率波动增长；其他产品收入波动上升，毛利率亦波动增长。

图表 18 • 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	2023 年			2024 年			2025 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	3148.03	12017.61	2.31%	2559.72	11708.23	1.53%	2471.69	9793.39	1.98%
农林产品	1772.51	4193.63	1.17%	1596.34	4901.76	1.41%	1564.31	4968.01	1.29%
其他产品	1013.12	/	2.70%	933.30	/	5.44%	1047.42	/	4.08%
合计	5933.66	/	2.04%	5089.36	/	2.21%	5083.42	/	2.17%

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，上下游对建发集团资金占用规模可控。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 19 • 2025 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	96.26	3.97%	客户一	36.41	1.47%
供应商二	92.35	3.81%	客户二	29.46	1.19%
供应商三	80.78	3.33%	客户三	29.23	1.18%
供应商四	69.07	2.85%	客户四	26.2	1.06%
供应商五	67.24	2.78%	客户五	23.09	0.93%
合计	405.70	16.74%	合计	144.39	5.84%
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	177.27	11.48%	客户一	79.36	5.07%
供应商二	88.58	5.74%	客户二	54.03	3.45%
供应商三	58.84	3.81%	客户三	50.76	3.25%
供应商四	53.17	3.44%	客户四	34.36	2.20%
供应商五	53.02	3.43%	客户五	33.46	2.14%
合计	430.88	27.90%	合计	251.97	16.11%

资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

建发股份拥有较为严格的风控体系和完善的供应链风控管理制度；2026 年 6 月，建发股份及相关责任人收到厦门证监局警示函，联合资信对相关风险事件保持关注。

在风控体系方面，建发股份采用三级风险管理架构：第一级由董事会下设的风险控制委员会履行风险管控职责；第二级由经营班子和总部多个职能管理部门履行风险管控职责；第三级由子公司经营管理层和相关职能部门履行风险管控职责；通过分级管理，建发股份在防范风险的同时兼顾灵活、适度和高效。

在风控制度层面，建发股份制定了《内控手册》《供应链业务运作管理条例》《供应链业务流程管理条例》《物流管理条例》《信用管理条例》《期货业务管理规定》《供应链业务价格风险管理办法》等一系列制度，并不断加强、优化流程管控和关键风险点的管控。建发股份动态调整关键风险指标，并将关键风险指标与薪酬挂钩，促进经营单位重视并加强风险防范。依托数据挖掘、机器学习等大数据技术，搭建形成了以 E 风控系列产品为代表的“智能风控体系模型”，为经营决策提供有力支持。

在风控执行层面，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总部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。

2026年6月5日，建发股份收到中国证券监督管理委员会厦门监管局（以下简称“厦门证监局”）《关于对厦门建发股份有限公司、郑永达、林茂、吕荣典、许加纳、魏卓采取出具警示函措施的决定》（以下简称“警示函”），主要内容如下：经查，建发股份2020—2022年对个别子公司开展的部分农产品购销业务及合同管控存在缺陷，不符合建发股份内部管理制度的规定，导致相关信息披露不准确。建发股份上述行为违反了《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第40号）第二条第一款、《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第182号）第三条第一款、《企业内部控制基本规范》（财会〔2008〕7号）第四条和第三十六条、《企业内部控制应用指引第16号——合同管理》第七条和第十一条以及《上市公司治理准则》（证监会公告〔2018〕29号）第九十四条的规定。郑永达作为建发股份时任董事长，林茂作为建发集团时任总经理，吕荣典作为建发集团时任分管农产品业务板块的副总经理，许加纳、魏卓作为建发集团时任财务总监，未按照《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第40号）第三条和第五十八条、《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第182号）第四条和第五十一条的规定履行勤勉尽责义务，对建发集团相关信息披露违规行为负有主要责任。

根据《上市公司信息披露管理办法》相关规定，厦门证监局决定对建发股份、郑永达、林茂、吕荣典、许加纳、魏卓采取出具警示函的行政监管措施，并根据《证券期货市场诚信监督管理办法》（证监会令第166号）将相关情况记入证券期货市场诚信档案。联合资信将对上述风险事件后续整改情况保持关注。

建发集团地产开发项目及土地储备的区域分布以一二线城市为主。2023—2025年，建发集团收缩拿地与放缓开工节奏，销售面积和金额持续下降，销售回款率保持在高水平；结转收入波动下降，存货跌价准备计提金额快速增长。目前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，需关注项目去化和存货跌价风险。

建发集团房地产业务主要由建发房产和联发集团经营，涵盖房地产开发、城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、工程与设计服务等业务，以房地产开发业务为主。2025年，建发房产实现营业收入1401.03亿元（同比下降6.34%），销售毛利率为16.09%（同比提高1.11个百分点），确认资产减值损失41.64亿元，实现净利润55.18亿元；联发集团实现营业收入165.53亿元（同比下降54.19%），销售毛利率为0.57%（同比下降8.09个百分点），确认资产减值损失72.06亿元，净利润亏损122.06亿元，主要系2025年联发集团结转收入规模同比大幅下降，叠加前期高价拿地项目集中结转、部分项目去化偏慢等因素综合影响所致。

图表 20 • 2025 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	净利润	2024 年净利润
建发房产	64.65%	3922.99	1090.65	1401.03	55.18	71.11
联发集团	95.00%	1012.52	187.29	165.53	-122.06	-18.65

注：联发集团 2023—2025 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，2023—2025 年，建发集团全口径拿地金额分别约为 1320.28 亿元、635.00 亿元和 788.25 亿元，2025 年获取土地 51 宗，其中一、二线城市拿地金额占比约 90.0%，重点分布在北京、上海、杭州、厦门、成都等城市。截至 2025 年底，建发集团在一、二线城市的全口径土地储备（未售口径）货值占比约为 85%，较上年底提高约 5 个百分点；2022 年及以后获取的土地货

值占比约 76%，有效增强了土储安全边际，土储结构持续优化。

开发方面，2023—2025 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波动下降，房屋竣工面积持续下降。2025 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 年以来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增长 9.06% 和下降 21.65%。截至 2025 年底，建发房产在建项目总投资规模为 3412.22 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 587.28 亿元，联发集团在建项目总投资规模为 611.16 亿元，尚需投资规模为 135.73 亿元，建发集团在建项目尚需投资规模较大。

销售方面，2023—2025 年，建发集团房地产板块全口径合同销售金额、权益合同销售额均持续下降，账面结转收入波动下降，2025 年，建发国际、联发集团全口径合同销售金额之和同比下降 7.46%，权益合同销售额之和同比下降 8.75%，账面结转收入之和同比下降 14.32%。其中，建发房产实现全口径合同销售金额 1220.02 亿元，同比下降 8.59%，权益销售金额 909.32 亿元，同比下降 12.02%；联发集团实现全口径合同销售金额 257.79 亿元，同比下降 1.70%，权益销售金额 175.82 亿元，同比增长 12.96%。建发集团在一、二线城市的销售金额（全口径）占比超过 90%，高于土地储备（未售口径）货值占比（约 85%），其中全口径销售额超过 50 亿元的城市有 6 个，分别为杭州、上海、北京、福州、厦门和南京。回款方面，建发集团回款比例³保持在高水平，2025 年为 103.79%，较 2024 年提升 4.83 个百分点。

图表 21 • 建发集团主要房地产子公司经营情况

类别	2023 年		2024 年		2025 年	
	建发国际	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）	657.76	55.49	499.08	57.41	467.00	139.93
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	1015.49	242.31	826.26	156.44	713.18	56.79
合同销售金额（全口径）（亿元）	1888.75	403.45	1334.73	262.24	1220.02	257.79
权益销售金额（亿元）	1379.56	180.33	1033.58	155.65	909.32	175.82
合同销售面积（全口径）（万平方米）	898.79	157.31	642.79	138.90	495.34	154.13
权益销售面积（万平方米）	666.43	90.76	504.78	95.60	365.33	109.93
账面结转收入（亿元）	1308.17	262.24	1386.47	332.08	1323.62	148.84
账面结转面积（万平方米）	852.25	195.79	702.32	155.99	643.85	102.15
期末土地储备建筑面积（全口径）（万平方米）	1551.52	681.15	1243.12	589.66	1147.26	552.68
期末土地储备建筑面积（权益口径）（万平方米）	1205.08	513.12	967.30	453.92	862.11	434.41
权益口径新增土地投资（拿地金额）（亿元）	850.80	104.51	447.36	72.05	513.36	126.33

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，建发集团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

联合资信关注到，建发集团房地产存货中仍有部分三线及以下城市项目，加之地产行业景气度整体下行，2023—2025 年，建发集团房地产业务分别计提存货跌价准备 29.31 亿元、58.01 亿元和 112.68 亿元，规模很大。未来若建发集团项目去化不及预期，项目所处区域房价不能止跌，可能导致建发集团继续计提存货跌价准备，从而对建发集团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地产市场行情，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。

2023—2025 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持续下降，加之稳商留商而采取租金优惠措施，导致营业收入持续下降；受公允价值变动损失和资产减值损失等因素影响，美凯龙利润持续亏损，经营现金流情况表现尚可；面对行业下行，美凯龙不断优化完善商场内品类及业态布局，后续经营业绩改善情况有待关注。

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、委管商场和特许经营商场等，为商户、消费者和合作方提供全面服务。同时，美凯龙还提供互联网零售、装修设计等泛家居消费服务。

自营模式下，美凯龙战略性地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

³ 回款比例=销售回款额/合同销售额*100%

户服务，以收取租金及相关收入。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。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建发集团旗下品牌“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，受房地产行业低迷影响，家具、家居装饰行业景气度下行，合作商户经营压力加大，美凯龙持续减少运营商场数量，2023—2025 年底，美凯龙自营商场数量累计减少 13 家，委管商场数量累计减少 57 家。出租率方面，为支持商户持续经营、留住商户，美凯龙持续通过减免租金及管理费的方式稳商留商，2023—2025 年，自营商场平均出租率分别为 82.8%、83.0%和 85.0%，呈增长趋势；同期，委管商场平均出租率分别为 85.7%、82.5%和 82.9%，呈波动下降趋势。受商场数量下降及减免租金影响，2023—2025 年，美凯龙收入持续下降，分别为 115.15 亿元、78.21 亿元和 65.82 亿元，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，净利润连续 3 年表现为亏损状态，分别为-23.70 亿元、-31.90 亿元和-254.66 亿元，其中 2025 年大额亏损系市场对未来租金预期发生了改变，租金价格短期内难以得到修复，致使投资性房地产价值显著下降；2025 年，美凯龙因投资性房地产公允价值变动合计损失 234.42 亿元，同时根据各项资产最新可回收情况，美凯龙对各类资产截至 2025 年末的可回收金额进行了测算，2025 年计提各项减值损失合计 39.04 亿元。联合资信也注意到，美凯龙投资性房地产公允价值变动和相关减值损失等事项不直接影响其经营活动产生现金流的能力，2023—2025 年，美凯龙经营活动产生的现金流量净额分别为 23.64 亿元、2.16 亿元和 8.16 亿元。

图表 22 • 2023—2025 年美凯龙主要商场经营情况

类别		2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年（末）
自营商场	门店数量（家）	87	77	74
	平均出租率	82.8%	83.0%	85.0%
委管商场	门店数量（家）	275	257	218
	平均出租率	85.7%	82.5%	82.9%

资料来源：联合资信根据美凯龙年报整理

面对行业下行的不利局面，美凯龙着力于优化完善商场内品类及业态布局：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，2025 年，美凯龙电器馆经营面积达 140.5 万平方米，可租面积占比提升至 10.1%；新零售家具品类面积同比增长 51.5%，达 18.4 万平方米，成为增速最快的二级品类；以设计为引擎驱动关联销售，M+高端家装设计中心总面积增至 70.5 万平方米，通过小程序矩阵数字化赋能，汇聚超过 6300 位专业设计师，全年开展 500 余场 IP 活动增强粘性，最终撬动带单销售额超过 1.5 亿元；引入汽车业态，实现“人车家”生态跨界融合，汽车经营面积增至 32 万平方米，与超过 30 家车企及平台深度合作，覆盖全国 46 座城市；餐饮配套业态全面覆盖，全国餐饮业态面积达 9.2 万平方米，自营商场餐饮覆盖率提升至 96%。美凯龙率先响应国家“以旧换新”政策，通过政企双补、全员直播及全国联动方式拓展销售，2025 年全国商场累计实现国补销售订单 102.9 万单，累计销售金额达 99.1 亿元。

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 2025 年底，尚需投资金额合计约 7.14 亿元，在建项目主要位于成都、郑州、西安和宁波等城市，未来面临的资本支出压力基本可控。

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%）和其子公司上海建发致新医疗科技集团股份有限公司（以下简称“建发致新”，证券代码：301584.SZ，于 2025 年 9 月在创业板上市）运营。

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和分销。建发集团为全国 31 个省、自治区、直辖市超过 4000 家医疗机构提供上万种规格型号产品的直销业务服务，建发集团作为链接上游生产厂商和二级经销商的枢纽，为上下游提供仓储、物流及渠道管理等服务。此外建发集团还提供医用耗材集约化运营（SPD）服务，为供应链上下游提供管理服务，作为服务提供商，建发集团为医院在供应商管理环节、院内一级仓管理、院内二级仓管理环节提供服务。医疗健康服务方面，建发集团管理及运营弘爱医院（三级综合医院）、弘爱康复医院（三级专科医院）、弘爱妇产医院（三级专科医院）、弘爱养护院、弘爱大药房、建发健康科技公司等医疗服务机构。

2023—2025 年，建发集团医疗业务营业收入分别为 161.89 亿元、189.59 亿元和 206.17 亿元，毛利率分别为 8.31%、8.13%和 8.66%，对收入和利润形成了一定补充。

（4）财务分析

建发集团披露了 2023—2025 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 2026 年一季度财务报表未经审计。合并范围变化方面，2023—2025 年末，建发集团纳入合并范围的一级子公司数量分别为 16 家、18 家和 20 家，对财务数据可比性存在一定影响。

2023—2025 年底，受房地产板块拿地及开发节奏变化以及美凯龙自持物业公允价值下跌等因素影响，建发集团资产规模持续下降。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，账面价值易受市场波动，对建发集团资产价值带来较大不确定性，仍需关注进一步下跌的风险。

2023—2025 年底，建发集团资产总额持续下降，年均复合下降 4.53%。截至 2025 年底，建发集团资产总额较上年底下降 3.69%，主要系地产板块存货减少以及美凯龙自持物业公允价值下跌所致；建发集团资产构成以流动资产为主。

图表 23 • 建发集团资产主要构成

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	6471.35	72.94	5986.40	71.29	5879.65	72.70
货币资金	1043.83	11.76	1027.97	12.24	986.32	12.20
应收账款	275.38	3.10	264.56	3.15	326.54	4.04
预付款项	377.15	4.25	243.92	2.90	258.16	3.19
其他应收款	713.55	8.04	798.57	9.51	748.76	9.26
存货	3735.68	42.10	3319.32	39.53	3188.12	39.42
非流动资产	2401.13	27.06	2410.91	28.71	2207.44	27.30
长期股权投资	499.92	5.63	526.65	6.27	560.21	6.93
投资性房地产	1155.44	13.02	1145.85	13.65	922.78	11.41
资产总额	8872.48	100.00	8397.31	100.00	8087.08	100.00

资料来源：联合资信根据公开信息整理

流动资产方面，2023—2025 年底，建发集团流动资产持续下降，年均复合下降 4.68%；截至 2025 年底，建发集团流动资产较上年底下降 1.78%，主要系存货减少所致。建发集团流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。截至 2025 年底，建发集团货币资金较上年底下降 4.05%，其中受限货币资金 103.76 亿元，受限比例为 10.52%，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。截至 2025 年底，建发集团应收账款账面价值较上年底增长 23.43%，主要系供应链运营业务向上下游延伸导致账期拉长，应收账款相应增加，账龄以 1 年以内占比（83.22%）为主，累计计提坏账准备 45.73 亿元，综合计提比例为 12.28%，计提较为充分，前五大欠款方期末余额合计占比 8.09%，集中度不高。截至 2025 年底，建发集团预付款项较上年底变化不大，账龄在 1 年以内的占 96.97%，前五名预付款客户合计占比 7.55%。建发集团其他应收款规模较大，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，截至 2025 年底，建发集团其他应收款较上年底下降 6.24%，前五大欠款方欠款额合计占比 16.18%，其他应收款（不含应收股利）余额中账龄 1 年以上的占 47.10%，1~2 年占 9.46%，2~3 年占 12.76%，3 年以上占 30.68%，累计计提坏账准备 21.68 亿元，计提比例较低，考虑到建发集团其他应收款账龄较长，存在一定回收风险。截至 2025 年底，建发集团存货较上年底下降 3.95%，主要由开发成本（占 71.34%）和开发产品（占 12.34%）构成，合计账面价值 2667.96 亿元，存货累计计提跌价准备 188.29 亿元，计提比例为 5.58%。建发集团房地产业务部分项目拿地成本较高，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。

非流动资产方面，2023—2025 年底，建发集团非流动资产规模持续下降，年均复合下降 4.12%，主要系投资性房地产公允价值下降所致。截至 2025 年底，建发集团投资性房地产账面价值 922.78 亿元，其中，美凯龙的投资性房地产账面价值 706.50 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—2025 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 6.23 亿元、31.05 亿元和 259.14 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 2026 年 3 月底，建发集团合并资产总额 9035.46 亿元，较上年底增长 11.73%，主要系供应链业务年初备货，带动应收账款、预付款项和存货等资产规模较快增长，符合行业经营特点。其中，流动资产占 75.23%，非流动资产占 24.77%。建发集团资产结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2025 年底，建发集团所有权和使用权受到限制的资产账面价值占同期末资产总额的 12.78%。其中，投资性房地产和存货受限规模较大，与建发集团地产、家居商场运营业务所处行业特点相符。

2023—2025 年底，建发集团所有者权益波动下降。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。

2023—2025 年底，建发集团所有者权益波动下降，年均复合下降 7.61%。截至 2025 年底，建发集团所有者权益 2226.09 亿元，较上年底下降 17.15%；其中，实收资本增加 10 亿元系当年建发集团将资本公积 10 亿元转增实收资本所致；其他权益工具增长系当期新增永续期债务融资工具所致；未分配利润下降主要系 2025 年建发集团大额亏损所致。截至 2025 年底，建发集团所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 29.77%，少数股东权益占比为 70.23%。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 4.49%、1.28%、11.31%和 10.82%。所有者权益结构稳定性较弱。

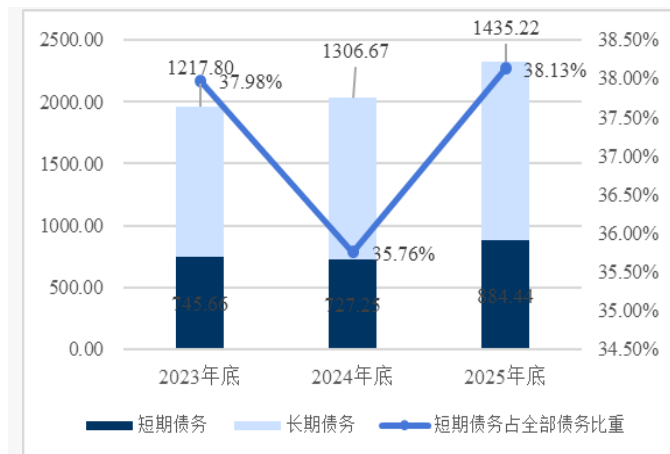
截至 2026 年 3 月底，建发集团所有者权益 2239.68 亿元，权益规模及权益结构均较上年底变化不大。

2023—2025 年底，建发集团有息债务规模持续增长，整体债务负担较重。

2023—2025 年底，建发集团负债规模波动下降，年均复合下降 3.28%。截至 2025 年底，建发集团负债总额 5861.00 亿元，较上年底增长 2.64%；其中流动负债占 71.39%，非流动负债占 28.61%，负债结构以流动负债为主，较上年底变化不大。有息债务方面，2023—2025 年，建发集团全部债务持续增长，年均复合增长 8.69%。截至 2025 年底，建发集团全部债务 2319.67 亿元，较上年底增长 14.05%，主要系来自长、短期借款的增长。债务结构方面，短期债务占 38.13%，长期债务占 61.87%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 年底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.47%、51.03%和 39.20%，较上年底分别提高 4.47 个百分点、提高 7.95 个百分点和提高 6.48 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，建发集团全部债务增至 2571.37 亿元。债务指标方面，截至 2025 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 75.59%、56.57%和 46.07%，较调整前分别上升 3.11 个百分点、5.54 个百分点和 6.87 个百分点。建发集团债务负担较重。

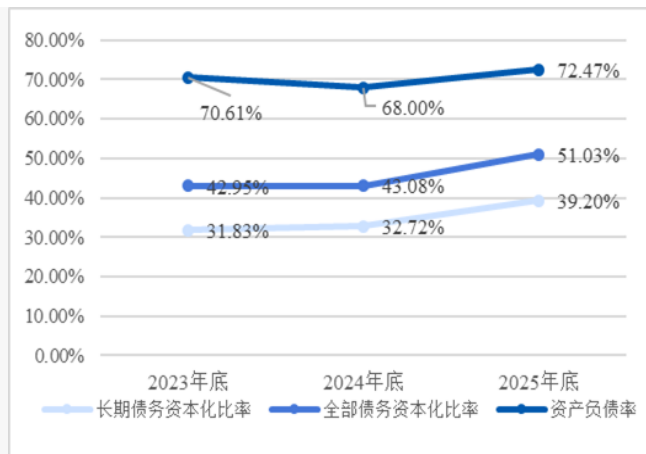
截至 2026 年 3 月底，建发集团全部债务 3071.02 亿元，较上年底增长 32.39%，主要系年初供应链服务业务备货，带动有息债务快速增长。债务结构方面，短期债务占 52.37%，长期债务占 47.63%，短期债务占比快速提升，结构相对均衡。

图表 24 • 建发集团债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据建发集团财务报告整理

图表 25 • 财务杠杆水平情况



资料来源：建发集团提供、联合资信根据建发集团财务报告整理

2023—2025 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严重；2025 年，因美凯龙投资性房地产公允价值大幅下跌，建发集团盈利显著下滑，利润呈亏损状态。

2023—2025 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 26 • 建发集团盈利能力情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业总收入（亿元）	7834.28	7238.34	6974.08
营业成本（亿元）	7477.28	6799.37	6570.92
费用总额（亿元）	189.99	221.95	213.56
投资收益（亿元）	28.87	33.13	14.17
资产减值损失（亿元）	-39.33	-64.44	-153.18
信用减值损失（亿元）	-14.38	-14.01	-16.57
公允价值变动收益（亿元）	-17.34	-30.46	-251.08
营业利润（亿元）	116.83	118.84	-238.75
营业外收入（亿元）	105.09	6.34	6.09
利润总额（亿元）	217.56	120.43	-239.82
营业利润率（%）	4.32	5.58	5.31
总资本收益率（%）	4.85	2.81	-4.50
总资产报酬率（%）	2.99	2.27	-2.17
净资产收益率（%）	6.69	2.32	-12.07

资料来源：联合资信根据公开信息整理

从期间费用看，2023—2025 年，建发集团费用总额波动增长，以销售费用和财务费用为主，2025 年期间费用同比下降 3.78%，期间费用率为 3.06%，较上年保持稳定。2023—2025 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-71.05 亿元、-108.91 亿元和-420.83 亿元，主要系房地产业务计提的大额存货跌价准备以及投资性房地产的公允价值变动损失，对利润侵蚀很大。受上述因素影响，2025 年建发集团利润总额呈大额亏损状态。盈利指标方面，2025 年，建发集团总资产报酬率和净资产收益率均明显下滑，分别为-2.17%和-12.07%。

2026 年 1—3 月，建发集团实现营业总收入 1463.13 亿元，同比下降 2.28%；营业利润率为 4.44%，同比增长 1.02 个百分点。

2023—2025 年，建发集团经营活动现金持续净流入，投资活动现金波动较大，2025 年为大额净流出，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，建发集团存在较大的对外融资需求。

2023—2025 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，主要系房地产销售的收入确认与收款存在一定的期间差异等因素所致。2023—2025 年，建发集团投资活动现金流入量持续下降，流出量波动下降，投资活动净现金流表现波动较大，2025 年大额净流出系房地产业务支付联营企业股权投资款增加所致。2023—2025 年，建发集团筹资活动现金持续净流出，以取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金为主，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，建发集团存在较大的外部筹资需求。

图表 27 • 建发集团现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
经营活动现金流入小计	9524.90	7192.17	6892.45
经营活动现金流出小计	9242.14	7086.62	6766.42
经营活动现金流量净额	282.76	105.55	126.04
投资活动现金流入小计	829.62	651.32	627.63
投资活动现金流出小计	866.97	596.13	759.31
投资活动现金流量净额	-37.35	55.19	-131.68
筹资活动前现金流量净额	245.41	160.74	-5.64
筹资活动现金流入小计	2630.33	2608.46	2369.93
筹资活动现金流出小计	2905.69	2768.67	2407.37
筹资活动现金流量净额	-275.36	-160.21	-37.44
现金收入比	106.01%	92.84%	90.68%

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2026 年 1—3 月，建发集团经营活动现金净流出 274.32 亿元，投资活动现金净流出 29.35 亿元，筹资活动现金净流入 538.23 亿元。

建发集团短期偿债指标表现尚可，长期偿债指标表现较弱，考虑到建发集团融资渠道畅通，建发集团实际偿债能力很强。

图表 28 • 建发集团偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年
短期偿债指标	流动比率(%)	136.71	146.28	140.51
	速动比率(%)	57.79	65.17	64.32
	经营现金/流动负债(%)	5.97	2.58	3.01
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.75	1.64	1.51
	现金短期债务比(倍)	1.44	1.44	1.14
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	284.99	218.35	-142.77
	全部债务/EBITDA ⁴ (倍)	6.89	9.32	-16.25
	经营现金/全部债务（倍）	0.14	0.05	0.05
	EBITDA/利息支出（倍）	6.01	3.10	-2.23
	经营现金/利息支出（倍）	5.97	1.50	1.97

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，建发集团流动资产对流动负债的保障程度较高，受地产存货占比较高影响，速动比率表现较弱；建发集团销售商品提供劳务收到的现金对流动负债的保障程度尚可；建发集团现金类资产对短期债务的保障程度较高。2025 年，受大额亏损影响，建发集团 EBITDA 为负，对全部债务的本息不具有覆盖能力。银行授信方面，截至 2025 年 9 月底，建发集团获得银行授信总额 8309.52 亿元，尚未使用额度 4572.32 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、美凯龙、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）、建发合诚工程咨询股份有限公司（股票代码：603909.SH）、建发新胜和建发致新等为上市公司，拥有直接融资渠道。

未决诉讼方面，根据建发集团 2025 年年度报告，截至 2025 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 8.13 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 1.30 亿元。

对外担保方面，截至 2025 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 307.02 亿元。除前述担保之外，建发集团对外担保余额 29.18 亿元。

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 2025 年底，建发集团本部资产总额 589.20 亿元，流动资产和非流动资产占比分别为 22.04%和 77.96%。流动资产主要由货币资金（占 17.46%）和其他应收款（占 81.65%）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 86.60%，投资性房地产占 6.54%。截至 2025 年底，建发集团本部货币资金为 22.67 亿元。

截至 2025 年底，建发集团本部所有者权益为 434.00 亿元，其中实收资本为 100.00 亿元（占 23.04%）、资本公积合计 15.47 亿元（占 3.56%）、未分配利润合计 30.30 亿元（占 6.98%）、盈余公积合计 34.52 亿元（占 7.95%）。

截至 2025 年底，建发集团本部负债总额 155.20 亿元，流动负债和非流动负债分别占 28.25%和 71.75%。流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券等（占 70.18%）和其他应付款（占 27.38%），非流动负债主要由长期借款（占 18.33%）和应付债券（占 81.61%）构成。截至 2025 年底，建发集团本部资产负债率为 26.34%；本部全部债务 142.07 亿元，其中，短期债务占 21.66%、长期债务占 78.34%。截至 2025 年底，建发集团本部全部债务资本化比率 24.66%，考虑到所有者权益中存在含权债券（2025 年底为 251.70 亿元），本部债务负担较重。

⁴ 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

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。2025 年，建发集团本部投资收益为 29.27 亿元，利润总额为 18.54 亿元，取得投资收益收到的现金 16.09 亿元。考虑到建发集团本部净利息支出（利息费用-利息收入，2025 年为 4.03 亿元）规模不大，实际利息支付压力不大。

（5）外部支持

厦门市良好的区位优势对建发集团主业经营发展奠定了良好基础，厦门市国资委在业务开展及资本金注入等方面给予建发集团有力支持。

厦门市作为经贸港口城市的特殊优势，为建发集团贸易业务的发展提供了良好的外部条件；同时稀缺的土地资源以及良好的经济环境也为建发集团在厦门房地产业务的开展奠定了基础。

厦门市国资委的财政实力、偿债能力、政府治理能力以及协调银行等金融机构借入续贷的能力很高。建发集团是厦门市国资委于 1981 年 1 月设立的综合性的国有独资有限公司，自成立以来，在供应链、房地产及投资等方面得到很大的支持，助力建发集团达成“成为值得信赖的世界一流企业”的愿景。2024 年，厦门市国资委向建发集团注入 12.80 亿元用于转增国有资本金，其对建发集团的支持意愿和支持能力均很强。

此外，2023—2025 年，建发集团获得的与日常经营相关的政府补助分别为 10.35 亿元、10.77 亿元和 10.77 亿元，计入其他收益。

经联合资信评定，建发集团个体信用等级为 aa⁻，考虑到政府支持，外部支持提升 3 个子级，主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

（6）担保效果评价

以 2025 年底财务数据测算，“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”余额合计 20.00 亿元，占建发集团所有者权益总额的比例很小。2025 年，建发集团经营性净现金流对“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”的覆盖倍数约为 6.30 倍。建发集团的担保对于“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。

2 建发股份

建发股份是厦门市国资委下属的国有上市公司，以供应链运营、房地产与家居商场运营为主业，其中供应链运营业务在供应链全流程服务、海内外渠道布局、上下游客户资源等方面竞争优势显著，2025 年，因大宗商品市场行情变化等因素影响，供应链运营分部收入及利润有所下降；房地产板块实施差异化品牌定位，具备良好的客户口碑，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，但受行业下行、存量项目去化放缓影响，签约销售面积和金额呈下降趋势，2025 年建发股份计提大额存货跌价准备，房地产业务经营承压；建发股份于 2023 年收购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快速下降，美凯龙持续亏损，后续业绩改善情况有待关注；受上述因素综合影响，2025 年建发股份出现大额亏损。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，建发股份资产质量较好，需关注房地产开发业务所形成存货跌价风险、往来款回收风险以及投资性房地产公允价值下降风险；权益稳定性较弱，债务负担较重，偿债指标表现一般；考虑到融资渠道畅通及有力的股东支持，建发股份实际偿债能力仍很强。经联合资信评定，建发股份个体信用等级为 a，考虑到股东支持，外部支持提升 5 个子级，主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定（详情请见担保方[厦门建发股份有限公司 2026 年跟踪评级报告](#)）。

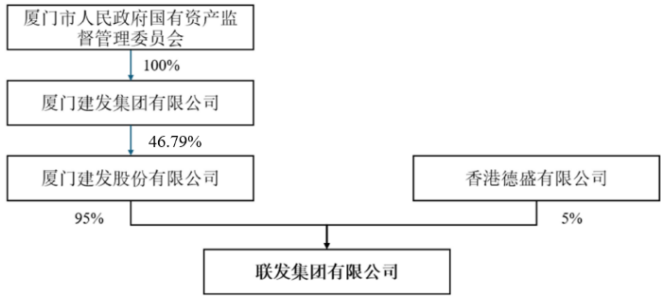
以 2025 年底财务数据测算，“21 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“22 联发 01”“23 联发集 MTN002”“23 联发 01”“23 联发 03”“23 联发集 MTN003”“23 联发 06”“24 联发集 MTN001”“24 联发 01”“24 联发 03”“24 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN001”“25 联发集 MTN002”“25 联发集 MTN003”“25 联发集 MTN004”“25 联发集 MTN005(绿色)”“26 联发集 MTN001”“26 联发集 MTN002”余额合计 123.79 亿元，约占建发股份所有者权益总额的 6.71%。2025 年，建发股份经营性净现金流对上述债券本金的覆盖倍数约为 0.94 倍。建发股份的担保对于上述债券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

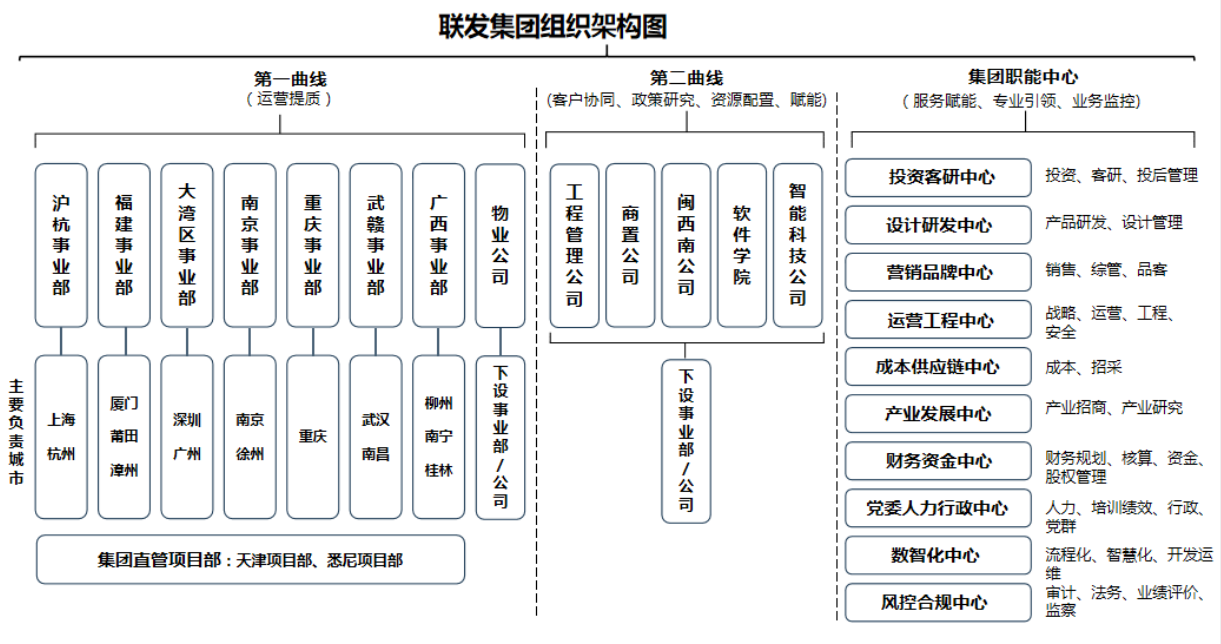
AA⁺,维持“23 联发集 MTN004” “24 联发集 MTN002” “24 联发集 MTN003” “21 联发集 MTN001” “22 联发集 MTN001” “22 联发集 MTN002” “22 联发 01” “23 联发集 MTN002” “23 联发 01” “23 联发 03” “23 联发集 MTN003” “23 联发 06” “24 联发集 MTN001” “24 联发 01” “24 联发 03” “24 联发集 MTN004” “25 联发集 MTN001” “25 联发集 MTN002” “25 联发集 MTN003” “25 联发集 MTN004” “25 联发集 MTN005(绿色)” “26 联发集 MTN001” “26 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 2026 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 2026 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 2025 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
上海联智未来房地产开发有限公司	274400	房地产开发	100%	-	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
深圳联粤房地产开发有限公司	185000	房地产开发	100%	-	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

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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	122.05	139.03	166.12	177.98
应收账款（亿元）	5.59	4.45	4.87	5.67
其他应收款（合计）（亿元）	136.13	157.78	169.76	178.82
存货（亿元）	665.27	487.20	445.42	426.85
长期股权投资（亿元）	99.10	101.86	102.61	101.93
固定资产（合计）（亿元）	2.88	2.44	2.55	2.50
在建工程（合计）（亿元）	0.05	0.05	0.05	0.05
资产总额（亿元）	1190.27	1004.12	1012.52	1018.88
实收资本（亿元）	21.00	21.00	21.00	21.00
少数股东权益（亿元）	179.75	204.22	202.28	202.14
所有者权益（亿元）	305.07	298.52	187.29	205.88
短期债务（亿元）	105.23	49.88	62.93	52.96
长期债务（亿元）	211.71	300.17	380.20	384.51
全部债务（亿元）	316.94	350.04	443.13	437.47
营业总收入（亿元）	288.23	361.34	165.53	33.09
营业成本（亿元）	268.33	330.05	164.58	28.80
其他收益（亿元）	0.23	0.08	0.06	0.02
利润总额（亿元）	3.19	-12.86	-123.52	-0.06
EBITDA（亿元）	8.42	-5.80	-113.83	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	255.93	177.17	206.66	51.20
经营活动现金流入小计（亿元）	281.99	198.31	223.11	53.77
经营活动现金流量净额（亿元）	52.41	-17.09	-20.47	21.71
投资活动现金流量净额（亿元）	10.26	-3.08	-32.37	-8.32
筹资活动现金流量净额（亿元）	-121.43	34.69	74.70	-10.52
财务指标				
销售债权周转次数（次）	51.42	71.94	34.02	--
存货周转次数（次）	0.37	0.57	0.35	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.33	0.16	--
现金收入比（%）	88.79	49.03	124.85	154.74
营业利润率（%）	6.54	7.57	-3.33	12.48
总资产报酬率（%）	0.62	-0.67	-11.35	--
总资本收益率（%）	0.85	-1.93	-18.01	--
净资产收益率（%）	0.35	-6.25	-65.17	--
长期债务资本化比率（%）	40.97	50.14	67.00	65.13
全部债务资本化比率（%）	50.95	53.97	70.29	68.00
资产负债率（%）	74.37	70.27	81.50	79.79
调整后资产负债率（%）	64.04	65.35	77.85	75.38
流动比率（%）	150.41	206.62	189.09	198.21
速动比率（%）	50.73	84.92	88.20	97.80
经营现金流动负债比（%）	7.85	-4.27	-4.64	--
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.87	0.77	0.81	--
现金短期债务比（倍）	1.16	2.79	2.64	3.36
EBITDA 利息倍数（倍）	0.45	-0.36	-6.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	37.65	-60.34	-3.89	--

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 2026 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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	27.43	38.59	54.93	73.40
应收账款（亿元）	0.06	0.60	0.36	0.07
其他应收款（合计）（亿元）	196.70	202.38	253.38	245.73
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	196.96	194.43	203.25	202.95
固定资产（合计）（亿元）	0.70	0.66	0.62	0.60
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	459.54	454.94	531.87	542.47
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）	137.10	124.89	108.77	127.82
短期债务（亿元）	27.86	5.10	9.48	8.98
长期债务（亿元）	122.82	170.03	181.46	169.53
全部债务（亿元）	150.67	175.12	190.94	178.51
营业总收入（亿元）	4.33	3.87	3.76	0.41
营业成本（亿元）	1.03	0.27	0.32	0.04
其他收益（亿元）	0.02	0.02	0.02	0.00
利润总额（亿元）	15.32	-2.80	-15.25	-0.93
EBITDA（亿元）	21.05	2.39	-2.47	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.70	4.55	4.91	0.75
经营活动现金流入小计（亿元）	945.03	506.80	1023.80	165.19
经营活动现金流量净额（亿元）	-26.10	-13.50	0.05	29.29
投资活动现金流量净额（亿元）	7.01	10.23	3.60	-8.31
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.81	13.21	7.96	-10.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	57.54	11.66	7.88	--
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（%）	131.64	117.39	130.51	185.83
营业利润率（%）	72.51	87.87	85.44	78.95
总资本收益率（%）	8.01	1.08	-0.40	--
净资产收益率（%）	12.63	-1.57	-12.86	--
长期债务资本化比率（%）	47.25	57.65	62.52	57.01
全部债务资本化比率（%）	52.36	58.37	63.71	58.27
资产负债率（%）	70.17	72.55	79.55	76.44
流动比率（%）	123.54	153.41	129.74	132.49
速动比率（%）	123.54	153.41	129.74	132.49
经营现金流动负债比（%）	-13.26	-8.54	0.02	--
现金短期债务比（倍）	0.98	7.57	5.79	8.17
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，2026 年一季报未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-3 建发集团主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1073.69	1043.69	1010.11	1296.62
应收账款（亿元）	275.38	264.56	326.54	394.00
其他应收款（亿元）	715.41	799.90	749.63	806.46
存货（亿元）	3735.68	3319.32	3188.12	3404.08
长期股权投资（亿元）	499.92	526.65	560.21	559.24
固定资产（亿元）	169.14	188.41	190.21	190.55
在建工程（亿元）	6.67	9.38	15.61	17.32
资产总额（亿元）	8872.48	8397.31	8087.08	9035.46
实收资本（亿元）	90.00	90.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	1949.57	1979.96	1563.47	1562.45
所有者权益（亿元）	2607.72	2686.94	2226.09	2239.68
短期债务（亿元）	745.66	727.25	884.44	1608.36
长期债务（亿元）	1217.80	1306.67	1435.22	1462.65
全部债务（亿元）	1963.46	2033.92	2319.67	3071.02
营业总收入（亿元）	7834.28	7238.34	6974.08	1463.13
营业成本（亿元）	7477.28	6799.37	6570.92	1394.35
其他收益（亿元）	10.35	10.77	10.77	1.60
利润总额（亿元）	217.56	120.43	-239.82	17.85
EBITDA（亿元）	284.99	218.35	-142.77	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8304.75	6720.09	6323.80	1699.16
经营活动现金流入小计（亿元）	9524.90	7192.17	6892.45	1808.99
经营活动现金流量净额（亿元）	282.76	105.55	126.04	-274.32
投资活动现金流量净额（亿元）	-37.35	55.19	-131.68	-29.35
筹资活动现金流量净额（亿元）	-275.36	-160.21	-37.44	538.23
财务指标				
应收账款周转率（次）	33.86	26.81	23.60	--
存货周转率（次）	2.03	1.93	2.02	--
总资产周转率（次）	0.97	0.84	0.85	--
现金收入比（%）	106.01	92.84	90.68	116.13
营业利润率（%）	4.32	5.58	5.31	4.44
总资产报酬率（%）	2.99	2.27	-2.17	--
净资产收益率（%）	6.69	2.32	-12.07	--
长期债务资本化比率（%）	31.83	32.72	39.20	39.51
全部债务资本化比率（%）	42.95	43.08	51.03	57.83
资产负债率（%）	70.61	68.00	72.47	75.21
流动比率（%）	136.71	146.28	140.51	133.32
速动比率（%）	57.79	65.17	64.32	66.55
经营现金流动负债比（%）	5.97	2.58	3.01	--
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.75	1.64	1.51	--
现金短期债务比（倍）	1.44	1.44	1.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.01	3.10	-2.23	--
业务放大倍数（倍）	3.00	2.69	3.13	--

注：1. 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 由于未获得资本化利息数据，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

资料来源：联合资信根据公开信息整理

附件 2-4 建发股份主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1011.92	972.95	946.61	1220.90
应收账款（亿元）	209.23	191.09	232.64	291.53
其他应收款（亿元）	712.19	798.20	752.62	797.56
存货（亿元）	3701.86	3276.32	3146.99	3364.59
长期股权投资（亿元）	354.97	370.56	398.49	395.12
固定资产（亿元）	82.90	97.87	99.27	97.65
在建工程（亿元）	1.79	6.12	15.18	16.81
资产总额（亿元）	8208.52	7678.67	7331.24	8226.56
实收资本（亿元）	30.04	29.47	29.00	29.00
少数股东权益（亿元）	1551.28	1561.72	1229.64	1223.39
所有者权益（亿元）	2246.39	2281.58	1843.67	1836.69
短期债务（亿元）	695.39	671.11	792.29	1551.00
长期债务（亿元）	1207.35	1236.88	1345.99	1359.59
全部债务（亿元）	1902.74	1907.99	2138.28	2910.59
营业总收入（亿元）	7636.78	7012.96	6712.70	1401.40
营业成本（亿元）	7304.08	6600.99	6339.22	1342.09
其他收益（亿元）	9.45	10.25	10.23	1.52
利润总额（亿元）	207.92	112.39	-254.32	12.05
EBITDA（亿元）	259.92	193.23	-175.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8084.89	6436.69	6007.77	1619.34
经营活动现金流入小计（亿元）	9301.61	6887.53	6552.54	1713.79
经营活动现金流量净额（亿元）	293.95	112.13	115.89	-272.67
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.35	56.76	-131.46	-14.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	-314.12	-173.90	-20.34	510.32
财务指标				
销售债权周转次数（次）	43.12	33.70	30.33	--
存货周转次数（次）	2.00	1.89	1.97	--
总资产周转次数（次）	1.03	0.88	0.89	--
现金收入比（%）	105.87	91.78	89.50	115.55
营业利润率（%）	4.13	5.39	5.09	3.97
总资本收益率（%）	5.01	2.88	-5.65	--
净资产收益率（%）	7.50	2.55	-15.24	--
长期债务资本化比率（%）	34.96	35.15	42.20	42.54
全部债务资本化比率（%）	45.86	45.54	53.70	61.31
资产负债率（%）	72.63	70.29	74.85	77.67
流动比率（%）	137.80	145.48	141.81	134.17
速动比率（%）	56.80	62.95	62.97	65.20
经营现金流动负债比（%）	6.43	2.82	2.90	--
现金短期债务比（倍）	1.46	1.45	1.19	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	3.14	2.03	-2.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.32	9.87	-12.20	--

注：1. 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 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；3. 其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的有息部分已计入债务

资料来源：建发股份提供、联合资信根据建发股份财务报表整理

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)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用) / 营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 总资产×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/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
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/ (流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/ (流动负债合计-合同负债)
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
 调整后 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-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)
 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 主体公开评级长期信用等级设置及含义

联合资信对部分金融机构、非金融企业开展公开评级。联合资信金融机构、非金融企业主体公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}和 C_{pi}。除 AAA_{pi} 级、CCC_{pi} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

附件 4-3 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 4-4 评级展望设置及含义

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

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

附件 4-5 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断