

信用评级公告

联合〔2023〕1993号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门建发股份有限公司及其拟发行的2023年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定厦门建发股份有限公司主体长期信用等级为AAA，厦门建发股份有限公司2023年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年七月十八日

厦门建发股份有限公司

2023 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券 (第一期) 信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期可续期公司债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期可续期公司债发行规模: 不超过 10 亿元(含 10 亿元)

本期可续期公司债期限: 基础期限为 3 年, 在约定的基础期限末及每个续期的周期末, 公司有续期选择权, 每次续期的周期不超过基础期限, 在公司不行使续期选择权全额兑付时到期

偿还方式: 采用固定利率, 单利按年计息, 不计复利, 如有递延, 则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息, 到期偿还本金及最后一期利息

募集资金用途: 补充流动资金

评级时间: 2023 年 7 月 18 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
贸易企业主体信用评级方法	V4.0.202208
贸易企业主体信用评级模型(打分表)	V4.0.202208

注: 上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
			偿债能力	2
指示评级				aaa
个体调整因素: --				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素: --				--
评级结果				AAA

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)对厦门建发股份有限公司(以下简称“公司”或“建发股份”)的评级反映了公司作为以供应链运营业务与房地产业务为主业的上市公司, 其供应链运营业务在业务规模、业务网络、运营价值链等方面具有极强的竞争优势; 其房地产板块具备显著的区域品牌优势, 综合开发实力较强。同时, 联合资信也关注到, 公司房地产业务开工及土地投资规模大, 资金压力大幅上升、整体债务负担较重及进行重大资产重组等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本期可续期公司债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务; 公司历史经营状况良好且未来持续盈利并分红的可能性大, 递延支付利息可能性小; 同时, 赎回和利率重置条款设置使本期可续期公司债券本金不赎回的可能性小。本期可续期公司债券对现有债务结构影响小, 公司经营现金流量对本期可续期公司债券发行后长期债务的保障能力强。

未来, 随着供应链运营业务稳步发展、房地产在建项目持续销售, 发展战略逐步落实, 公司整体竞争力及经营状况有望得以巩固。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估, 联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA, 本期可续期公司债券信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

优势

1. 厦门市经济实力持续增强, 公司外部发展环境良好。厦门市作为五大计划单列市之一, 经济实力持续增强。经济特区的战略定位和强劲发展, 以及福建自贸区的政策便利为公司创造了良好的外部环境。

2. 公司供应链运营业务网络覆盖地域广泛, 经营品种丰富, 形成了完善的运营价值链。公司供应链运营业务上控资源、下布渠道, 中间提供采购、仓储加工、物流配送等多方位服务, 具备极强的资源整合能力; 公司经营品种包括金属材料

同业比较:

主要指标	公司	公司 1	公司 2
最新信用等级	AAA	AAA	AAA
数据时间	2022 年	2022 年	2022 年
业务结构	供应链运营业务占比 83.61%，房地产业务占比 16.39%	大宗商品经营及物流服务占比 98.18%	大宗商品经营及物流服务占比 90.24%，商品销售收入及其他占比 8.20%
风险敞口 (倍)	0.57	0.13	0.25
资产总额 (亿元)	6647.54	1150.56	2928.39
所有者权益 (亿元)	1653.44	363.92	831.49
营业总收入 (亿元)	8328.12	5381.48	5626.22
营业利润率 (%)	3.58	2.00	2.70
利润总额 (亿元)	161.74	50.32	66.19
资产负债率 (%)	75.13	68.37	71.61
全部债务资本化比率 (%)	48.59	55.27	60.84
全部债务/EBITDA(倍)	8.10	6.04	9.54
EBITDA 利息倍数(倍)	2.66	4.65	2.65

注: 公司 1 为厦门象屿股份有限公司, 公司 2 为厦门象屿集团有限公司
资料来源: 联合资信整理

分析师: 王晴 徐璨

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

料、浆纸产品、矿产品、农副产品、轻纺产品、能源化工产品、机电产品、汽车以及食品等, 能够有效分散风险。

3. 公司房地产业务具备显著的区域品牌优势, 综合开发实力较强, 土地储备充足。公司房地产业务区域品牌优势显著, 项目储备充足。截至 2022 年底, 公司下属企业建发房地产集团有限公司和联发集团有限公司权益口径土地储备面积分别为 1285.27 万平方米和 503.85 万平方米, 为地产业务持续发展奠定基础。

关注

1. 公司房地产业务未来去化情况有待关注。2020—2022 年, 为拓展市场份额, 公司房地产业务开发及土地投资规模大, 资金压力大幅上升, 且 2022 年部分项目出现亏损, 存货跌价对利润侵蚀影响较大。考虑到房地产行业市场需求尚未回暖, 公司地产存货去化情况有待关注。

2. 公司有息债务规模持续增长, 整体债务负担较重。2020—2023 年 3 月底, 公司全部债务持续增长, 考虑到所有者权益中其他权益工具规模较大, 公司债务负担较重。

3. 公司所有者权益稳定性较弱。截至 2023 年 3 月底, 公司所有者权益 1640.63 亿元, 其中少数股东权益占 64.91%, 其他权益工具占 6.76%。

4. 公司进行重大资产重组。公司及子公司于 2023 年 6 月收购红星美凯龙家居集团股份有限公司 (以下简称“美凯龙”) 合计 29.95% 的股份, 公司成为美凯龙控股股东。本次收购对公司经营和财务的影响有待关注。

主要财务数据:

项目	合并口径			
	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产(亿元)	544.57	910.44	985.77	1170.08
资产总额(亿元)	3871.57	6024.59	6647.54	7704.47
所有者权益(亿元)	860.58	1369.18	1653.44	1640.63
短期债务(亿元)	310.29	465.08	532.75	948.90
长期债务(亿元)	860.44	1059.67	1029.96	1075.31
全部债务(亿元)	1170.72	1524.74	1562.72	2024.21
营业总收入(亿元)	4329.49	7078.44	8328.12	1674.61
利润总额(亿元)	121.07	158.02	161.74	10.47
EBITDA(亿元)	143.89	186.83	193.03	--
经营性净现金流(亿元)	97.19	4.09	154.89	-120.54
营业利润率(%)	4.81	3.44	3.58	2.26
净资产收益率(%)	9.51	8.01	6.81	--
资产负债率(%)	77.77	77.27	75.13	78.71
全部债务资本化比率(%)	57.63	52.69	48.59	55.23
流动比率(%)	163.96	154.58	152.87	141.74

经营现金流动负债比(%)	4.57	0.11	3.95	--
现金短期债务比(倍)	1.76	1.96	1.85	1.23
EBITDA 利息倍数(倍)	2.57	2.57	2.66	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.14	8.16	8.10	--

公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	253.83	380.20	502.75	583.15
所有者权益(亿元)	112.39	185.78	243.34	227.91
全部债务(亿元)	31.59	40.62	61.67	194.65
营业总收入(亿元)	11.50	39.17	115.92	48.80
利润总额(亿元)	13.17	12.77	46.80	0.58
资产负债率(%)	55.72	51.14	51.60	60.92
全部债务资本化比率(%)	21.94	17.94	20.22	46.06
流动比率(%)	124.92	116.62	148.56	125.47
经营现金流动负债比(%)	6.11	31.80	-22.98	--

注：1. 公司 2023 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；部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，差异系指标计算口径不同造成；3. 合并口径其他流动负债和其他非流动负债中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算；母公司其他流动负债和长期应付款中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算；4. 2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，所有者权益中分别包含含权债券 19.96 亿元、96.42 亿元、126.89 亿元和 110.92 亿元

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2023/05/18	王 晴 徐 璨	贸易企业主体信用评级方法 (V4.0.202208) 贸易企业主体信用评级模型 (打分表) (V4.0.202208)	阅读全文
AAA	稳定	2014/05/21	王 毓 景 雪	贸易行业企业信用分析要点 (2013 年)	阅读全文
AA ⁺	稳定	2012/05/21	刘献荣 王妮娜	企业主体评级方法 (2009 年)	阅读全文
AA ⁻	稳定	2008/06/24	谢凌艳 张 成	债券资信评级方法 (2003 年)	阅读全文
A ⁺	正面	2007/10/31	石雨欣 张志军	债券资信评级方法 (2003 年)	阅读全文
A ⁺	稳定	2007/04/23	石雨欣 张志军	债券资信评级方法 (2003 年)	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受厦门建发股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

厦门建发股份有限公司

2023 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券 (第一期) 信用评级报告

一、主体概况

厦门建发股份有限公司(以下简称“建发股份”或“公司”)系经厦门市人民政府厦府(1998)综 034 号文批准,由厦门建发集团有限公司(以下简称“建发集团”)独家发起,于 1998 年 5 月以募集方式设立的股份有限公司。建发集团将本部与供应链运营业务相关的进出口业务部门及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司、厦门建发包装有限公司、厦门建发保税品有限公司和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入(折为国有法人股 13500 万股)。经中国证券监督管理委员会证监发字(1998)123 号文和证监发字(1998)124 号文批准,公司于 1998 年 5 月 25 日公开发行了人民币普通股(A 股)5000 万股,并于同年 6 月 16 日在上海证券交易所上市交易,股票简称“建发股份”,股票代码“600153.SH”。至此,公司总股本为 18500 万股,其中建发集团持有 13500 万股,持股比例 72.97%;社会公众持有 5000 万股,持股比例 27.03%。

经过多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后,截至 2023 年 3 月底,公司注册资本为 30.05 亿元,总股本为 30.05 亿股,其中建发集团持股比例 45.15%,为公司第一大股东。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”)持有建发集团 100% 股权,为公司实际控制人。

公司主营业务为供应链运营和房地产业务。截至 2022 年底,公司内设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部、信息化应用部等部门,拥有在职员工 32847 人。

截至 2022 年底,公司合并资产总额 6647.54 亿元,所有者权益 1653.44 亿元(含少数股东权益 1068.64 亿元);2022 年,公司实现营业总收入 8328.12 亿元,利润总额 161.74 亿元。

截至 2023 年 3 月底,公司合并资产总额 7704.47 亿元,所有者权益 1640.63 亿元(含少数股东权益 1064.98 亿元);2023 年 1-3 月,公司实现营业总收入 1674.61 亿元,利润总额 10.47 亿元。

公司注册地址:厦门市思明区环岛东路 1699 号建发国际大厦 29 层;法定代表人:郑永达。

二、本期可续期公司债券概况

1. 本期可续期公司债券概况

公司计划发行“厦门建发股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券(第一期)”(以下简称“本期可续期公司债券”或“本期债券”)。本期可续期公司债券发行规模为不超过 10 亿元(含 10 亿元),基础期限为 3 年,在约定的基础期限末及每个续期的周期末,公司有权行使续期选择权,每次续期的期限不超过基础期限,在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。

在利率方面,本期可续期公司债券采用固定利率,单利按年计息,不计复利,如有递延,则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。基础期限的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定,在基础期限内固定不变,其后每个周期重置一次。首个周期的票面

利率为初始基准利率¹加上初始利差²，后续周期的票面利率³调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

本期可续期公司债券设置递延支付利息权，根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会〔2017〕14 号），公司将本期可续期公司债券分类为权益工具。

在偿付顺序方面，本期可续期公司债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。

（1）续期选择权

本期债券的基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有续期选择权，每次续期的周期不超过基础期限。如公司行使续期选择权则债券期限延长 1 个周期，如公司不行使续期选择权则在到期时全额兑付。公司续期选择权行使不受到次数的限制。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

（2）递延利息支付选择权

本期可续期公司债券附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期可续期公司债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本期发行条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。上述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。

（3）递延支付利息的限制：

强制付息事件

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公

司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：1）向普通股股东分红；2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项

若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：1）向普通股股东分红；2）减少注册资本。

（4）赎回选择权

公司因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期可续期公司债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期可续期公司债券进行赎回。

公司因会计准则变更进行赎回

公司将本期可续期公司债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期可续期公司债券计入权益时，公司有权对本期可续期公司债券进行赎回。

公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期可续期公司债券。若公司不行使赎回选择权，则本期可续期公司债券将继续存续。

基于以上条款，可得出以下结论：

2020—2022 年，公司分别派发现金红利 14.18 亿元、14.32 亿元和 18.04 亿元，2023 年 7 月，公司发放现金红利 24.04 亿元。公司每年分红稳定，历史经营状况良好且未来持续盈利可能性大，递延支付利息可能性小。

本期可续期公司债券如不赎回，从第 2 个周期开始，票面利率调整为当期基准利率加上

¹基准利率的确定方式：初始基准利率为簿记建档日前 5 个交易日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为首个周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

²初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。

³后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 5 个交易日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为首个周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到 0.01%）。

初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期可续期公司债券公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择不赎回的可能性小。从延期支付利息角度分析，公司历史经营状况良好且未来持续盈利并分红的可能性大，递延支付利息可能性小。

综合以上分析，本期可续期公司债券具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务；同时，赎回和利率重置条款设置使本期可续期公司债券不赎回的可能性较小；公司历史经营状况良好且未来持续盈利并分红的可能性大，递延支付利息可能性小。

2. 本期可续期公司债券募集资金用途

本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于补充流动资金。

本期可续期公司债券为无担保债券。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。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（2023 年一季度）](#)》。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

进出口贸易行业方面，2022 年以来，受多数地区金融环境收紧、俄乌冲突等多因素影响，全球需求放缓。随着全球经济衰退预期升温，海外消费品需求仍较高但出现回落，中国外贸进出口增长面临压力。2022 年，中国货物进出口总额 42.07 万亿元，同比增长 7.7%，出口和进口增速均同比回落；出口 23.97 万亿元，同比增长 10.5%；进口 18.1 万亿元，同比增长 4.3%。2023 年一季度，中国货物贸易进出口总值 9.89 万亿元，同比增长 4.8%，其中，出口 5.65 万亿元，同比增长 8.4%；进口 4.24 万亿元，同比增长 0.2%；若以美元计价，出口同比增长 0.5%，进口同比下降 7.1%。中国出口国家的贸易框架在发生变化，欧美需求放缓，中国对东盟、一带一路沿线国家等经济体的出口增速较高，新兴市场开拓有力。

大宗商品贸易行业方面，2022 年以来主要大宗商品价格先涨后跌。从国际大宗商品看，以原油为例，2022 年上半年，布伦特原油现货价格从 2021 年末的 78.34 美元/桶持续上涨至 100 美元/桶，并在高位震荡，2022 年下半年，随着主要发达经济体货币政策收紧，截至 2023 年 3 月底，布伦特原油现货价格跌落至 79.18 美元/桶。从国内大宗商品看，2022 年以来，固定资产投资增速

整体呈回落态势，其中，基建投资景气度仍在高位，工业投资领域、电、热、燃、水投资持续保持高景气度，但房地产投资增速下降明显，房地产行业对建材等大宗商品需求仍偏弱。以钢铁为例，2022年一季度受地区冲突导致国际能源价格大幅增长，国外钢价大幅上涨拉动国内钢价有所增长；但进入二季度，受经济预期下降影响，国内钢材需求低迷，国内钢材价格在供大于求的背景下迅速回落。

行业风险方面，全球宏观经济下行，出口企业面临的履约风险增加，多个国家外汇见底，许多国外买家无法支付进口货款；2023年一季度，美国延续2022年以来的加息政策，其他国家货币相应贬值或紧跟加息，人民币汇率波动给中国外贸企业带来一定财务风险和订单转移风险；2023年年初，大宗商品价格延续波动态势，期现货价差加大，增加中小型贸易企业在风险控制等方面的压力。

展望2023年，俄乌冲突、欧美国家收紧货币政策持续加剧市场对2023年可能出现全球经济衰退的预期，并持续干扰全球经济复苏，中国外贸增速或将有所放缓，外贸企业将面临经营压力。美元利率波动、俄乌冲突、海外市场需求偏弱等因素影响持续扰动大宗商品市场，此外国内复工进度提速、基建维持高景气度，预计2023年全年大宗商品需求或将有所增长。详见[《2023年一季度贸易行业运行分析》](#)。

2. 房地产行业

2022年，在多重因素影响下，国内房地产市场延续2021年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022年11月，融资端政策利好集中释放，“四箭齐发”等政策将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但政策传导速

度及落地效果仍有待观察。在政策宽松预期及前期需求释放下，2023年国内房地产市场会有阶段性回暖，但长期不确定性仍大。完整版行业分析详见[《2023年房地产行业分析》](#)。

3. 区域经济概况

厦门市作为五大计划单列市之一，经济实力持续增强，为公司创造了良好的外部环境。

厦门市是中国最早成立的经济特区，是以外向型经济为主导的经贸港口城市、五大计划单列市之一。2015年4月21日，中国福建自由贸易试验区厦门片区揭牌，厦门片区面积43.78平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，并根据先行先试推进情况以及产业发展和辐射带动需要，拓展试点政策范围，形成与两岸新兴产业和现代服务业合作示范区、东南国际航运中心、两岸贸易中心和两岸区域性金融服务中心建设的联动机制。

根据《厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2020—2022年，厦门市分别实现地区生产总值6384.02亿元、7033.89亿元和7802.66亿元，按可比价格计算，2022年地区生产总值较2021年增长4.4%。

固定资产投资方面，2020—2022年，厦门市固定资产投资（不含农户）分别同比增长8.8%、11.3%和10.2%。分产业看，2022年，第一产业投资下降65.3%；第二产业投资增长28.0%；第三产业投资增长6.2%。房地产开发投资完成1064.78亿元，下降0.5%。其中，住宅投资726.73亿元，增长2.4%；办公楼投资38.06亿元，下降12.6%；商业营业用房投资59.60亿元，下降25.4%。全市房地产房屋施工面积3514.91万平方米，下降4.0%；房屋新开工面积687.82万平方米，增长21.5%。

对外贸易方面，2020—2022年，厦门市分别实现外贸进出口总值6915.77亿元、8876.52亿元和9225.59亿元，分别同比增长6.9%、7.8%和4.0%，其中，出口4657.39亿元，增长8.2%；

进口 4568.20 亿元，增长 0.1%。民营企业进出口总值 3714.26 亿元，增长 13.9%，其中，出口 2430.51 亿元，增长 14.0%，进口 1283.75 亿元，增长 13.8%；外资企业进出口总值 2254.96 亿元，下降 11.8%，其中，出口 1482.89 亿元，下降 3.2%，进口 772.07 亿元，下降 24.6%。一般贸易进出口总值 6744.65 亿元，增长 4.5%，其中，出口 2991.86 亿元，增长 9.7%；进口 3752.79 亿元，增长 0.7%。对台进出口贸易总值 454.52 亿元，下降 9.6%，其中，对台出口 193.84 亿元，增长 31.8%；进口 260.68 亿元，下降 26.8%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月底，公司注册资本为 30.05 亿元，总股本为 30.05 亿股，其中建发集团持股比例为 45.15%，为公司第一大股东。厦门市国资委持有建发集团 100% 股权，为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司是一家以供应链运营和房地产业务为主的现代服务型企业。公司供应链运营业务涉及品种丰富，业务网络覆盖地域广，形成了完善的运营价值链，具备全球化的品牌影响力；房地产业务具备显著的区域品牌优势。

公司作为供应链运营商，综合实力强，能够为制造业企业提供稳定、因“需”制宜的供应链综合服务。公司供应链服务辐射全球超过 170 个国家和地区，在浆纸、农产品、钢铁、矿产品、轻纺、汽车、酒类等业务领域拥有了良好的品牌影响力。

2022 年，公司位居《财富》“中国 500 强”第 15 位、《福布斯》“全球企业 2000 强”第 667 位；公司连续多年被评为“全国守合同重信用单位”“全国外经贸质量效益型先进企业”，子公司拥有物流行业国家标准认证的“5A 级综合物流企业”资质。

公司房地产业务由其下属控股子公司联发

集团有限公司（以下简称“联发集团”，截至 2022 年底公司持股 95.00%）和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”，截至 2022 年底公司持股 54.65%）运营。建发房产连续 11 年获得“中国房地产开发企业 50 强”，2022 年位列第 16 位；联发集团位列“2023 中国房地产百强企业”第 28 位。

3. 人员素质

公司董事及高级管理人员整体素质较高，具有多年行业从业经验和管理经验；公司员工岗位构成和学历构成较合理，能够满足经营需要。

截至 2023 年 3 月底，公司共有董事 9 位（含 3 位独立董事），监事 3 位，高级管理人员 6 位。公司高管人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。

公司董事长郑永达先生，出生于 1971 年，大学本科学历，学士学位，助理经济师；历任公司进出口六部副总经理、总经理，厦门建发包装有限公司总经理，厦门建发纸业有限公司总经理，公司总经理助理、常务副总经理、总经理等职；现任公司党委书记、董事长，建发集团党委委员等职。

公司总经理林茂先生，出生于 1968 年，大学本科学历，硕士学位，高级会计师；历任建发集团财务部副经理，公司证券部经理、董事会秘书、副总经理等职；现任公司党委委员、董事、总经理，厦门建发纸业有限公司董事长，厦门星原融资租赁有限公司董事长等职。

截至 2022 年底，公司共有在职员工 32847 人，按照教育程度划分，本科及以上学历占比 42.65%，大专学历占比 23.31%，其他学历占比 36.04%；按岗位职责划分，业务人员占 67.25%，技术人员占 22.84%，财务人员占 3.28%，其他人员占 6.63%。

4.企业信用记录

公司本部历史债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：91350200260130346B），截至2023年7月4日，公司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短期借款16笔、贴现1笔，主要系银行系统问题所致。

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，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2023年7月10日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1.法人治理结构

公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

公司根据《公司法》《证券法》等法律、法规的要求，设立了股东大会、董事会、监事会，基本形成了股东大会、董事会和监事会各负其责、协调运转、有效制衡的健全的法人治理结构。公司制定了健全的《股东大会议事规则》《董事会议事规则》《监事会议事规则》，加强董事、监事、高级管理人员规范运作的意识，从而保证了公司规范运作。

股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针、投资计划和其他重大事项，依法行使职权。

公司设董事会，具有制定公司的经营计划和投资方案等职权，对股东大会负责。公司董事会由9名董事组成，设董事长和副董事长各1名，独立董事3名。董事由股东大会选举或更换，任期3年，任期届满可以连选连任。公司董事长由董事会过半数选举产生。

公司设监事会，由3名监事组成，其中职工代表监事1名；公司设监事会主席1名，由全体监事会成员选举产生。公司监事由股东大

会选举产生，职工监事由职代会选举产生，监事每届任期3年。公司监事会对公司董事、高级管理人员及公司财务履行职责的合法、合规性进行监督和检查，有效促进公司的规范运作。

公司设总经理1名，全面负责公司日常经营运作和控制管理。公司总经理由董事会聘任或解聘，对董事会负责，主持公司生产管理工作。

2.管理水平

公司内部管理制度较为健全，能够满足公司的日常经营管理需要。

公司设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部、信息化应用部等部门。公司结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。

公司建立了一整套包括《财务管理规定》《信用管理条例》《资金管理规定》《供应链业务流程管理条例》《供应链业务运作管理条例》《贸易业务财务管理条例》《物流管理条例》《异地公司供应链业务运作管理条例》《异地公司贸易业务财务管理条例》《异地公司物流管理条例》《异地公司信用管理条例》等在内的内部控制制度。公司设立了战略管理委员会、风险控制委员会、投资决策委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会等五个委员会，并分别制定了工作细则，完善了公司的治理结构。公司通过上述各项管理制度的制订，提高了公司制度化程度。

业务控制方面，公司管理层在执行业务控制过程中，分别针对采购、销售等不同的业务循环，采取了包括授权与审批、业务规程与操作程序、岗位权限与职责分工等控制措施，将内部控制工作落实到决策、执行、监督、反馈等各个环节。

财务管理方面，公司执行《企业会计准则》，建立了《财务管理规定》，财务人员具备相应的专业素质，会计岗位设置贯彻了“责任分离、相互制约”的原则，执行对重要会计业务和电算化

操作授权管理的规定，公司的会计管理内控制程序具有完整性、合理性及有效性。

风险管控方面，公司基于数十年的行业经验，针对价格风险、货权风险、信用风险等，已形成“专业化、分级化、流程化”的风险管控体系。对于大宗商品的价格风险，公司可以通过多种方式进行转嫁。公司的货物主要存放于自管仓或大型国有仓库，货权风险较小；同时公司在行业内深耕多年，有严格的客户信用资质审查机制，应收款风险较小。公司持续优化风控体系，根据公司业务发展实际以及管理模式的变化，相应调整职责、授权和风险控制指标，将业务数据、管理数据和风险控制相连接，加强内部大数据分析系统预警功能以及管理部门之间的信息互通和联动，强化对重大风险的日常监控。

七、重大事项

公司于2023年6月收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）29.95%的股份，成为美凯龙控股股东，本次收购对公司经营和财务的影响有待关注。

2023年1月13日，公司与美凯龙控股股东红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“红星控股”）、美凯龙实际控制人车建兴先生共同签署《股份转让框架协议》，公司拟收购美凯龙29.95%的股份。《股份转让框架协议》已经公司第九届董事会2023年第一次临时会议审议通过。

2023年1月17日，公司与美凯龙控股股东红星控股、美凯龙实际控制人车建兴先生共同签署附生效条件的《厦门建发股份有限公司与红星美凯龙控股集团有限公司及车建兴关于红星美凯龙家居集团股份有限公司之股份转让协议》（以下简称“《股份转让协议》”），公司拟以现金形式收购美凯龙29.95%的股份⁴，每股价格定为4.82元，交易对价合计为628644.8542万元。

2023年1月26日，美凯龙发布H股公告，根据2023年1月20日上海证券交易所清算系统的显示，阿里巴巴（中国）网络技术有限公司（以下简称“阿里网络”）作为红星控股2019年非公开发行可交换公司债券（第一期）（以下简称“红星可交债”）的唯一持有人，将其持有的部分红星可交债转换为美凯龙248219904股A股股份（占美凯龙总股本的5.70%）。考虑换股后的股权比例，本次股份转让完成后，建发股份持股29.95%，红星控股及其一致行动人持股24.90%，根据《上市公司收购管理办法》《上海证券交易所股票上市规则》等规定，建发股份预计将成为美凯龙的控股股东。

2023年2月15日，美凯龙召开2023年第一次临时股东大会，审议通过了《关于豁免及变更公司控股股东及实际控制人持股意向及减持意向承诺的议案》，美凯龙控股股东红星控股及实际控制人车建兴先生曾作出的构成本次股份转让实施障碍的承诺已经股东大会审议后予以豁免。本次交易不构成关联交易。

2023年2月22日，公司收到香港证券及期货事务监察委员会执行人员（以下简称“执行人员”）出具的相关确认文件，执行人员确认，公司不会因拟现金收购美凯龙29.95%股份而对美凯龙已发行股份的全面要约责任。

根据《股份转让框架协议》，公司向红星控股支付意向金后，红星控股需提供相应股份质押担保。2023年3月2日，红星控股的一致行动人西藏奕盈企业管理有限公司和常州美开信息科技有限公司（以下简称“常州美开”）将其持有的合计70952000股股份质押予公司；2023年3月6日，常州美开将其持有的15071000股股份质押予公司。

2023年5月22日，建发集团收到厦门市国资委出具的《厦门市人民政府国有资产监督管理委员会关于厦门建发集团有限公司下属建发股份、联发集团收购美凯龙29.95%股份事宜的

⁴ 根据2023年4月26日公告，标的股份受让方包括公司及联发集团，受让

股比分别为23.95%和6.00%。

批复》(厦国资产〔2023〕109号),同意公司、联发集团收购美凯龙控制权方案。

2023年6月28日,公司发布《重大资产购买实施情况报告书》,本次交易标的资产为美凯龙1304242436股A股股份,根据中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》,标的资产涉及的美凯龙1304242436股A股股份已过户登记至建发股份及其控股子公司联发集团名下,标的资产过户及交割已完成。本次交易完成后,上市公司及其控股子公司联发集团直接合计持有美凯龙29.95%股权,根据《收购管理办法》《上市规则》等法律法规规定,美凯龙将成为上市公司的控股子公司。

美凯龙是连锁家居卖场的龙头企业,在市场上具有较高的品牌认知度,但近年来受宏观经济增速放缓、房地产行业周期性波动及经济下行影响,家居装饰及家具零售行业的需求减弱,从而给美凯龙的经营业绩带来一定的负面影响。2020—2022年,美凯龙营业收入波动下降,2022年为141.38亿元(相当于建发股份同期营业收入1.70%);2020—2022年,美凯龙利润总额持续下降,2022年为16.52亿元(相当于建发股份同期利润总额10.22%)。

截至2022年底,美凯龙合并资产总额1281.11亿元(相当于建发股份同期末资产总额19.27%),所有者权益569.95亿元(相当于建发股份同期末所有者权益34.47%)。有息债务方面,截至2022年底,美凯龙全部债务为356.88亿元(相当于建发股份同期末全部债务22.84%),规模较大,本次交易完成后,建发股份有息债务规模将进一步增加,联合资信将对本次重大重组对公司财务状况及现有业务经营的影响情况保持关注。

八、经营分析

1. 经营概况

公司已形成“供应链运营+房地产”双主业

格局,其中供应链业务为收入核心来源,房地产业务为利润核心来源。2020—2022年,公司供应链业务和房地产业务收入均呈持续增长态势,综合毛利率波动下降。

公司已形成“供应链运营+房地产”双主业格局,2020—2022年,公司营业收入持续增长,2022年为8328.12亿元,同比增长17.65%。

分板块来看,2020—2022年,供应链运营业务收入规模快速增长,主要系冶金原材料和农林产品等主要经营品种经营规模大幅增加所致。2022年,供应链运营业务实现营业收入6963.19亿元,同比增长13.86%,占营业收入的83.61%,占比较上年有所下降。2020—2022年,公司房地产板块收入持续增长,主要系销售结算规模增加所致。2022年公司房地产板块实现营业收入1364.93亿元,同比增长41.73%,占营业收入的16.39%。

毛利率方面,2020—2022年,公司供应链业务毛利率持续处于低水平,2022年为1.68%,较上年增加0.19个百分点。2020—2022年,公司房地产业务毛利率持续下降,2022年为14.64%,较上年减少2.12个百分点,主要系当期结转项目的成本(土地成本、开发前期和后期成本等)增加所致。受上述因素影响,2020—2022年,公司综合毛利率波动下降,2022年为3.80%。

2023年1—3月,公司实现营业总收入1674.61亿元,同比增长11.20%;其中供应链业务实现收入1616.45亿元,同比增长13.0%,房地产业务实现收入58.15亿元,同比下降24.10%,主要系2023年一季度竣工交付的地产项目数量低于上年同期所致。公司综合毛利率为2.41%,较上年同期减少0.58个百分点,主要系供应链业务毛利率较上年同期下降所致。

表 1 2020—2022 年和 2023 年 1—3 月公司营业收入构成及毛利率情况

项目	2020 年			2021 年		
	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
供应链运营业务	3505.34	80.96	1.80	6115.39	86.39	1.49
房地产业务	824.15	19.04	20.89	963.05	13.61	16.76
合计	4329.49	100.00	5.44	7078.44	100.00	3.57
项目	2022 年			2023 年 1—3 月		
	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
供应链运营业务	6963.19	83.61	1.68	1616.45	96.53	1.90
房地产业务	1364.93	16.39	14.64	58.15	3.47	16.52
合计	8328.12	100.00	3.80	1674.61	100.00	2.41

注：公司房地产业务包含自持物业租赁收入，自持物业租赁收入规模很小

资料来源：公司提供

2. 供应链运营业务

公司供应链运营业务主要品种为冶金原材料和农林产品，具备极强的上下游资源整合能力，2020—2022 年，公司供应链业务收入逐年增长，但毛利率处于低水平。

供应链运营为公司第一大主业，近年来公司通过上控资源、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，已逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。建发股份为客户提供“LIFT”供应链服务，以“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四类服务要素为基础为客户整合运营过程中所需的资源，规划供应链运营解决方案，并提供运营服务。

图 1 公司 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：公司提供

通过与优质龙头企业合作，公司不断加快全球的扩张步伐，已与超过 170 个国家和地区建立了业务关系，产品品类深入到国民经济发展的各个细分领域，涉及金属材料、浆纸产品、矿产品、农副产品、能源化工产品、机电产品、汽车、家电、轻纺产品、食品、美妆个护等多个品类，初步实现大宗商品至消费品的多品类的全球化布局。

通过实施全球化、多品类的发展战略，能够

满足制造业企业多元化的商品采销需求，有利于增强客户黏性；同时公司不断提升业务规模，并通过规模效应助力客户降本增效、分享增值收益，从而实现规模和效益的良性循环。另一方面，全球化、多品类的业务布局，能够提升业务发展的抗风险能力和增长速度，有利于平滑周期性，避免单一市场、单一产业链、单一品种占比过高带来的系统性风险。公司对出口贸易的外汇收入进行汇率锁定，一定程度上降低了人

民币汇率波动风险。

公司供应链板块的经营主体主要包括全资子公司建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）、厦门建发物资有限公司（以下简称“建发物资”）、厦门建发纸业有限公司（以下简

称“建发纸业”）、厦门建发汽车有限公司（以下简称“建发汽车”）、建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”）及昌富利（厦门）有限公司（以下简称“昌富利（厦门）”）等。2022年，上述经营主体净利润同比基本呈增长趋势。

表 2 截至 2022 年底公司供应链业务主要经营子公司情况

公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润同比 (%)	主要经营业务
上海建发	100.00	3.00	383.94	47.42	2302.47	13.06	3.90	建发股份设立的异地平台公司之一，主要从事自营和代理各类商品和技术的进出口业务
建发金属	100.00	7.00	94.56	11.83	787.80	1.87	107.78	钢铁供应链运营业务
建发物资	100.00	5.00	26.51	5.90	147.90	0.64	128.57	钢材内贸和进出口业务，系公司钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	96.26	27.83	667.75	7.91	52.12	专业经营纸张，纸浆，板材，木片，废纸和纸制品供应链业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	52.27	15.36	139.83	3.43	19.93	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	51.75	11.76	392.56	2.40	18.23	进出口物流，包括国际进出口代理、门到门运输、清关服务、保税货物国际采购等
昌富利（厦门）	100.00	3.60	18.58	5.24	141.45	1.27	-18.59	钢铁供应链运营业务
合计	--	31.03	723.87	125.34	4579.76	30.46	19.92	--

资料来源：公司提供

表 3 公司供应链运营主要子板块收入及占比情况

产品	2020 年		2021 年		2022 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
冶金原材料	1978.57	56.44	3655.25	59.77	3634.00	52.19
农林产品	951.37	27.14	1574.93	25.75	1935.13	27.79
其他产品	575.40	16.41	885.21	14.48	1394.06	20.02
合计	3505.34	100.00	6115.39	100.00	6963.19	100.00

注：冶金原材料主要包括钢材、矿产品等金属材料；林产品主要包括浆纸、木材等；其他产品包括住宅地产、农产品、化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等产品及物流收入；尾差系四舍五入导致

资料来源：公司提供

2020—2022年，公司供应链运营业务收入持续增长，2022年为6963.19亿元，较上年增长13.86%，主要系公司供应链运营业务积极开拓市场，主要经营品种经营规模增加所致，毛利率为1.68%，较上年增加0.19个百分点。2022年，公司供应链运营业务中占比最高的产品为冶金原材料和农林产品。

(1) 钢材

钢材销售收入对公司供应链业务收入贡献最大，经营主体主要包括建发金属、建发物资、上海

建发和昌富利（厦门）等，经营品种包含钢坯、卷板（热轧、冷轧）、建材、板材、型钢等。

公司已形成了较为稳定的经营模式和供应链条：上游方面，公司主要与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，成为其战略伙伴，与钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量，公司借此加强对钢铁资源的控货能力并可在完成供应量后获取一定返利，同时提高对货物物流环节的运输效率；下游方面，公司主要与下游客户签订年度购销协议，并收取一定的年度

保证金，公司每个月根据下游客户需求收取15%~20%保证金后向钢厂订货，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量，结算价格为钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向公司付款提货。

为防范存货跌价风险，公司采用保证金追加措施，根据下游客户的履约能力及订货量，在钢材跌价之后追加保证金并保留货物处置权利。

相比传统的贸易模式，由于公司订单稳定且规模较大，与上游议价能力较强，可获得较为优惠的采购价格，同时公司通过下游订单整合，可及时与钢厂生产调配进行衔接，进而提高钢厂生产效率，降低钢厂库存占用，整个供应链过程中的周转效率及资源调配得以提升，公司进而可赚取比传统贸易模式更多的利润。2022年，钢材经营货量超5300万吨，同比增长超17%。

(2) 矿产品

矿产品业务主要由子公司厦门建发矿业有限公司经营。公司经营铁矿石业务多年，拥有丰富的市场经验和资源渠道，与巴西、澳洲等国际知名矿山保持良好的长期合作关系。一般由下游直接与矿山签订长期协议，公司与上游长期协议签订比例较小，主要根据下游客户需求进行补充采购，上游供应商包括力拓、淡水河谷、必和必拓等。

销售方面，以内销为主，主要销售对象为国内的大中型国营和民营钢厂，公司与柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢等国内众多大中型钢铁厂均有着稳定密切的合作。

(3) 浆纸

公司浆纸业务主要经营实体为建发纸业。公司围绕林浆纸产业链，为客户提供原材料采购、仓储加工、物流配送、销售结算、风险管理、融资租赁转介等服务，提供制浆造纸、印刷包装整体供应链服务。建发纸业已成为全国最大的林浆纸供应链运营商。

由于国内木浆生产能力有限，造纸行业所需木浆主要依赖进口，公司上游供应商主要为国外浆厂的代理商和国外浆厂，公司与国外浆厂合作

较为紧密，并通过长期合作良好的供应商按年签订年度协议，保证公司有稳定的货源供应，每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向公司报价，双方经过磋商达成一致就签订合同，一般一个月定一次采购价，公司在协议规定的采购量后有相应的返利收入。对于没有签订长期协议的供应商，根据市场行情变化和下游客户需要，公司实时与其联系、下单，实行较为灵活的采购政策。

公司浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华北、华南、山东、江浙沪地区、东北三省、湖南、湖北、西北等地区。公司纸浆销售模式一般采用现款销售，部分采用年度销售协议锁定客户的采购量，如果客户有信用的需求，会根据该客户的信用情况给予一定的账期。纸张销售方面，公司根据客户资信情况给予客户一定的授信金额和期限，赊销给客户，对初次合作及规模较小的客户，销售和采购一般采取款到发货或货到收款的模式。

2022年，建发纸业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”（C&D NEWIN），股票代码：00731.HK）介入浆纸产业链的生产制造环节。此外，公司参股四川永丰浆纸股份有限公司（以下简称“永丰浆纸”，持股比例40%），该公司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。2022年，公司对永丰浆纸的关联采购金额为12.94亿元，同比增长30.18%。2022年，纸浆、纸张合计经营货量超1300万吨，同比增长超15%。

(4) 农产品

农产品板块运营主体主要包括厦门建发物产有限公司和厦门建发原材料贸易有限公司，主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进出口及内贸业务，其中占比较大的为饲料原料。2022年，公司农产品经营货量超3000万吨，同比增长超9%。

风险控制方面，为规避大宗商品的价格变动风险，公司在期货市场上对粮油业务中的植物油和橡胶业务进行套期保值，从而锁定风险及收

益。

(5) 汽车

汽车板块运营主体是建发汽车，主营宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、进口大众等中高端品牌，车型涵盖了小轿车、跑车及越野车等。此外，公司加快布局新能源汽车市场，已取得小鹏、smart、路特斯、阿维塔等品牌的区域代理授权以及华为“问界”大客户开发授权，与特斯拉、蔚来、理想、岚图等品牌达成售后业务合作。汽车上游供应商主要为各品牌的中国国内供应商，公司主要采取签订品牌年度总授权，根据整体销售进度及下游客户的个别需求来确定采购量，分批审批下单；在整车销售业务中，公司一律采用先收齐全款再开票发货的方式销售，同时通过与银行合作，为客户提供信用卡分期、抵押贷款等融资方式，及通过其他非银行金融机构，为客户增设多种购车融资渠道。

2022年，建发汽车销售新车近2万台；二手车出口超2700台。

3. 房地产业务

2020-2022年，公司房地产业务销售金额和销售面积均波动增长，公司充足的土地储备保障了房地产业务的可持续发展；受季节性波动及竣工交付项目下降影响，2023年一季度收入同比下降，合同销售额增幅较大；联合资信关注到，公司为拓展市场份额，地产业务开发及土地投资规模较大，部分城市拿地楼面均价较高，资金压力大幅上升，加之房地产行业景气度尚未恢复，公司房地产业务未来去化情况有待关注。

公司房地产业务主要由建发房地产和联发集团经营，涉及住宅、写字楼、品牌酒店、会议场馆、大型购物商场以及各种类型的公共建筑，同时涵盖城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、工程与设计服务、关联产业投资等业务。公司地产业务主要布局海西、长三角、长江中游、粤港澳大湾区等核心城市群，包括厦门、上海、杭州、苏州、无锡、武汉、长沙、成都等一二线城市和漳州、莆田等公司在当地具备品牌

优势的三线城市。其中建发房地产主要布局长三角、珠三角及福建省内；联发集团主要项目布局定位在热门二三线城市区域。两家房地产子公司外埠市场区域不同，以规避竞争，对于福建省内尤其是厦门市周边地区的房地产市场，两家公司通过协商或联合开发的方式。

2020—2022年，公司房地产业务营业收入持续增长，2022年为1364.93亿元；房地产业务净利润波动增长，2022年为70.30亿元。2020—2022年，建发房地产业务营业收入分别为619.79亿元、723.78亿元和1069.22亿元；净利润分别为53.13亿元、67.37亿元和69.29亿元。同期，联发集团营业收入分别为239.04亿元、273.00亿元和314.66亿元；净利润分别为11.30亿元和10.54亿元和1.99亿元，持续下降，主要系联发集团项目所在区域需求下滑幅度较大，交房结转的盈利项目净利率下降，同时交房结转的亏损项目占比增加，以及部分未交房项目计提减值所致。

2020—2022年，公司地产业务板块合计合同销售金额（全口径）波动增长，2022年为2097.25亿元，同比下降3.60%，其中子公司建发房地产实现合同销售金额1781.99亿元（全口径），同比增加1.60%，增速有所放缓；子公司联发集团实现合同销售金额315.26亿元（全口径），同比减少25.26%。

2020—2022年，为拓展市场份额，公司保持大规模土地投资，2022年，公司通过招拍挂、收并购等方式获取土地62宗，全口径拿地金额合计约1030.25亿元，其中一二线城市拿地金额占比92%，重点在上海、厦门、北京、杭州等地。截至2022年底，公司在一、二线城市的土地储备（未售口径）预估权益货值占比约70%。

公司房地产开发业务在竣工和结算方面存在较为明显的季节性波动。2023年一季度，房地产业务营业收入58.15亿元，同比下降24.10%，实现利润总额0.49亿元，同比下降87.57%，主要系公司竣工交付的地产项目数量较少所致。同期，随着推盘销售的项目增加，公司实现合同销售金额（全口径）593.10亿元，同比增长61.82%。

表 4 2022 年公司房地产业务主要经营子公司情况 (单位: 亿元)

公司名称	持股比例 (%)	资产总额	所有者权益	营业收入	营业收入同比 (%)	净利润	净利润同比 (%)
建发房地产	54.65	4222.52	1011.49	1069.22	47.73	69.29	1.45
联发集团	95.00	1274.91	323.60	314.66	15.26	1.99	-81.57

资料来源: 公司提供

(1) 建发房地产

2020—2022 年, 建发房地产权益口径新开工面积波动上升, 主要系建发房地产扩展市场份额以及根据政策及销售情况动态调整开工节奏所致; 2022 年权益口径新开工面积同比下降 48.30%, 主要系建发房地产拿地规模较 2021 年有所下降、房地产市场景气度下行及外部环境超预期因素导致开发节奏放缓所致。

销售方面, 2020—2022 年, 建发房地产合同销售金额持续增长, 合同销售面积波动增长, 主要集中在福建省内和一二线城市; 2022 年, 建发房地产合同销售金额增速放缓, 合同销售面积同比下降, 主要系宏观经济增速放缓、地产市场需求低迷所致。受二线城市销售占比增加影响, 2020—2022 年, 建发房地产签约销售均价呈波动增长趋势。

表 5 2020—2022 年建发房地产经营情况

类别	2020 年	2021 年	2022 年
权益口径新开工面积 (万平方米)	549.29	1356.86	701.55
权益口径房屋竣工面积 (万平方米)	278.07	519.19	495.98
合同销售金额 (亿元)	1038.82	1753.85	1781.99
合同销售面积 (万平方米)	531.15	914.41	839.48
签约销售均价 (万元/平方米)	1.96	1.92	2.12
账面结算收入 (亿元)	531.72	572.58	976.04
账面结算面积 (万平方米)	325.55	373.22	472.46
权益口径期末土地储备面积 (万平方米)	1199.45	1600.94	1285.27
权益口径新增土地投资 (拿地金额) (亿元)	697.44	932.20	579.89

注: 合同销售金额与合同销售面积: 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; 上表收入不含土地一级开发业务

资料来源: 公司提供

土地储备拓展方面, 建发房地产深耕福建省内及其他已进入的成熟区域, 围绕长三角、珠三角及福建区域逐步布局广州、南京等地。2020—2022 年, 建发房地产权益口径土地储备面积波动增长, 权益口径新增土地投资规模波动下降。按 2020 年—2022 年平均权益口径新开工面积计算, 建发房地产权益口径土地储备能够满足未来 1~2 年的开发需求, 土地储备充足。同时, 联合资信关注到, 建发房地产存货中仍有一定规模的三四线城市 (如宿迁、南宁等) 项目, 且获取成本较高, 在房地产市场景气度低位运行背景下, 仍将面临一定的存货去化压力及减值风险。截至 2022 年底, 建发房地产在建项目

主要集中于一二线城市和福建、江苏省内, 总投资规模为 4617.44 亿元 (并表项目按 100% 列示, 且含非并表项目), 已投资规模为 3731.97 亿元, 尚需投资规模较大。

(2) 联发集团

开发方面, 2020—2022 年, 受房地产市场需求尚未回暖影响, 联发集团权益口径新开工面积波动下降, 2022 年同比下降 75.97%。销售方面, 2020—2022 年, 联发集团合同销售金额及合同销售面积均波动下降。2022 年, 联发集团签约销售项目主要集中在南昌和福建省内, 签约销售均价持续提升。

表 6 2020—2022 年联发集团经营情况

类别	2020 年	2021 年	2022 年
权益口径新开工面积（万平方米）	259.50	323.16	77.64
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	296.36	214.43	283.19
合同销售金额（亿元）	340.48	421.80	315.26
合同销售面积（万平方米）	233.59	266.36	170.85
签约销售均价（万元/平方米）	1.46	1.58	1.85
账面结算收入（亿元）	188.94	219.13	278.63
账面结算面积（万平方米）	213.33	199.92	174.28
权益口径期末土地储备面积（万平方米）	639.23	586.25	503.85
权益口径新增土地投资（拿地金额）（亿元）	123.31	152.17	78.02

注：合同销售金额与合同销售面积：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
资料来源：公司提供

土地储备方面，2020—2022 年末，联发集团土地储备面积连续下降，主要系联发集团着力去化存量项目所致；新增土地投资规模波动下降。截至 2022 年底，联发集团土地储备面积下降至 503.85 万平方米，新增土地投资规模下降至 78.02 亿元。按 2020—2022 年平均权益口径新开工面积计算，联发集团权益口径土地储备能够满足未来 2~3 年左右的开发需求。2020—2022 年，受土地市场溢价率提升及获取厦门、深圳等区域项目楼面均价较高影响，联发集团获取项目楼面均价逐年增长，若未来上述区域限价政策不放松，联发集团盈利空间或进一步收窄。截至 2022 年底，联发集团在建项目主要集中于江苏省和福建省，合并范围内总投资规模为 1133.53 亿元（并表项目按 100% 列示，且含非并表项目），已投资规模为 910.23 亿元，尚需投资规模较大。

4. 经营效率

受房地产业务占比较大影响，公司经营效率指标表现一般。

2020—2022 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数波动上升。2022 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为 73.28 次、2.26 次和 1.31 次。

5. 未来发展

公司供应链运营业务发展规划有助于扩大业务规模，提升管理水平；房地产板块的联动和协同有助于提升公司抵御行业政策波动风险的能力。

（1）供应链运营

公司作为国内较早提出供应链运营理念并成功转型的企业，未来仍将致力于依托供应链运营平台优势，以“LIFT 供应链服务”的“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四类服务要素为基础，有效整合各类行业优质资源，创新开发供应链服务产品，提升供应链运营管理一体化综合服务能力，为客户奉献高性价比的供应链服务产品。未来，公司将继续发挥全球化供应链运营平台优势，根据不同行业的特性进行差异化产业链布局、提供差异化供应链服务。

（2）房地产板块

公司房地产业务以房地产开发为主业，同时布局城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、关联产业投资、工程设计与服务，发挥联动和协同效应，在持续强化核心主业的同时，培育公司未来新的增长点。公司将整合优势资源，完善房地产开发和房地产产业链服务布局，发挥在产品研发和增值服务方面的竞争优势，以“产品+服务”的联动模式驱动增长。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020—2022 年财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见；公司提供的 2023 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2020 年底，公司合并范围子公司较 2019 年底净增加 91 家；截至 2021 年底，公司合并范围子公司较 2020 年底净增加 317 家；截至 2022 年底，公司合并范围子公司 1117 家，较 2021 年底新增 164 家，减少 26 家。截至 2023 年 3 月底，公司合并范围子公司 1148 家，较 2022 年底新增 31 家。整体看，公司合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 6647.54 亿元，所有者权益 1653.44 亿元（含少数股东权益 1068.64 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 8328.12 亿元，利润总额 161.74 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 7704.47 亿元，所有者权益 1640.63 亿元（含少数股东权益 1064.98 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1674.61 亿元，利润总额 10.47 亿元。

2. 资产质量

2020—2022 年末，随着地产板块投入持续加大，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，流动资产中货币资金及存货（地产类存货为主）占比高，需关注存货跌价风险；资产受限比例较高。总体看，公司资产质量及流动性良好。

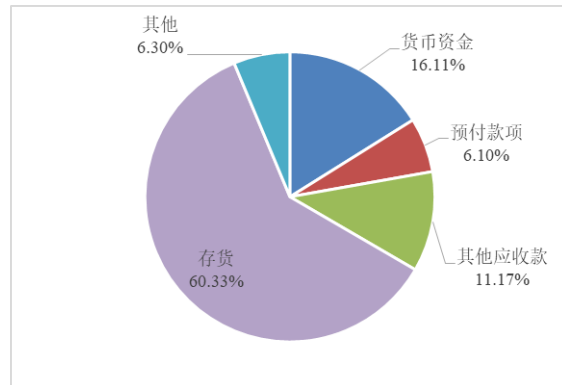
2020—2022 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 31.03%，截至 2022 年底，公司合并资产总额 6647.54 亿元，较上年底增长 10.34%，其中，流动资产占 90.14%，非流动资产占 9.86%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

2020—2022 年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长 31.12%。截至 2022 年底为 5992.31

亿元，较上年底增长 8.82%，主要系存货、应收类资产和货币资金增加所致。公司流动资产主要主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。

图 2 截至 2022 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2020—2022 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 33.94%，截至 2022 年底为 965.24 亿元，较上年底增长 6.93%。公司货币资金主要为银行存款（占 91.23%）。货币资金中有 77.79 亿元受限资金，受限比例为 8.06%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、按揭贷款保证金、经营性贷款保证金等，货币资金受限规模尚可。

2020—2022 年末，公司应收账款持续增长，截至 2022 年底账面价值为 132.10 亿元，较上年底增长 60.57%，主要系房地产业务一级土地开发项目应收款增加，以及供应链运营业务规模扩大，赊销业务增加所致。应收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 11.73 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 43.53 亿元，占比为 30.27%，集中度一般。

2020—2022 年末，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 48.71%，以往来款为主。截至 2022 年底，公司其他应收款 670.73 亿元，较上年底增长 21.76%，主要系房地产业务支付合作项目往来款增加所致。截至 2022 年底，公司其他应收款中有 579.15 亿元往来款，基本为房地产业务产生，主要是对非并表项目按照同股比进行的资金拆借。累计计提坏账准备 13.36 亿元，

计提比例为 1.95%；其他应收款期末余额前五名均为房地产业务合作方往来款，占比 17.31%，集中度一般；从账龄结构来看，1 年以内的占 63.46%，1~2 年的占 24.54%，2~3 年的占 8.01%，其余为 3 年以上，账龄较长，有一定回收风险。

截至 2022 年末，公司应收账款及其他应收合计占资产总额的 12.08%，对资金形成一定占用。

2020—2022 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 27.59%，截至 2022 年底为 3615.01 亿元，较上年底增长 4.23%。存货主要由开发成本（占 87.25%）、开发产品（占 5.12%）和库存商品（占 6.97%）构成；存货累计计提跌价准备 66.38 亿元（2021 年末为 30.17 亿元），计提比例为 1.80%。公司房地产业务在宿迁、南宁等三四线城市区域项目获取均价较高，在房地产市场景气度低位运行背景下，存货存在一定的跌价风险。

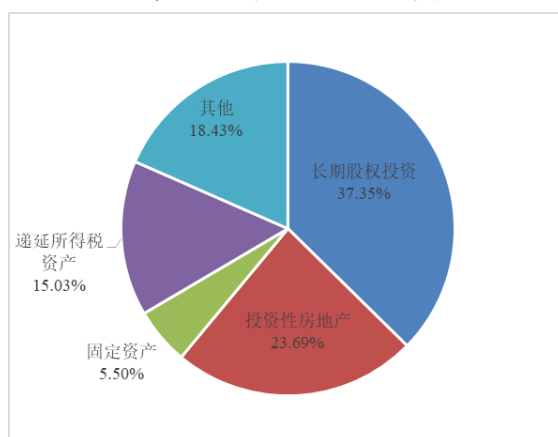
公司其他流动资产主要由预缴税费、发放贷款和合同取得成本构成，2020—2022 年末，公司其他流动资产持续增长，年均复合增长 52.80%，截至 2022 年底为 182.56 亿元，较上年底增长 32.26%，主要系预交税费、被套期项目和合同取得成本增加所致。

（2）非流动资产

2020—2022 年末，公司非流动资产规模持

续增长，年均复合增长 30.23%，截至 2022 年底，公司非流动资产 655.23 亿元，较上年底增长 26.55%，公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产、固定资产和递延所得税资产构成。

图 3 截至 2022 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2020—2022 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 71.40%，截至 2022 年底为 244.75 亿元，较上年底增长 67.71%，主要系房地产业务对联营企业的投资增加所致。

截至 2022 年底，公司所有权和使用权受限资产规模合计为 765.71 亿元，受限资产占总资产比重为 11.52%，受限比例较高。公司受限资产详情如下。

表 7 截至 2022 年底公司受限资产情况

项目	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	77.79	1.17	银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、按揭贷款保证金、经营性贷款保证金等
应收票据	0.86	0.01	已背书或贴现但尚未到期的商业承兑汇票
应收账款	0.00	0.00	质押借款
存货	608.94	9.16	抵押借款、期货交易质押
其他流动资产	0.15	0.00	存出担保保证金
债券投资	0.71	0.01	大额存单质押借款
长期股权投资	2.37	0.04	质押借款
投资性房地产	62.70	0.94	抵押借款
固定资产	4.40	0.07	抵押借款
在建工程	5.90	0.09	抵押借款
无形资产	1.88	0.03	抵押借款
合计	765.71	11.52	--

资料来源：公司年报

截至2023年3月底，公司合并资产总额为7704.47亿元，较上年底增长15.90%；其中货币资金1133.35亿元，较上年底增长17.42%，且随着供应链业务规模扩大，预付账款和存货增加。公司资产中，流动资产占90.93%，非流动资产占9.07%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

由于利润积累、可续期债券发行以及房地产业务拓展导致少数股东权益上升，公司所有者权益规模逐年增长，但未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。

2020—2022年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长38.61%。截至2022年底，公司所有者权益1653.44亿元，较上年底增长20.76%，主要系利润累计、房地产业务拓展带动少数股东权益增加及公司发行永续债所致。截至2022年底，公司实收资本30.05亿元，较上年底增长4.95%，主要系公司向激励对象授予限制性股票所致。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为35.37%，少数股东权益占比为64.63%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占1.82%、2.68%、0.37%和22.40%。截至2022年底，公司其他权益工具（永续债）126.89亿元，占所有者权益的7.67%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至2023年3月底，公司所有者权益1640.63亿元，较上年底下降0.77%。其中，归属于母公司所有者权益占35.09%，少数股东权益占64.91%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为1.83%、2.77%、0.29%和23.00%。截至2022年底，公司其他权益工具（永续债）110.92亿元，占所有者权益的6.76%。

(2) 负债

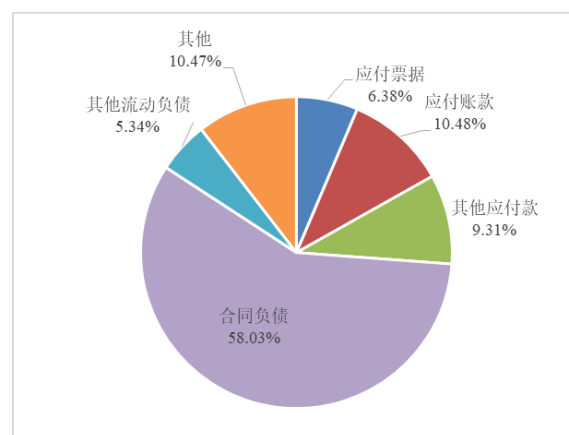
随着房地产业务规模扩大，公司合同负债及应付往来款快速上升，加之各类融资规模加

大，推动负债规模大幅增长，2022年以来有息债务增速有所回落但整体债务负担较重。

2020—2022年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长28.79%，截至2022年底为4994.11亿元，较上年底增长7.28%。其中，流动负债占78.49%，非流动负债占21.51%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

2020—2022年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长35.80%，截至2022年底为3919.99亿元，较上年底增长10.04%，主要系应付票据及合同负债增加所致。公司流动负债主要由应付票据、应付账款、其他应付款、合同负债和其他流动负债构成。

图4 截至2022年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

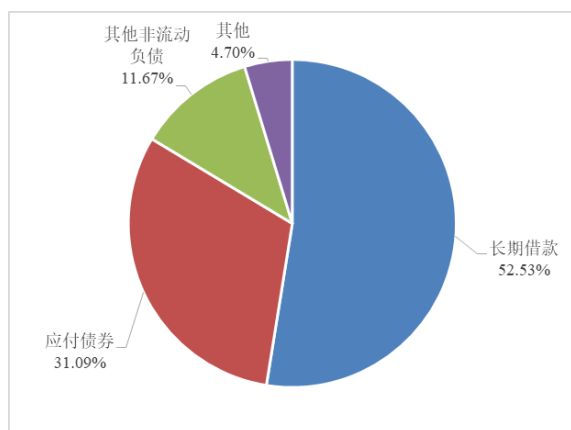
2020—2022年末，公司应付票据持续增长，年均复合增长28.94%，截至2022年底为250.22亿元，较上年底增长20.87%，主要系公司供应链业务以银行承兑汇票结算的采购业务增加所致。

2020—2022年末，公司合同负债持续增长，年均复合增长44.00%，截至2022年底为2274.58亿元，较上年底增长16.12%，主要系房地产业务预收售房款及供应链业务预收商品款增加所致；公司合同负债中预收售房款为2030.17亿元。

2020—2022年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长26.93%，主要为房地产业务

收到合作方往来款。截至 2022 年底，公司其他应付款 365.05 亿元，较上年底下降 10.38%，主要系往来款减少所致。

图 5 截至 2022 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020—2022 年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 10.15%，截至 2022 年底为

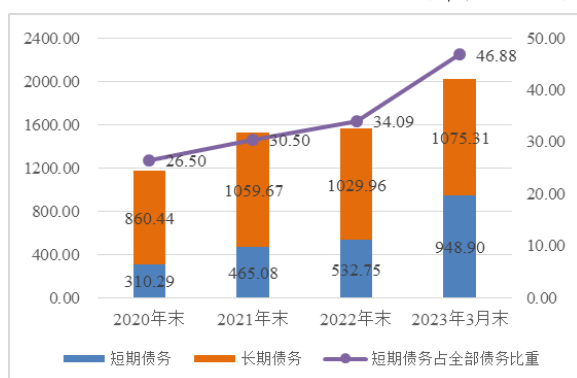
1074.11 亿元，较上年底下降 1.73%。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。

2020—2022 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 13.88%。截至 2022 年底，公司长期借款 564.24 亿元，较上年底下降 7.66%，主要由抵押借款和保证借款构成。

2020—2022 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 8.65%，截至 2022 年底为 333.95 亿元，较上年底增长 19.09%，主要系建发房地产发行债券增加所致。

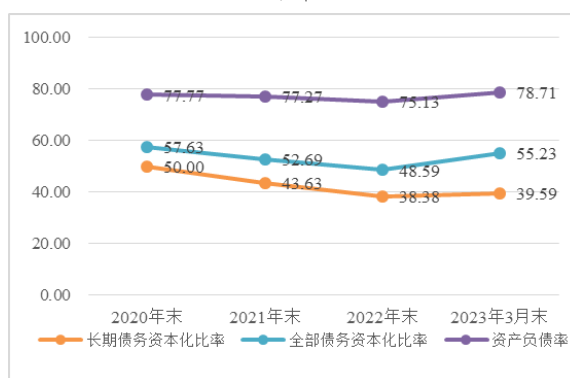
截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 6063.85 亿元，较上年底增长 21.42%，主要系短期借款和合同负债增加所致。其中，流动负债占 81.51%，非流动负债占 18.49%，负债结构较上年底变化不大。

图 6 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务结构（单位：亿元）



注：短期债务占全部债务比重数值为百分比
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 7 2020—2022 年末及 2023 年 3 月末公司债务杠杆水平



注：图中数据为百分比
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

有息债务方面，2020—2022 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 15.53%。截至 2022 年底，公司全部债务 1562.72 亿元，较上年底增长 2.49%。债务结构方面，短期债务占 34.09%，长期债务占 65.91%，以长期债务为主。

从债务指标来看，2020—2022 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降。截至 2022 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 75.13%、48.59%和 38.38%，较上年底分别下降 2.15 个百分点、下降 4.10 个百分点和下降 5.25 个百分点。公司债务负担较重。

如将永续债调入长期债务，截至 2022 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 77.04%、52.53%和 43.11%，较调整前分别上升 1.91 个百分点、3.95 个百分点和 4.73 个百分点。

截至 2023 年 3 月底，公司全部债务为 2024.21 亿元，较上年底增长 29.53%，主要系公司发行超短期融资券所致。债务结构方面，短期债务占 46.88%，长期债务占 53.12%。从债务指标来看，截至 2023 年 3 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 78.71%、55.23% 和 39.59%，较上年底分别提高 3.58 个百分点、提高 6.64 个百分点和提高 1.21 个百分点。

截至 2023 年 5 月底，公司本部存续债券余额 124.29 亿元，其中，于 2023 年到期的债券余额 43.15 亿元。

表 8 截至 2023 年 5 月底公司本部存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
21 建发 MTN001	2024-09-09	15.00
21 建发 MTN002	2024-12-17	10.00
23 建发 MTN001	2026-05-24	10.00
22 建发 01	2025-01-13	5.00
22 建发 Y1	2024-04-21	10.00
22 建发 Y2	2024-05-30	10.00
22 建发 Y3	2025-06-21	10.00
22 建发 Y4	2025-08-08	10.00
22 厦门建发 ABN001 优先	2023-06-08	13.15
22 厦门建发 ABN001 次	2023-07-28	1.14
23 建发 SCP002	2023-09-14	10.00
23 建发 SCP003	2023-09-12	10.00
23 建发 SCP004	2023-08-15	10.00
合计	--	124.29

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2020—2022 年，公司营业总收入及净利润规模持续增长，费用控制能力良好，整体盈利能力很强，但地产业务存货跌价准备对利润侵蚀影响较大。2023 年一季度，受地产业务结转阶段性下降和非经常性损益影响，公司利润水平同比有所下降。

2020—2022 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 38.69%。2022 年，公司实现营业收入 8328.12 亿元，同比增长 17.65%。2020—2022 年，公司营业成本持续增长，年均复合增长 39.89%，营业成本 8011.47 亿元，同比增长

17.37%，与营业总收入变化趋势一致。

从期间费用看，2020—2022 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 23.76%。2022 年，公司费用总额为 123.50 亿元，同比增长 17.46%，主要系公司营业规模较上年同期增加，各项费用相应增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 79.77%、8.41%、1.54% 和 10.28%，以销售费用为主。2020—2022 年，公司期间费用率分别为 1.86%、1.49% 和 1.48%，公司费用控制能力较强。

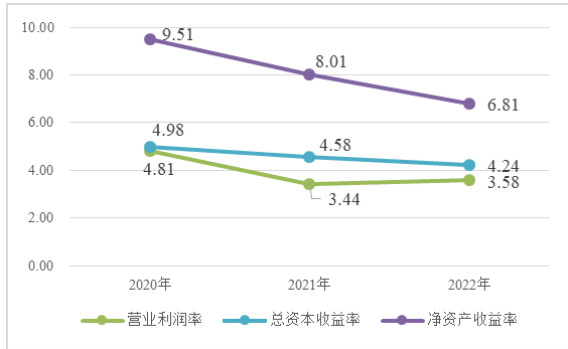
非经常性损益方面，2020—2022 年，公司投资收益持续增长，2022 年为 34.97 亿元，同比增长 13.36%，主要系联发集团减持持有的宏发股份股票，该部分投资由长期股权投资转入交易性金融资产后产生的公允价值变动收益 8.02 亿元和新增以摊余成本计量的金融资产终止确认收益 5.23 亿元所致；投资收益占营业利润比重为 22.27%，对利润有一定影响，但可持续性一般。2020—2022 年，公司其他收益持续增长，2022 年为 8.87 亿元，同比增长 87.83%，主要系供应链运营业务收到政府补助较上年同期增加所致。

2020—2022 年，公司信用减值损失分别为 1.98 亿元、2.10 亿元和 10.40 亿元，持续增加，主要系公司应收款项增加，按会计政策计提坏账准备相应增加所致。2020—2022 年，公司资产减值损失分别为 20.39 亿元、14.23 亿元和 51.85 亿元，2022 年同比大幅增长，主要为房地产业务计提的存货跌价准备。公司信用减值和资产减值对利润侵蚀影响较大。

2020—2022 年，公司利润总额分别为 121.07 亿元、158.02 亿元和 161.74 亿元，持续增长，构成以经营性利润为主。

盈利指标方面，2020—2022 年，公司总资产收益率和净资产收益率持续下降，营业利润率波动下降。2022 年，公司总资产收益率、净资产收益率和营业利润率分别为 4.24%、6.81% 和 3.58%。

图 8 2020-2022 年公司盈利指标



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2023年1-3月，公司实现营业总收入1674.61亿元，同比增长11.20%；营业利润率为2.26%，同比下降0.55个百分点。2023年1-3月，公司实现利润总额10.47亿元，同比下降39.53%，主要系房地产业务竣工交付的地产项目数量较少和非经常性损益（并购收益及股票处置收益）减少所致。

5. 现金流

2020-2022年，受房地产业务支付地价款及工程款波动的影响，公司经营活动现金净额波动较大；受房地产业务持续投资影响，投资活动现金净流量持续净流出。考虑到公司地产业务未来仍需较大规模投资，公司对外融资需求大。

表 9 公司现金流量情况

(单位：亿元)

项目	2020年	2021年	2022年
经营活动现金流入小计	5424.30	9635.38	10135.23
经营活动现金流出小计	5327.12	9631.29	9980.34
经营现金流量净额	97.19	4.09	154.89
投资活动现金流入小计	322.05	351.57	477.26
投资活动现金流出小计	346.16	446.34	563.33
投资活动现金流量净额	-24.11	-94.77	-86.07
筹资活动前现金流量净额	73.08	-90.68	68.83
筹资活动现金流入小计	1607.61	2852.72	2650.41
筹资活动现金流出小计	1469.49	2420.03	2681.42
筹资活动现金流量净额	138.12	432.69	-31.02
现金收入比 (%)	114.78	122.56	112.76

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020-2022年，随着公

司经营规模扩大，公司经营活动现金流入及流出持续增长。2020-2022年，公司经营活动现金净额波动增长，2022年为154.89亿元，较2021年增加150.80亿元，主要系房地产业务支付地价款金额减少所致。2020-2022年，公司现金收入比波动下降，2022年为112.76%，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020-2022年，公司投资活动现金流入及流出持续增长。2020-2022年，公司投资活动现金持续净流出，2022年为净流出86.07亿元，较上年有所收窄，主要系房地产业务支付合作项目往来款净额较上年同期减少所致。

受房地产业务投资波动影响，2020-2022年，公司筹资活动前现金流量净额波动较大，2022年为68.83亿元。考虑到公司地产业务未来仍需较大规模投资，公司对外融资需求大。

从筹资活动来看，2020-2022年，公司筹资活动现金流入波动增长，筹资活动现金流出持续增长。2020-2022年，公司筹资活动现金净额波动较大，2022年由净流入转为净流出，主要系公司有息债务融资增加额较上年同期下降。

2023年1-3月，公司实现经营活动现金净流出120.54亿元（上年同期为净流出332.85亿元），同比净流出收窄；投资活动现金净流出59.79亿元，净流出同比增长7.92%；实现筹资活动现金净流入326.10亿元，同比增长1.59%。

6. 偿债指标

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2020-2022年末，公司流动比率持续下降，速动比率波动增长，现金短期债务比波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度高。截至2023年3月底，公司流动比率与速动比率分别为141.74%和62.90%，较上年底分别下降11.12个百分点提高2.25个百分点。

从长期偿债指标看，2020-2022年，公司EBITDA利息倍数呈现增长，全部债务EBITDA

倍数波动下降，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高，对全部债务的覆盖程度一般。

表 10 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	163.96	154.58	152.87
	速动比率 (%)	59.49	57.23	60.65
	经营现金/流动负债 (%)	4.57	0.11	3.95
	经营现金/短期债务 (倍)	0.31	0.01	0.29
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.76	1.96	1.85
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	143.89	186.83	193.03
	全部债务/EBITDA (倍)	8.14	8.16	8.10
	经营现金/全部债务 (倍)	0.08	0.00	0.10
	EBITDA/利息支出 (倍)	2.57	2.57	2.66
	经营现金/利息支出 (倍)	1.73	0.06	2.14

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告整理

截至 2023 年 3 月底，公司（合并）对外提供担保 64.11 亿元，其中公司本部对参股公司厦门同顺供应链管理提供担保 11.82 亿元，子公司联发集团和建发房地产对合作房地产项目公司提供担保 52.29 亿元，单笔最高金额为 7.39 亿元。截至 2023 年 3 月底，建发股份下属子公司厦门金原融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为 17.03 亿元。此外，公司为商品房承购人向银行提供阶段性抵押贷款担保 2.51 亿元。

截至 2022 年底，公司及子公司作为原告的未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 5.39 亿元，公司对相关纠纷涉及的最大损失已在应收款项坏账准备预估了相应损失。公司作为被告的未决诉讼涉产生的预计负债为 0.20 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司（合并）授信额度 3735.15 亿元，其中已使用授信额度 2047.70 亿元，尚未使用的授信额度 1687.45 亿元。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

截至 2022 年底，本部资产以货币资金、关联方往来款和长期股权投资为主，货币资金较为充足，权益结构稳定性尚可，债务负担可控。2022 年，公司本部业务收入规模小，利润来源

主要为投资收益，经营活动现金流为净流出状态。

截至 2022 年底，母公司资产总额 502.75 亿元，较上年底增长 32.23%，主要系关联方往来款增加所致。其中，流动资产 303.18 亿元（占 60.30%），非流动资产 199.57 亿元（占 39.70%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 33.57%）和其他应收款（占 62.26%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 93.66%）构成。截至 2022 年底，母公司货币资金为 101.77 亿元，货币资金较为充足；其他应收款 188.75 亿元，较上年末增长 91.34%，主要系合并范围内关联方往来款增加所致。

截至 2022 年底，母公司所有者权益为 243.34 亿元，较上年底增长 30.98%，主要系公司本部发行永续债导致其他权益工具增加以及未分配利润增加所致，所有者权益稳定性尚可。在所有者权益中，实收资本为 30.05 亿元（占 12.35%）、资本公积合计 36.96 亿元（占 15.19%）、未分配利润合计 43.49 亿元（占 17.87%）、盈余公积合计 15.03 亿元（占 6.17%）。

截至 2022 年底，母公司负债总额 259.41 亿元，较上年底增长 33.42%。其中，流动负债 204.07 亿元（占 78.67%），非流动负债 55.34 亿元（占 21.33%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 92.11%）构成；非流动负债主要由应付债券（占 9.02%）和长期应付款（占 90.42%）构成，长期应付款主要为公司发行的定向资产支持票据。截至 2022 年底，母公司全部债务 61.67 亿元。其中，短期债务占 10.73%、长期债务占 89.27%。如将永续债调整计入长期债务，母公司全部债务增至 188.56 亿元，调整后全部债务资本化比率为 61.82%，债务负担可控。

2022 年，母公司营业收入为 115.92 亿元，利润总额为 46.80 亿元，其中投资收益为 44.58 亿元。公司本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益子公司分红收益。

现金流方面，2022 年，母公司经营活动现金流净额为 -46.90 亿元，投资活动现金流净额 -0.55 亿元（其中，取得投资收益收到的现金 43.01

亿元)，筹资活动现金流净额 30.60 亿元。

十、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券最大发行规模为10.00亿元，分别占公司2022年底长期债务和全部债务的0.97%和0.64%，对公司现有债务结构影响小。

考虑到本期可续期公司债券赎回和利率重置条款设置使其不赎回的可能性较小，以2022年底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至75.16%、48.75%和38.61%。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2022 年的相关财务数据为基础，本期可续期公司债券发行后，在其他因素不变的情况下将其纳入长期债务测算，公司经营活动现金流入量为本期可续期公司债券发行后长期债务的 9.75 倍，保障能力强。

表 11 本期债券偿还能力测算

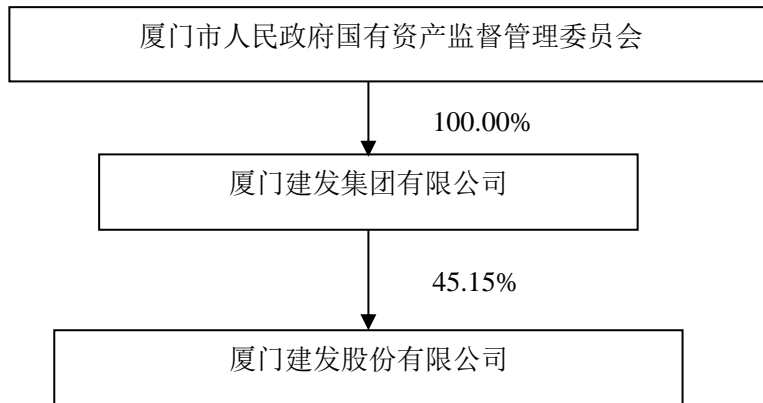
项目	2022 年
发行后长期债务*（亿元）	1039.96
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	9.75
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.15
发行后长期债务/EBITDA（倍）	5.39

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十一、结论

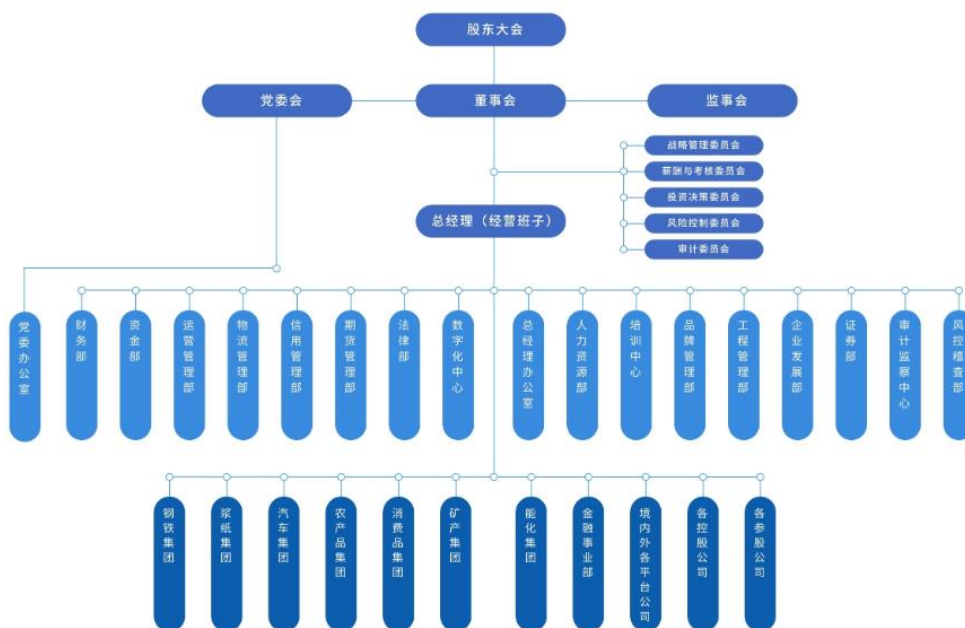
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期可续期公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	544.57	910.44	985.77	1170.08
资产总额（亿元）	3871.57	6024.59	6647.54	7704.47
所有者权益（亿元）	860.58	1369.18	1653.44	1640.63
短期债务（亿元）	310.29	465.08	532.75	948.90
长期债务（亿元）	860.44	1059.67	1029.96	1075.31
全部债务（亿元）	1170.72	1524.74	1562.72	2024.21
营业总收入（亿元）	4329.49	7078.44	8328.12	1674.61
利润总额（亿元）	121.07	158.02	161.74	10.47
EBITDA（亿元）	143.89	186.83	193.03	--
经营性净现金流（亿元）	97.19	4.09	154.89	-120.54
财务指标				
销售债权周转次数（次）	70.22	103.54	73.28	--
存货周转次数（次）	2.07	2.40	2.26	--
总资产周转次数（次）	1.27	1.43	1.31	--
现金收入比（%）	114.78	122.56	112.76	145.72
营业利润率（%）	4.81	3.44	3.58	2.26
总资本收益率（%）	4.98	4.58	4.24	--
净资产收益率（%）	9.51	8.01	6.81	--
长期债务资本化比率（%）	50.00	43.63	38.38	39.59
全部债务资本化比率（%）	57.63	52.69	48.59	55.23
资产负债率（%）	77.77	77.27	75.13	78.71
流动比率（%）	163.96	154.58	152.87	141.74
速动比率（%）	59.49	57.23	60.65	62.90
经营现金流动负债比（%）	4.57	0.11	3.95	--
现金短期债务比（倍）	1.76	1.96	1.85	1.23
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.57	2.66	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.14	8.16	8.10	--

注：1. 公司 2023 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；部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，差异系指标计算口径不同造成；3. 其他流动负债和其他非流动负债中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算；4. 2020-2022 年末及 2023 年 3 月末，所有者权益中分别包含含权债券 19.96 亿元、96.42 亿元、126.89 亿元和 110.92 亿元

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	39.05	124.87	108.73	99.02
资产总额 (亿元)	253.83	380.20	502.75	583.15
所有者权益 (亿元)	112.39	185.78	243.34	227.91
短期债务 (亿元)	11.61	40.62	6.62	139.39
长期债务 (亿元)	19.98	0.00	55.05	55.26
全部债务 (亿元)	31.59	40.62	61.67	194.65
营业总收入 (亿元)	11.50	39.17	115.92	48.80
利润总额 (亿元)	13.17	12.77	46.80	0.58
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	7.42	61.75	-46.90	-117.40
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	22.56	25.12	71.61	--
存货周转次数 (次)	7.46	49.62	149.25	--
总资产周转次数 (次)	0.05	0.12	0.26	--
现金收入比 (%)	101.66	105.90	114.46	93.44
营业利润率 (%)	37.94	11.94	8.63	1.79
总资本收益率 (%)	10.96	8.05	17.33	--
净资产收益率 (%)	11.46	6.57	19.49	--
长期债务资本化比率 (%)	15.09	0.002	18.45	19.51
全部债务资本化比率 (%)	21.94	17.94	20.22	46.06
资产负债率 (%)	55.72	51.14	51.60	60.92
流动比率 (%)	124.92	116.62	148.56	125.47
速动比率 (%)	123.77	116.62	147.87	124.81
经营现金流动负债比 (%)	6.11	31.80	-22.98	--
现金短期债务比 (倍)	3.36	3.07	16.43	0.71
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 公司 2023 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; 部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异, 差异系指标计算口径不同造成; 3. 其他流动负债和长期应付款中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算; 4. 2020-2022 年末及 2023 年 3 月末, 所有者权益中分别包含含权债券 19.96 亿元、96.42 亿元、126.89 亿元和 110.92 亿元

资料来源: 公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
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%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 厦门建发股份有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行 可续期公司债券（第一期）的 跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项信用评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现重大变化，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。