

厦门建发股份有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行

可续期公司债券（第二期）

信用评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕2833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2024年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）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2024年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年五月十一日

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厦门建发股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

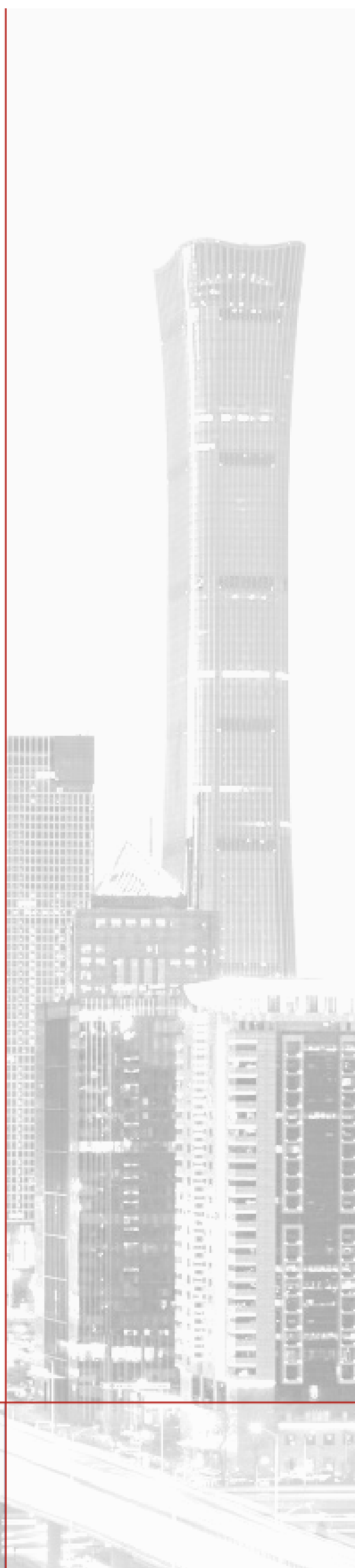
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

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

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



厦门建发股份有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券

(第二期) 信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/11

债项概况 本期债项发行规模为不超过 15 亿元(含 15 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,厦门建发股份有限公司(以下简称“公司”)有权行使续期选择权,于公司行使续期选择权时延长一个周期,在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债项采用固定利率,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,按年付息。本期债项募集资金拟用于偿还到期的公司债券本金或置换已偿还公司债券本金的自有资金(不超过 5 亿元),剩余部分用于补充公司供应链运营业务等日常生产经营所需流动资金。

评级观点 公司是以供应链运营、房地产与家具商场运营为主业的上市公司,其中供应链运营业务在经营规模、业务网络、运营价值链等方面具有极强的竞争优势;房地产板块具备显著的区域品牌优势,综合开发实力极强,但近年来公司开发及土地投资规模维持高水平,资金压力大幅上升,盈利空间收窄,且房地产市场景气度尚未回暖情况下存量项目去化及跌价风险有待关注;2023 年公司收购红星美凯龙家居集团股份有限公司(以下简称“美凯龙”)新增家居商场运营业务,美凯龙家居商场管理规模位居全国第一,但近年来业绩持续下滑,后续业绩改善情况有待关注。公司逐步完善内控体系建设,内部管理制度较为健全,但下属子公司众多,且近期完成重大重组,管理难度和宽度相应增大。财务方面,公司盈利能力很强;资产质量好;权益稳定性较弱;整体债务负担较重,偿债指标良好。本期债项具有公司可赎回权、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债项本金不赎回的可能性小。本期债项对现有债务结构影响小,公司经营现金流入量对本期债项发行后长期债务的保障能力强。

个体调整: 无。

外部支持调整: 无。

评级展望 未来,公司在保持其业务规模和市场地位的基础上,整体竞争力及经营状况有望得以巩固。

可能引致评级上调的敏感性因素: 不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素: 贸易商品价格大幅波动导致风控措施失效,盈利能力及偿债能力大幅弱化。

优势

- 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。
- 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;公司经营品种多样,能够有效分散风险。
- 公司房地产业务具备显著的区域品牌优势,综合开发实力极强。**公司房地产业务已布局海西、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、苏州、南京、成都等高能级城市,并形成了良好的客户口碑。根据中国房地产业协会发布的《2024 房地产开发企业综合实力 TOP500 测评研究报告》,公司旗下房地产子公司建发房地产集团有限公司和联发集团有限公司分别位列第 8 名和第 23 名。

关注

- 房地产业务未来去化情况有待关注。**2021—2023 年,为拓展市场份额,公司房地产开发及土地投资规模维持高水平,资金压力大幅上升,受市场需求及土地成本影响,盈利空间持续收窄,存货跌价对利润侵蚀影响较大,未来去化及存货跌价风险有待关注。
- 债务负担较重。**2021—2023 年末,随着主业持续发展及对外投资,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。
- 所有者权益稳定性较弱。**截至 2023 年底,公司所有者权益中少数股东权益占 69.06%,其他权益工具占 5.81%。
- 重大重组带来的风险。**2023 年 6 月,公司及子公司完成对美凯龙合计 29.95%股份的收购,但 2021—2023 年美凯龙收入及毛利率持续下降,且 2023 年受非经常损益影响,美凯龙净利润为-23.70 亿元,出现亏损,其后续经营业绩改善情况有待关注。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 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已在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

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	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		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

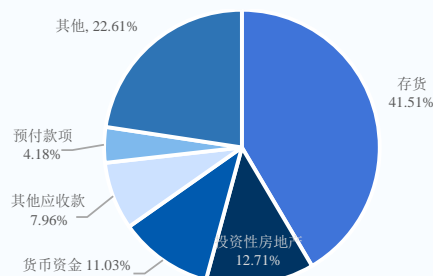
主要财务数据

合并口径			
项目	2021 年	2022 年	2023 年
现金类资产（亿元）	910.44	985.77	1011.92
资产总额（亿元）	6024.59	6647.54	8208.52
所有者权益（亿元）	1369.18	1653.44	2246.39
短期债务（亿元）	465.08	532.75	695.39
长期债务（亿元）	1059.67	1029.96	1207.35
全部债务（亿元）	1524.74	1562.72	1902.74
营业总收入（亿元）	7078.44	8328.12	7636.78
利润总额（亿元）	158.02	161.74	207.92
EBITDA（亿元）	186.83	193.03	259.92
经营性净现金流（亿元）	4.09	154.89	293.95
营业利润率（%）	3.44	3.58	4.13
净资产收益率（%）	8.01	6.81	7.50
资产负债率（%）	77.27	75.13	72.63
全部债务资本化比率（%）	52.69	48.59	45.86
流动比率（%）	154.58	152.87	137.80
经营现金流动负债比（%）	0.11	3.95	6.43
现金短期债务比（倍）	1.96	1.85	1.46
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.66	3.14
全部债务/EBITDA（倍）	8.16	8.10	7.32

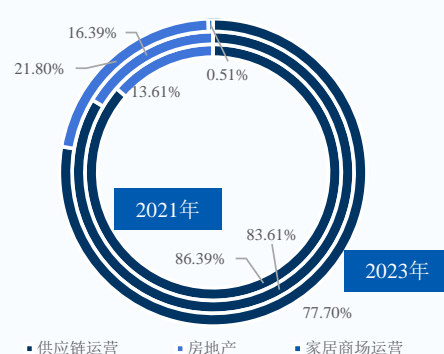
公司本部口径			
项目	2021 年	2022 年	2023 年
资产总额（亿元）	380.20	502.75	570.99
所有者权益（亿元）	185.78	243.34	239.54
全部债务（亿元）	40.62	61.67	105.84
营业总收入（亿元）	39.17	115.92	151.75
利润总额（亿元）	12.77	46.80	18.99
资产负债率（%）	51.14	51.60	58.05
全部债务资本化比率（%）	17.94	20.22	30.64
流动比率（%）	116.62	148.56	120.93
经营现金流动负债比（%）	31.80	-22.98	25.83

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；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；2. 合并口径其他流动负债中的有息部分已计入短期债务中测算，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已计入长期债务中测算；母公司长期应付款中的有息部分已计入长期债务中测算；4. 2021—2023 年末，所有者权益中分别包含含权债券 96.42 亿元、126.89 亿元、130.59 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

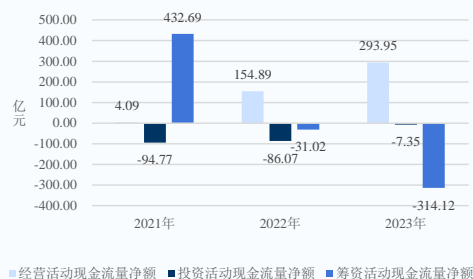
2023 年底公司资产构成



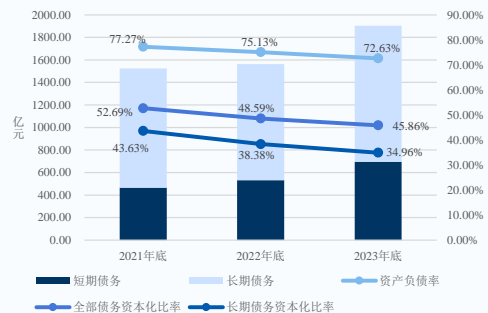
2021—2023 年公司收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

主要指标	信用等级	销售债权 周转率 (次)	存货周转 率(次)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	调整后营业 利润率 (%)	资产负债率 (%)	全部债务资本化 比率(%)	全部债务 /EBITDA(倍)	EBITDA 利息倍数(倍)
公司	AAA	43.12	2.00	8208.52	2246.39	7636.78	207.92	2.01	72.63	45.86	7.32	3.14
象屿股份	AAA	22.59	16.16	1297.05	371.92	4590.35	24.50	0.59	71.33	60.40	11.77	3.41
象屿集团	AAA	28.49	4.84	3315.88	874.90	4904.98	13.44	0.27	73.61	60.74	15.44	2.14

注：象屿股份为厦门象屿股份有限公司，象屿集团为厦门象屿集团有限公司；象屿股份和象屿集团有息债务未经调整
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、Wind

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/02/19	徐 璨 李思雨	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号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：邢霖雪 xingmx@lhratings.com

项目组成员：李思雨 lisy@lhratings.com | 徐璨 xucan@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



一、主体概况

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%。后经多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2023 年底，公司注册资本为 30.04 亿元，总股本为 30.04 亿股，其中建发集团持股比例 45.16%，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、房地产业务和家居商场运营业务，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为贸易企业。

截至 2023 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，合并范围拥有在职员工 49752 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 8208.52 亿元，所有者权益 2246.39 亿元（含少数股东权益 1551.28 亿元）；2023 年，公司实现营业收入 7636.78 亿元，利润总额 207.92 亿元。

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

二、本期债项概况

公司拟发行“厦门建发股份有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）”（以下简称“本期债项”），本期债项发行规模为不超过 15 亿元（含 15 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，于公司行使续期选择权时延长一个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本次债券募集资金在扣除发行费用后，拟不超过 5 亿元用于偿还到期的公司债券本金或置换已偿还公司债券本金的自有资金，剩余部分用于补充公司供应链运营业务等日常生产经营所需流动资金。

本期债项为无担保债券。

在利率方面，本期债项采用固定利率，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。

本期债项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），公司将本期债项分类为权益工具。

在偿付顺序方面，本期债项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

本期债项的基础期限为 1 个周期（3 年），在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债项。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。

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%）。

（2）递延利息支付选择权

本期债项附设公司延期支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债项的每个付息日，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（因员工股权激励计划导致的减资事宜除外）。

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债项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，公司有权对本期债项进行赎回。

公司因会计准则变更进行赎回

公司将本期债项计入权益。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债项计入权益时，公司有权对本期债项进行赎回。

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债项。若公司不行使赎回选择权，则本期债项将继续存续。

基于以上条款，可得出以下结论：

利息递延方面，2021—2023 年，公司分别派发现金红利 14.32 亿元、18.04 亿元和 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。

赎回设置方面，本期债项如不赎回，从第 2 个周期开始，票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期债项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。

综合以上分析，本期债项具有可赎回权、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债项不赎回的可能性小；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。

三、宏观经济和政策环境分析

2023 年，世界经济低迷，地缘政治冲突复杂多变，各地区各部门稳中求进，着力扩大内需。2023 年，中国宏观政策稳中求进，加强逆周期调控。货币政策两次降准、两次降息，采用结构性工具针对性降息，降低实体经济融资成本，突出稳健、精准。针对价格走弱和化债工作，财政政策更加积极有效，发行特别国债和特殊再融资债券，支持经济跨周期发展。宏观政策着力加快现代化产业体系建设，聚焦促进民营经济发展壮大、深化资本市场改革、加快数字要素基础设施建设。为应对房地产供求新局面，优化房地产调控政策、加强房地产行业的流动性支持。

2023 年，中国经济回升向好。初步核算，全年 GDP 按不变价格计算，比上年增长 5.2%。分季度看，一季度同比增长 4.5%、二季度增长 6.3%、三季度增长 4.9%、四季度增长 5.2%。信用环境方面，2023 年社融规模与名义经济增长基本匹配，信贷结构不断优化，但是居民融资需求总体仍偏弱。银行间市场流动性整体偏紧，实体经济融资成本逐步下降。

2024 年是实施“十四五”规划的关键一年，有利条件强于不利因素，中国经济长期向好的基本趋势没有改变。消费有望保持韧性，在房地产投资有望企稳大背景下固定资产投资增速可能回升，出口受海外进入降息周期拉动有较大可能实现以美元计价的正增长。2024 年，稳健的货币政策强调灵活适度、精准有效，预计中央财政将采取积极措施应对周期因素，赤字率或将保持在 3.5%左右。总体看，中国 2024 年全年经济增长预期将维持在 5%左右。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2023 年年报）](#)》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

(1) 贸易行业

进出口贸易方面，2023年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速放缓，当月同比增速波动较大。进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品价格走势方面，2023年，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。其中，原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

预计2024年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。详见《[2023年贸易行业运行分析及2024年信用风险展望](#)》。

(2) 房地产行业

2023年房地产市场波动较大，其中一季度短暂回暖复苏后于二季度再次降温；虽7月以来利好政策集中释放，但销售下行趋势仍未逆转，行业仍处于探底状态。受销售端未有明显起色影响，土地市场继续冷清但不同城市间仍有分化，城投兜底现象逐步退去，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。考虑到房地产市场供求关系已发生重大变化，2023年以来调控政策延续宽松态势，放松政策密集发布，但市场信心修复预计仍需一定时间。完整版行业分析详见《[2024年房地产行业分析](#)》。

2 区域环境分析

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》，2021—2023年，厦门市地区生产总值持续增长，2023年为8066.49亿元，较2022年增长3.1%。

固定资产投资方面，2021—2023年，厦门市固定资产投资（不含农户）分别同比增长11.3%、10.2%和0.5%。分产业看，2023年，第一产业投资下降79.1%；第二产业投资增长5.6%；第三产业投资下降0.9%。房地产开发投资较2022年增长33.8%。其中，住宅投资增长40.8%，办公楼投资下降12.0%，商业营业用房投资增长12.3%。全市房地产房屋施工面积3443.36万平方米，下降2.0%；房屋新开工面积538.13万平方米，下降21.8%。

对外贸易方面，2021—2023年，厦门市分别实现外贸进出口总值8876.52亿元、9225.59亿元和9470.44亿元，分别同比增长7.8%、4.0%和2.7%；出口总额4474.48亿元，下降3.9%，其中锂电池、电动载人汽车、太阳能电池等“新三样”出口454.90亿元，同比增长1.7倍；进口总额4995.95亿元，同比增长9.4%。2023年，对“一带一路”国家进出口总额4607.90亿元，增长1.4%；对金砖4国进出口总额1092.50亿元，增长14.4%；对RCEP国家进出口总额3156.10亿元，与上年持平。2023年，跨境电商进出口总额236.70亿元，增长65.0%。

五、重大事项

2023年6月，建发股份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，并于2023年8月取得控制权后将其纳入合并报表范围。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，所从事的家居商场运营业务有望与公司原有业务产生一定协同，但也相应增加了建发股份对子公司的管理难度和管理宽度，加之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，美凯龙经营业绩持续下滑，并于2023年出现亏损，后续经营业绩改善情况有待关注。

2023年，建发股份与子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”）以现金形式收购美凯龙29.95%的股份（其中建发股份受让美凯龙23.95%的股份、联发集团受让美凯龙6.00%的股份），每股价格定为4.82元，交易对价合计为628644.8542万元。2023年6月1日，建发股份与联发集团收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，美凯龙23.95%和6.00%股份已分别过户至公司和联发集团名下。2023年8月15日，美凯龙召开2023年第三次临时股东大会和第五届董事会第一次临时会议，完成董事会换届选举，公司取得美凯龙的控制权，美凯龙及其控股子公司纳入公司合并报表范围。

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，通过导入美凯龙的品牌资源，为建发股份发展B端消费品供应链运营业务提供了一定基础；此外，家装与房地产开发业务或能形成一定协同。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。2021—2023年，美凯龙营业收入持续下降，2023年为115.15亿元；利润总额持续下降，2023年出现亏损，为-22.73亿元，主要系美凯龙计提资产减值准备和信用减值准备、下调投资性房地产公允价值、停止部分回报率不及预期的项目产生营业外支出叠加所致，后续经营业绩改善情况有待关注。

截至2023年底，美凯龙资产总额1210.61亿元，所有者权益528.22亿元，负债总额682.39亿元，全部债务384.16亿元。美凯龙纳入建发股份合并范围后，建发股份负债规模进一步增加。同时，由于美凯龙资产及经营规模较大，建发股份管理难度和管理宽度相应增加。

六、基础素质分析

1 竞争实力

公司是一家以供应链运营、房地产和家具商场运营业务为主业的现代服务型企业。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；家居商场管理规模位居全国第一。

（1）供应链运营

业务布局方面，通过合作优质龙头企业，公司不断加快全球的扩张步伐，目前已与超过170个国家和地区建立了业务关系，在浆纸、农产品、钢铁、矿产品、轻纺、汽车、酒类等业务领域拥有了良好的品牌影响力。通过实施全球化、多品类的发展战略，公司能够满足制造业企业多元化的商品采购需求，有利于增强客户黏性；同时公司不断提升业务规模，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，能够提升公司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。

上下游渠道及资源整合方面，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，能够为制造业企业提供稳定、因“需”制宜的供应链综合服务，已逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。

物流配套资源方面，公司推进“供应链物流控制塔”和物流集成平台的建设及应用，持续迭代“航运、汽运、空运”实时监控系统，助力实现物流资源整合和生态协同。公司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，2023年新引入海外物流供应商13家，在30多个国家及地区实现物流业务覆盖，合作仓储网点超4700个，其中海外合作仓储网点164个，覆盖亚洲、欧洲、非洲、北美洲、南美洲。

工贸结合方面，公司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，为下游终端客户提供定制化的深加工产品。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。公司通过子公司阳谷建发铜业有限公司（公司持股87%）托管经营，拥有40万吨阴极铜年产能的阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“祥光铜业”）。

2023年，公司位居《财富》“中国上市公司500强”第11位、《福布斯》“全球企业2000强”第640位；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。

（2）房地产业务

公司房地产业务由其下属控股子公司联发集团（截至2023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2023年底公司持股54.65%）运营，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、苏州、南京、成都等高能级城市，形成了良好的客户口碑。根据中国房地产业协会发布的《2024房地产开发企业综合实力TOP500测评研究报告》，公司旗下房地产子公司建发房地产和联发集团分别位列第8名和第23名。

(3) 家居商场运营业务

公司家具商场运营业务控股子公司美凯龙运营。截至 2023 年底，美凯龙经营 87 家自营商场（超八成的自营商场分布于国内一、二线城市的优质地段，部分商场物业为公司自持），273 家委管商场，8 家战略合作商场，46 个特许经营家居建材项目，共包括 448 家家居建材店/产业街，覆盖中国 30 个省、直辖市、自治区的 215 个城市，商场总经营面积 2172.47 万平方米，家居商场管理规模为国内最大。

2 人员素质

公司董事及高级管理人员素质较高，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。截至 2023 年底，公司共有在职员工 49752 人，按照教育程度划分，本科及研究生学历占 43.09%，大专学历占 27.29%，其他学历占 29.62%；按岗位职责划分，业务人员占 67.14%，技术人员占 18.66%，财务人员占 6.19%，行政人员占 4.80%，管理人员占 3.21%。

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；曾任厦门建发浆纸集团有限公司总经理，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。

3 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 2024 年 4 月 8 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关注类短期借款 17 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 2024 年 5 月 5 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单，未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

七、管理分析

1 法人治理

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。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。公司董事由股东大会选举或更换，董事长由董事会过半数选举产生，总理由董事会聘任或解聘。

2 管理水平

公司内部管理制度较为健全，能够满足公司的日常经营管理需要；公司下属子公司众多，且近期完成重大重组，管理难度和宽度相应增大。

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。

资金管理方面，公司实行统一授信、独立核算的资金管理制度。在资金使用上，各企业自行管理资金，所属公司的各项支出都有审批程序，相关审批权限有相应的规定。此外，公司实施动态的跟踪监控，一方面是通过委派财务总监动态管理，另一方面是通过信息系统实施动态跟踪监控。对全资子公司，公司尝试资金共管制度，实行资金共管，以节约资金成本，提高资金使用效率。

融资管理方面，公司所属子公司日常所需银行借款额度的申请，由各子公司财务经理报请各子公司董事会通过后，再报各行业集团财务总监审批，在依程序批准后，自行办理相关手续。各子公司不得参与民间借贷；未经董事会和行业集团分管领导批准，不得直接在债券市场发行债券。

重大投资决策方面，根据股东大会授权，给予董事会、经营班子不同的决策权限。董事会下设投资初审委员会，负责对各级所属公司提出的实业投资项目，按照公司长期发展战略规划的要求进行初步筛选，进行可行性研究并提出建议；公司制定了《财务管理规定》、《投资与固定资产、无形资产管理规定》、《产（股）权证管理办法》，对公司对外投资的程序和审批权限作出了规定。另外，公司对子公司通过委派董事监事和高级管理人员等来实现和贯彻公司的意图和要求，落实公司的发展战略，及时了解子公司的重大事项情况，控制经营风险，以保证公司的投资利益。

子公司管理方面，公司对子公司通过委派董事监事和高级管理人员等来贯彻公司的要求，落实公司的发展战略，及时了解子公司的重大事项情况，以控制经营风险。公司建立了公司层面财务控制、经营单位财务控制、会计人员财务控制的分层管理体制对子公司进行财务管理。各下属子公司设立财务部实行独立核算，统一执行《企业会计准则》，并按建发股份的《财务管理规定》进行核算。各子公司的会计核算工作由建发股份财务部负责指导和监督。各子公司在每月初向建发股份财务部报送上月的经营结果，并按财务报告管理中规定的时间报送财务报告。各子公司的经营预算及其他考核指标由各自董事会审定，专项决策预算由建发股份董事会审定。财务部门对各家子公司的预算执行情况进行逐月分析。公司对子公司的主要财务控制指标实行限额管理，具体包括存货及订货量限额管理、营运资源管理、信用限额管理等内容。以信用限额管理为例，子公司的信用额度由公司风险控制委员会或信用管理部审批。

八、经营分析

1 经营概况

2021—2023年，公司经营格局新增家居商场运营业务，营业总收入波动增长，综合毛利率有所提升。

公司传统业务组合包括供应链运营业务和房地产业务，2023年收购美凯龙后新增家居商场运营业务。2021—2023年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长3.87%。2023年，公司实现营业总收入7636.78亿元，同比下降8.30%。

分板块来看，供应链运营业务为公司收入主要来源，2021—2023年，供应链运营业务收入规模波动下降，2023年为5933.66亿元，同比下降14.79%，主要系受大宗商品价格剧烈波动以及收缩低效业务影响所致；房地产业务方面，随着销售结算规模增加，2021—2023年，公司房地产业务收入持续增长，2023年为1664.50亿元，同比增长21.94%；家居商场运营业务方面，美凯龙纳入公司合并后，2023年9—12月，实现收入38.61亿元。

毛利率方面，2021—2023年，公司综合毛利率持续增长。分板块看，2021—2023年，公司供应链业务毛利率小幅提升，但持续处于低水平；公司房地产业务毛利率持续下降，主要系市场需求及土地成本影响，盈利空间持续收窄；2023年9—12月，公司家居商场运营业务毛利率处于较高水平。

图表1•2021—2023年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021年			2022年			2023年		
	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	6115.39	86.39%	1.49%	6963.19	83.61%	1.68%	5933.66	77.70%	2.04%
房地产	963.05	13.61%	16.76%	1364.93	16.39%	14.64%	1664.50	21.80%	11.51%
家居商场运营	--	--	--	--	--	--	38.61	0.51%	52.70%
合计	7078.44	100.00%	3.57%	8328.12	100.00%	3.80%	7636.78	100.00%	4.36%

注：2023年家居商场运营业务数据仅为9—12月的收入；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；尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2 业务经营分析

(1) 供应链运营

公司供应链运营业务以境内业务为主，境外业务比重持续上升，核心贸易品种为冶金原材料和农林产品，上下游集中度较低，对公司资金占用规模可控。2021—2023年，受大宗商品价格剧烈波动以及收缩低效业务影响，公司供应链业务收入波动下降，毛

利率持续增长但处于低水平。由于公司主要贸易产品价格跟随大宗商品价格变化呈现出持续波动的局面，对公司产品的利润产生直接影响，因此对公司风控能力提出更高要求。此外，供应链业务未来尚需投资规模大。

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。

图表 2· 公司 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：公司提供

业务模式方面，公司供应链运营以境内业务为主，境外业务为辅；2021—2023 年，随着公司持续支持各经营单位拓展境外业务，增设境外平台公司，公司境外供应链运营业务金额及占比呈现稳步增长趋势，供应链运营业务境内外销售毛利率变动趋势一致。

图表 3· 2021—2023 年公司供应链运营业务按经营地区分类情况（单位：亿元）

按经营地区分类	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
境内	5062.69	82.78%	1.49%	5571.10	80.01%	1.67%	4449.01	74.98%	1.94%
境外	1052.84	17.22%	1.49%	1392.15	19.99%	1.71%	1484.66	25.02%	2.31%
合计	6115.52	100.00%	1.49%	6963.25	100.00%	1.68%	5933.66	100.00%	2.04%

注：上表数据为经调整后数据
资料来源：公司提供

境内贸易方面，公司业务主要分布于华东、华南、华北、山东等地区；内销产品主要有浆纸、钢铁、汽车及橡胶等化工产品 and 酒类食品及农产品。境外贸易方面，公司业务主要分布于北美洲、东南亚、非洲等地区；主要进口产品类别为轻纺、矿产、化工、农产品等，而出口方面则主要是轻纺、矿产产品；公司外贸板块进出口业务目前以代理为主。

近年来，公司供应链各主要业务陆续转移至相关子公司，但出于营销的需要，建发股份本部也经营钢材、矿产品、化工等领域的贸易业务。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”）、厦门建发浆纸集团有限公司（以下简称“建发浆纸”）、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。2023 年，除建发金属、建发物资和建发物流外，上述其他经营主体净利润同比均有不同程度下降，主要系受大宗商品价格剧烈波动和销售量降低所致。

图表 4 • 截至 2023 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 变动	主要经营业务
上海建发	100.00%	3.00	396.61	56.32	2111.47	10.08	-22.82%	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	99.04	11.06	889.83	1.99	6.42%	钢铁供应链运营业务
建发物资	100.00%	5.00	37.79	6.15	273.21	1.04	62.50%	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
建发浆纸	100.00%	5.00	113.45	30.85	496.89	3.40	-57.02%	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	55.82	16.17	140.56	0.77	-77.55%	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00%	5.00	45.96	14.39	60.90	2.53	5.42%	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	13.44	4.57	137.36	0.53	-58.27%	钢铁供应链运营业务
合计	--	--	762.11	139.51	4110.22	20.34	-33.22%	--

资料来源：公司提供

公司供应链业务经营的产品主要包括冶金原材料及林产品两个核心产品，以及农产品、化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等。其中冶金原材料主要包括矿产品、钢铁等金属材料，农林产品主要为纸浆类产品。2021—2023 年，公司主要贸易品种收入及销售波动下降，主要是公司退出部分低毛利率产品所致。

图表 5 • 2021—2023 年公司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	2021 年			2022 年			2023 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	3655.25	12817.12	1.45%	3634.00	13722.03	1.60%	3148.03	12017.61	2.31%
农林产品	1574.93	3960.93	2.50%	1935.13	4598.42	2.25%	1772.51	4193.63	1.17%
其他产品	885.21	不适用	-0.14%	1394.06	不适用	1.09%	1013.12	不适用	2.70%
合计	6115.39	/	1.49%	6963.19	/	1.68%	5933.66	/	2.04%

注：其他产品包括农产品、化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等产品及物流收入；其他产品毛利率为倒推得出
 资料来源：联合资信根据企业年报整理

从结算方式看，近年来公司各品种平均货款回收账期基本稳定，上下游对公司资金占用规模可控。从客户结构和上下游集中度来看，公司上下游客户集中度较低，单一客户最高交易金额占比低，不存在依赖某一单一供应商或单一客户的情况。

图表 6 • 2023 年主要贸易品种上下游供应商及结算模式情况

品种	采购及结算方式	上游供应商	销售及结算方式	下游客户
钢材	基本采用年度协议形式，且钢厂的资源均为公司所有。结算方式主要包括现款、银行承兑汇票，小部分付款方式为国内信用证，进出口业务为国际信用证或 T/T 结算。	国有大中型上市钢厂和大型民营钢厂，包括本钢、柳钢、鞍钢等。	销售基本采用年度协议形式，结算方式主要包括现款、银行承兑汇票，小部分付款方式为国内信用证，进出口业务为国际信用证或 TT 结算。	主要是华东、华南、华北、山东地区的中小贸易商和终端用户或工厂，其中钢材最终用户约占 30%。
矿产品	公司拥有铁矿石进口经营权，主要通过进口方式采购各类铁矿石。结算方式主要通过信用证或电汇。	与巴西、澳洲、南非、智利、印度等国知名大矿山保持良好的长期合作关系，包括力拓、淡水河谷、英美资源等。	销售方式主要为转口销售，开发以钢厂为主体的核心客户。主要以信用证方式进行结算或者在销售前收取部分保证金，销售结算后以电汇方式进行结算。	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。

农产品	主要通过进口采购，结算方式主要包括现款、银行承兑汇票、国内信用证、国际信用证、付款交单。	嘉吉、ADM、路易达孚等。	结算方式包括现款、银行承兑汇票、国内信用证、国际信用证、付款交单。	与国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系。
浆纸	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。主要通过现款、银行承兑汇票、信用证结算。	国内外浆厂的代理商和国内外浆厂。	主要通过电汇、远期银行承兑汇票和国内信用证。	销售区域包括华南、山东、江浙沪地区、东北三省、西北、湖南、湖北等地区，基本形成全国销售网络及布局。
汽车	主要采取签订品牌年度总授权，然后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。主要采用电汇结算。	主要为各品牌的中国国内供应商，包括宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、迈凯伦等中高端品牌。	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、抵押贷款等车款融资方式，及通过开办厂家金融业务，为客户增设多种购车融资渠道。	B 端、C 端。

资料来源：公司提供，联合资信整理

图表 7 • 2023 年公司供应链业务主要产品前五大供应商及客户情况（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	138.08	4.49%	客户一	62.51	1.99%
供应商二	110.25	3.59%	客户二	50.93	1.62%
供应商三	92.02	2.99%	客户三	47.47	1.51%
供应商四	86.72	2.82%	客户四	29.54	0.94%
供应商五	82.21	2.67%	客户五	27.01	0.86%
合计	509.28	16.56%	合计	217.46	6.91%

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	127.74	7.29%	客户一	152.35	8.59%
供应商二	119.90	6.84%	客户二	98.85	5.58%
供应商三	114.02	6.51%	客户三	61.69	3.48%
供应商四	59.27	3.38%	客户四	49.21	2.78%
供应商五	28.51	1.63%	客户五	39.80	2.25%
合计	449.44	25.66%	合计	401.91	22.67%

资料来源：公司提供

风险管控方面，公司设立了总部、下属专业集团、经营单位三级风险管理架构。对于大宗商品的价格风险，公司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，善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，公司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，公司在上海期货交易所、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。但是由于金融衍生品交易专业性较强，复杂程度较高，因此公司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公司未来可能获得的收入。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，公司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，公司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；公司通过内外部信息渠道获取行业变化及客商信息，动态跟踪并及时调整客商授信策略和管控方案。此外，公司还借助出口信用险、国内信用险等多种措施，控制信用风险。货权风险方面，公司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，公司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；公司根据风险承受能力、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公司总部资金部根据具体情况逐笔审批；公司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。

截至 2023 年底，公司供应链运营业务板块已审议的主要投资项目包括拟作为重整投资人参与祥光铜业重整投资以及下属子公司投建“多金属复杂金银矿回收技术升级搬迁扩建项目”等，合计尚需投入资金 63.54 亿元，规模较大。

(2) 房地产业务

2021—2023 年，公司房地产业务销售金额和销售面积呈增长趋势，但受市场需求及土地成本影响，盈利空间持续收窄，加之拓展市场份额，地产业务开发及土地投资规模维持高水平，资金压力大幅上升，考虑到房地产行业景气度尚未恢复，公司地产存货去化及跌价风险有待关注。

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。

图表 8 • 2023 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	营业利润	营业利润同比	净利润	净利润同比
建发房地产	54.65	4610.60	1132.38	1386.88	29.71%	94.99	-1.61%	70.45	1.66%
联发集团	95.00	1190.27	305.07	288.23	-8.44%	-16.42	不适用	1.08	-44.93%

资料来源：联合资信根据公司年报整理

土地储备方面，为拓展市场份额，公司保持大规模土地投资，2021—2023 年，公司全口径拿地金额分别约为 1576.00 亿元、1030.25 亿元和 1320.28 亿元，资金压力大幅上升。2022 年来，公司拿地战略性回归一、二线城市，2023 年通过招拍挂、收并购等方式获取土地 91 宗，其中一、二线城市拿地金额占比超 90%，重点在上海、厦门、杭州、北京、苏州等城市。截至 2023 年末，公司在一、二线城市的全口径土地储备（未售口径）货值占比约 73.57%，较上年末提高 5.48 个百分点。

开发方面，2021—2023 年，受开发节奏及房地产行业景气度下行等因素影响，公司权益口径新开工面积持续下降，但房屋竣工面积呈增长趋势。截至 2023 年底，建发房地产在建项目总投资规模为 4865.96 亿元（并表项目按 100%列示，非并表项目按股比列示），已投资规模为 3739.35 亿元，联发集团在建项目总投资规模为 693.65 亿元（并表项目按 100%列示，非并表项目按股比列示），已投资规模为 693.65 亿元，公司在建项目尚需投资规模大。

销售方面，2021—2023 年，公司地产业务板块合同销售金额（全口径）波动增长，账面结转收入持续增长，公司在一、二线城市的权益销售金额占比在 80%左右，高于土地储备（未售口径）货值占比。2021—2023 年，受房地产市场供需关系调整及土地成本上升等因素影响，毛利率持续下降，但回款比例有所提升。

联合资信关注到，公司房地产存货中仍有一定规模的三线及以下城市项目，且开发成本较高；此外，联发集团位于鄂州的联发·红莲半岛项目存在因政府原因导致长时间无法开工建设、自然资源主管部门拟协议有偿收回土地的情形，2023 年 12 月，联发集团武汉投资建设有限公司向华容区人民政府提交请示，请示华容区政府加快推进 6 宗地块有偿收回，规避土地闲置风险，同时建议组织召开专题会议研究土地出让价款及补偿资金占用损失化解方式，截至 2024 年 4 月底，华容区政府已收函，尚在履行相关流程。2021—2023 年，公司房地产业务分别计提存货跌价准备 12.78 亿元、48.39 亿元和 29.31 亿元，规模较大，如未来公司项目去化不及预期，导致计提的存货跌价准备进一步增加，将对公司盈利和偿债能力造成不利影响。公司房地产相关存货主要为已完工商品房和在建商品房，其价值主要取决于房产市场行情，考虑到土地和项目建设成本上升以及房地产市场景气度尚未回暖，公司地产存货去化及跌价风险有待关注。

图表 9 • 2021—2023 年公司房地产经营情况

类别	2021 年		2022 年		2023 年	
	建发房地产	联发集团	建发房地产	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）	1356.86	323.16	701.55	77.64	657.76	55.49
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	519.19	214.43	495.98	283.19	1015.49	242.31
合同销售金额（全口径）（亿元）	1753.85	421.80	1781.99	315.26	1888.75	403.45
权益销售金额（亿元）	1358.90	286.32	1266.26	194.58	1379.56	180.33
合同销售面积（全口径）（万平方米）	914.41	266.36	839.48	170.85	898.79	157.31
权益销售面积（万平方米）	709.36	186.19	628.67	111.54	666.43	90.76
平均销售价格（万元/平方米）	1.92	1.58	2.12	1.85	2.10	2.56
账面结转收入（亿元）	572.58	219.13	976.04	278.63	1308.17	262.24

账面结转面积（万平方米）	373.22	199.92	472.46	174.28	852.25	195.79
期末土地储备面积（全口径）（万平方米）	2087.61	792.28	1673.85	688.36	1551.52	681.15
期末土地储备面积（权益口径）（万平方米）	1600.94	586.25	1285.27	503.85	1205.08	513.12
权益口径新增土地投资（拿地金额）（亿元）	932.20	152.17	579.89	78.02	850.80	104.51

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，但不包含公司开发的一级土地；建发国际投资集团有限公司（股票代码：1908.HK）简称为建发国际，系建发房地产控股子公司，建发房产旗下房地产开发业务主要由建发国际负责运营
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

城市更新改造（土地一级开发）业务方面，公司所涉及城市更新业务主要由建发房地产下属全资子公司厦门市禾山建设发展有限公司负责开展。经营模式是厦门市禾山建设发展有限公司受政府委托进行旧村改造工作，公司在收到委托后筹集资金，根据政府的拆迁公告和确定的拆迁补偿标准及相关建设标准进行拆迁和建设工作，拆迁完成后公司将除用于建设安置房及配套设施以外的土地交由政府收储，政府根据土地的规划进行招拍挂工作，政府再根据与发行人签订的协议支付相应的项目改造费用。发行人城市旧村改造更新业务主要为后埔-枋湖旧村改造项目和钟宅畲族社区旧村改造项目。截至 2023 年末，公司的土地一级开发业务尚余土地面积 4.22 万平方米，对应的规划计容建筑面积为 13.10 万平方米，较上年底大幅下降主要系钟宅畲族社区旧村改造项目（一级土地开发）挂牌出让所致。城市更新改造业务对收入和利润形成贡献，但开发进度的不确定性相对较高且对资金占用较大。

（3）家居商场运营业务

2021—2023 年，受总体经济环境波动影响，美凯龙商场出租率阶段性下滑，加之稳商留商优惠政策增加，而房地产相关行业复苏缓慢导致委管业务及建造施工相关业务新增项目减少，存量项目推进放缓所致，美凯龙营业收入及毛利率持续下降，2023 年受计提减值影响出现亏损，后续经营业绩改善情况有待关注。

美凯龙是家居装饰及家具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、委管商场等，为合作商户、合作方提供场地租赁管理、市场营销等综合服务，并收取场地租金及相关服务收入。美凯龙的合作商户或合作方均系国内知名的家居装饰及家具品牌商或经销商，该类商户通过入驻美凯龙线下商场，向消费者展示、销售商品或服务。因此，区别于生产制造型企业，美凯龙为客户提供的系商场运营服务，其客户为家居装饰及家具领域的合作商户或合作方。

自营模式下，美凯龙在一线和二线城市通过自建、购买或者租赁的方式获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取租金及相关收入。从区域分布数量来看，公司自有店主要集中于华东、西部、东北、华北等城市能级较高的地区，公司租赁商场主要集中于华东和华北地区。委管模式下，美凯龙利用自身渠道和经营管理经验，通过组建管理团队，为合作方提供全面的咨询和委管服务，包括商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业以及以“红星美凯龙”品牌名称日常经营及管理合作方的家居装饰及家具商场；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。公司经营的委管商场主要分布在华东（包括苏州、南京、杭州、宁波、绍兴、无锡、合肥、青岛、烟台等城市，不含上海）、西部（包括成都、贵阳、德阳、绵阳等城市，不含重庆）、华中（包括武汉、长沙、株洲、开封等城市）和华北（包括石家庄、保定、秦皇岛、廊坊等城市，不含北京、天津），城市能级相对自营模式而言较低。出租率方面，截至 2023 年末，自营商场平均出租率 82.8%，委管商场平均出租率 85.7%。

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公司旗下品牌“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。

此外，美凯龙拥有线上运营主体上海安家网络科技有限公司（以下简称“安家科技”），其主要负责在网络平台上将美凯龙的线下商场业务升级为线上数字化的卖场。其具体业务模式为：公司通过天猫、京东、微信公众号、微信小程序等第三方平台或自有 APP 向客户展示商品或服务信息，客户通过第三方平台或公司自有 APP 下单后，公司或公司指定的供应商通过合作的物流商将商品配送至客户，公司对于交易的商品承担退、换货等售后责任，或者由公司或公司指定的供应商为客户提供服务。客户通过线上平台下单并线上支付后，货款进入公司控股子公司的相关账户，公司控股子公司直接向客户开具增值税发票。安家科技指导、扶持、协助相关商户的产品展示、陈列等线上运营服务，并根据交易商品金额的一定比例向合作商户收取服务费。

美凯龙收入主要来自家居商业服务业，辅以建造施工及设计服务业和家装相关服务及商品销售业，2021—2023 年，美凯龙收入持续下降，2023 年为 115.15 亿元，同比下降 18.55%，主要系受总体经济环境波动影响，商场出租率阶段性下滑，公司为了支持商户持续经营，稳商留商优惠增加，而房地产相关行业复苏缓慢导致委管业务及建造施工相关业务新增项目减少，存量项目推进放缓所致。美凯龙利润主要来自经营性业务，毛利率较高但持续下降，2023 年为 56.74%。2023 年，由于美凯龙计提资产减值损失（共计 10.36 亿元，主要是其合同资产中建筑施工及设计服务以及项目前期品牌咨询委托管理费服务产生的坏账准备，和其他非流动资产中土地整理相关收益权产生的减

值准备)和信用减值损失(8.40 亿元,主要包括应收账款坏账损失和委托贷款及资金拆借资产减值损失)、下调投资性房地产公允价值(8.42 亿元)、停止部分回报率不及预期的项目产生营业外支出,以上四项合计金额为 31.61 亿元,美凯龙出现亏损,需关注后续经营及盈利改善情况。

此外,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 2023 年底,尚需投资金额合计 55.29 亿元,未来或面临一定的资本支出压力。

3 经营效率

与所选公司对比,建发股份受房地产业务占比较大影响,经营效率指标表现一般。

从经营效率指标看,由于建发股份房地产业务规模相对较大,大规模地产类存货使得公司各经营效率指标均低于所选公司;应收账款周转率持续下降,但仍处于行业较好水平。

图表 10 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	厦门象屿股份有限公司	厦门国贸集团股份有限公司
销售债权周转次数(次)	43.12	22.59	43.08
存货周转次数(次)	2.00	16.16	15.17
总资产周转次数(次)	1.03	3.75	4.14
净营业周期(天)	163.53	25.86	24.87
风险敞口(倍)	0.65	0.18	0.14
资产减值损失率(%)	-0.70	-0.32	-0.35

注:资产减值损失(或收益)以负号(或正号)表示;Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异,为便于与同行业公司比较,本表统一采用 Wind 数据资料来源:Wind

4 未来发展

公司发展战略清晰,目标实现稳定的效益增长。

供应链运营业务方面,公司将坚持专业化经营,加快国际化布局,强化科技、金融双赋能和投资、物流双支持,推进重大风险管控体系建设,提升供应链服务价值,创造差异化竞争优势,实现规模和效益稳步增长。

房地产业务方面,公司计划持续关注核心城市及潜力板块,通过丰富产品线和标准化生产以扩大规模,同时,利用多种方式获取土地项目,包括招拍挂和合作等。此外,公司将加强轻资产业务,优化物业管理、商业运营等板块,并推进信息技术在业务中的应用。

家居商场运营业务方面,美凯龙将继续以自营和轻资产模式扩展市场,并推动商场网络建设。公司将加强家装品牌的市场定位和平台化转型,同时探索新零售渠道和数字化运营,以及持续优化财务结构以降低融资成本。

九、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告,容诚会计师事务所(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。

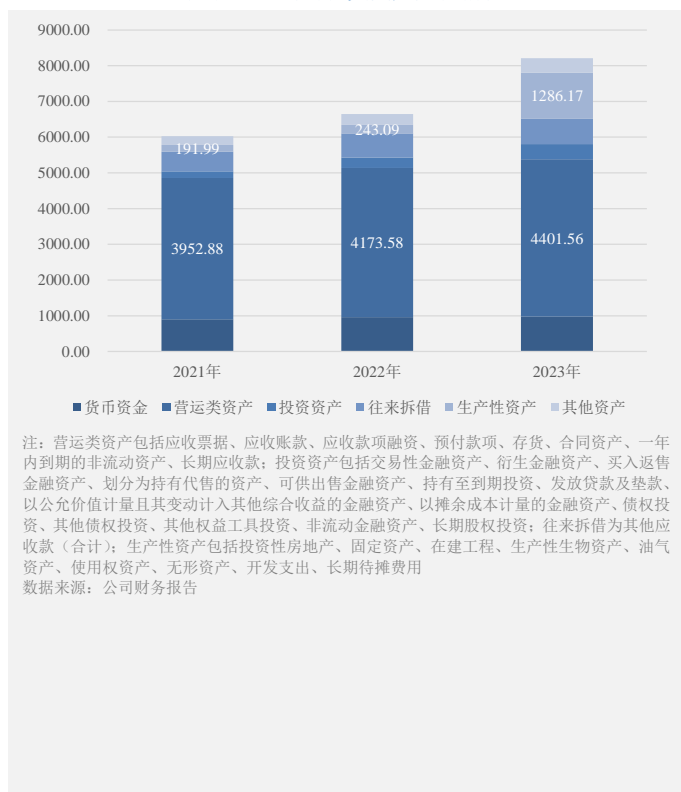
合并范围方面,截至 2021 年底,公司合并范围子公司较 2020 年底净增加 317 家;截至 2022 年底,公司合并范围子公司较 2021 年底新增 164 家,减少 26 家。截至 2023 年底,公司合并范围子公司 1507 家,较 2022 年底新增 430 家,减少 40 家;由于美凯龙纳入公司合并范围,对财务数据可比性有一定影响。

1 资产质量

2021—2023 年末,随着供应链运营和房地产业务持续扩展,以及美凯龙纳入合并范围,公司资产规模快速增长。公司资产中房地产业务形成的存货和往来款占比较高,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较高且采用公允价值模式后续计量,可能对资产价值和收益带来不确定性。总体看,公司资产质量良好,但地产行业景气度尚未改善下对地产业务的持续投入亦加大了公司对资产质量的管控难度。

2021—2023 年末，随着在供应链运营和房地产业务的持续扩展以及对外并购，公司资产规模持续增长。截至 2023 年底，公司合并资产总额为 8208.52 亿元，较上年底增长显著，主要系美凯龙纳入公司合并范围所致，其中，流动资产占 76.72%。公司资产主要包括由供应链运营业务和房地产业务形成的营运类资产、房地产业务产生的往来款以及家居商场运营业务和房地产业务形成的生产性资产（投资性房地产）。2021—2023 年末，公司存货余额随房地产业务规模增长而逐年上升，主要由房地产业务的开发成本和开发产品构成，二者合计占各期末存货余额的比例均超过 91%；公司房地产业务部分项目拿地溢价较高，在房地产市场景气度低位运行背景下，公司持续计提大规模存货减值，未来或仍存在一定存货跌价风险。应收账款受房地产土地一级开发业务于年末确认收入、供应链运营业务深入拓展产业链上下游大型终端客户并给予其适当信用额度等因素影响持续增长，账龄结构主要集中在 1 年以内；应收账款坏账准备计提比例波动增长，且高于行业平均值。预付款项主要包括供应链运营业务预付上游供应商采购款和房地产业务的预付土地款项等，公司预付款项前五大供应商主要是各地政府土地出让相关单位及大宗商品供应商，账龄基本集中在 1 年以内。其他应收款主要为公司以合作开发模式开展房地产业务形成的与合作方的经营往来款、与房地产联营企业的经营往来款，账龄及坏账准备计提比例有所增长，存在一定回收风险。由于美凯龙主要资产为用于出租的家居商场，2023 年美凯龙纳入公司合并范围后，公司投资性房地产规模大幅增长，美凯龙投资性房地产采用公允价值模式后续计量（2023 年建发股份计提投资性房地产公允价值变动损失 6.27 亿元），且投资性房地产受限比例很高，易受市场波动和政策变化等因素影响，可能对资产价值和收益带来不确定性。公司长期股权投资主要为房地产业务对联营企业投资，2023 年与供应链业务相关的长期股权投资收益表现尚可，但房地产联营项目长期股权投资收益存在部分亏损。

图表11 • 公司各类资产变化情况



图表12 • 2023年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产比例	受限原因
货币资金	123.86	12.59%	银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、贷款保证金、工程监管户资金等
应收票据	0.02	10.47%	已背书但尚未到期的商业承兑汇票
应收款项融资	0.10	2.31%	质押开具应付票据
应收账款	11.82	5.65%	质押借款、未终止确认的应收账款资产证券化
存货	535.13	14.46%	抵押借款、期货交易质押
其他流动资产	0.23	0.11%	存出担保保证金
债权投资	0.73	99.79%	大额存单质押借款
长期股权投资	1.71	0.48%	质押借款
投资性房地产	920.97	81.24%	借款、CMBS、融资租赁、债券抵押
固定资产	30.21	36.44%	抵押借款
无形资产	1.85	10.61%	抵押借款
其他权益工具投资	5.04	28.68%	质押借款
合计	1631.67	19.88%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

(1) 所有者权益

公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。

2021—2023 年末，随着利润累积、房地产业务拓展带动少数股东权益增加、公司发行永续债以及美凯龙纳入合并范围，公司所有者权益年均复合增长 28.09%。截至 2023 年底，公司所有者权益 2246.39 亿元，其中，归属于母公司所有者权益占比为 30.94%，少数股东权益占比为 69.06%。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 1.34%、2.06%、5.81%和 21.06%。所有者权益结构稳定性较弱。

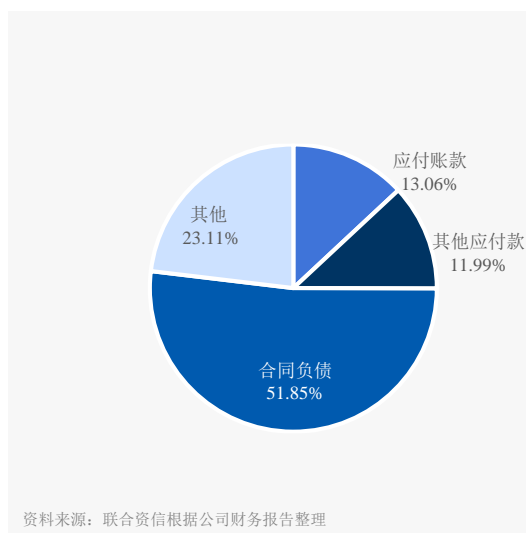
(2) 负债

2021—2023 年末，公司负债规模持续增长，整体债务负担较重，债务期限结构较为合理。

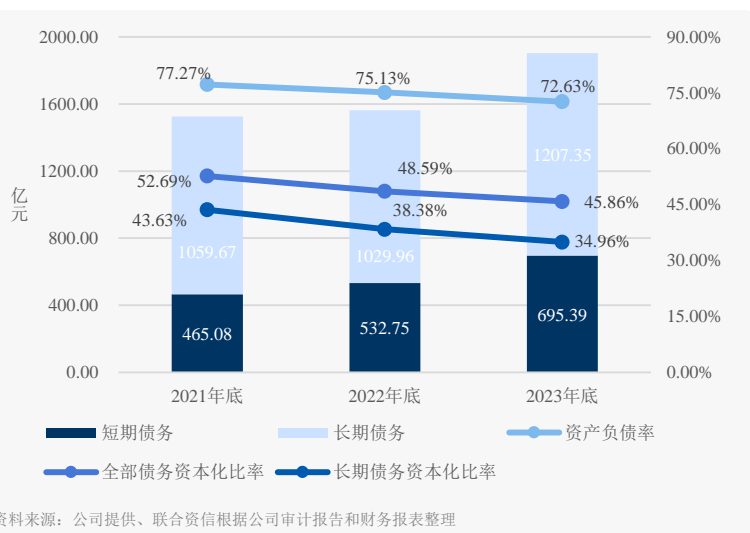
2021—2023 年末，随着房地产业务规模扩大，公司合同负债及应付往来款快速上升，加之各类融资规模加大，推动负债规模大幅增长，美凯龙纳入合并范围后，公司负债规模进一步增加，整体债务负担较重。截至 2023 年底，公司全部债务为 1902.74 亿元，占同期末负债总额的 31.91%，其中银行借款约占 47%、发行债券约占 27%、非标融资约占 6%；2023 年综合融资成本约为 4.78%。债务期限结构方面，短期债务占 36.55%。2021—2023 年末，公司负债以流动负债为主，公司流动负债中合同负债占比均超过 50%，截至 2023 年底为 2369.58 亿元，主要为预收售房款（占 89.34%）和预收商品款（占 9.80%）。公司短期借款主要信用借款（占 48.83%）、贸易借款（占 18.73%）、保证借款（占 16.41%）和抵押借款（占 12.50%）构成；长期借款主要由保证借款（占 43.92%）和抵押借款（占 32.78%）构成，抵押借款的抵押物为固定资产、无形资产、存货和投资性房地产。

从债务指标来看，2021—2023 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。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.22%、49.01%和 38.74%，债务负担较重。

图表 13 • 2023 年底公司流动负债构成



图表 14 • 2021—2023 年底公司有息债务情况



截至 2023 年底，公司债务期限分布较为均衡。

图表 15 • 截至 2023 年底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

项目	1 年以内	1~5 年	5 年以上	合计
短期借款	96.13	--	--	96.13
应付票据	333.62	--	--	333.62
一年内到期的非流动负债	233.69	--	--	233.69
其他流动负债	31.95	--	--	31.95
长期借款	--	359.83	272.49	632.32
应付债券	--	208.48	205.13	413.61
租赁负债	--	10.38	25.14	35.52
其他非流动负债	--	100.00	25.90	125.90
合计	695.39	678.69	528.66	1902.74
占比	36.55%	35.67%	27.78%	100.00%

资料来源：公司提供

与所选公司比，公司债务负担处于平均水平。

图表 16 • 2023 年同行业公司债务负担对比情况

对比指标	公司	厦门象屿股份有限公司	厦门国贸集团股份有限公司
资产负债率 (%)	72.63	71.33	65.86
全部债务资本化比率 (%)	45.86	60.40	53.36

注：厦门象屿股份有限公司与厦门国贸集团股份有限公司全部债务资本化比率未经调整
资料来源：Wind、联合资信根据公司提供资料整理

3 盈利能力

2021—2023年，公司营业总收入呈波动增长。2023年，受重组收益影响，公司利润总额同比大幅增长；剔除重组收益后，利润总额有所下降。公司持续计提大规模资产减值损失和信用减值损失，非经常性损益对公司利润影响较大，但公司核心业务仍具备很强的盈利能力。

2021—2023年，公司营业总收入波动增长，年均复合增长3.87%。2023年，由于公司完成美凯龙控制权收购并将其纳入公司合并范围，产生重组收益96.19亿元（计入营业外收入），公司利润总额同比大幅增长。若剔除上述重组收益，2023年公司利润总额同比有所下降，主要系当期房地产业务毛利率降低、房地产联营项目长期股权投资收益阶段性减少、股份支付核算导致的期间费用阶段性增加，以及投资性房地产公允价值下跌所致。此外，公司持续计提大规模资产减值损失和信用减值损失，非经常性损益对公司利润侵蚀影响较大。

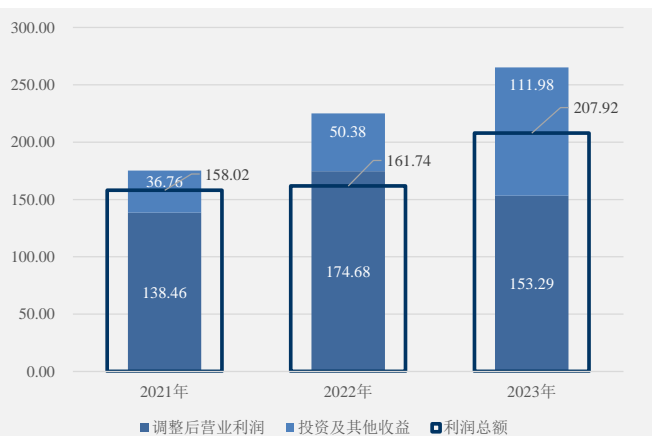
图表17·公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年
营业总收入	7078.44	8328.12	7636.78
营业成本	6825.85	8011.47	7304.08
期间费用	105.14	123.50	162.03
其他收益	4.72	8.87	9.45
投资收益	30.85	34.97	7.35
营业外收入	2.47	5.83	103.24
利润总额	158.02	161.74	207.92
调整后营业利润率（%）	1.96	2.10	2.01
总资产收益率（%）	4.58	4.24	5.01
净资产收益率（%）	8.01	6.81	7.50

注：调整后营业利润率=（营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用总额）/营业总收入*100

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

图表18·2021—2023年公司利润构成及变化趋势（单位：亿元）



注：调整后营业利润=营业总收入-营业成本-税金及附加-期间费用；投资及其他收益=其他收益+投资净收益+汇兑收益+净敞口套期收益+公允价值变动净收益+资产处置收益+营业外收入
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

与所选公司比较，公司整体盈利指标表现较强。

图表19·2023年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	厦门象屿股份有限公司	厦门国贸集团股份有限公司
营业总收入（亿元）	7636.78	4590.35	4682.47
调整后营业利润率（%）	2.01	0.59	0.42
总资产报酬率（%）	3.01	3.23	3.32
净资产收益率（%）	7.50	6.22	5.31

资料来源：Wind，联合资信整理

4 现金流

公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，投资活动现金净流出有所收窄，考虑到公司未来主业仍需较大规模投资，公司对外融资需求大。

2021—2023年，公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，2022年同比增长主要系房地产业务支付地价款金额减少所致，2023年同比增长主要使用票据结算的采购业务增加所致。公司投资活动产生的现金净流出有所收窄，主要系房地产业务支付合作项目往来款净额持续减少，以及支付联营企业投资款较上年同期减少所致。筹资活动方面，2022年筹资活动产生的现金流量净额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年筹资活动现金净流出同比增长，主要系公司偿还债务金额增加，以及偿还合作方往来款增加所致。考虑到公司供应链运营业务、房地产业务和家居商场运营业务未来仍需较大规模投资，公司对外融资需求大。

图表20·公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年
经营活动现金流入小计	9635.38	10135.23	9301.61
经营活动现金流出小计	9631.29	9980.34	9007.66

经营现金流量净额	4.09	154.89	293.95
投资活动现金流入小计	351.57	477.26	615.56
投资活动现金流出小计	446.34	563.33	622.91
投资活动现金流量净额	-94.77	-86.07	-7.35
筹资活动前现金流量净额	-90.68	68.83	286.60
筹资活动现金流入小计	2852.72	2650.41	2333.66
筹资活动现金流出小计	2420.03	2681.42	2647.78
筹资活动现金流量净额	432.69	-31.02	-314.12
现金收入比 (%)	122.56	112.76	105.87
现金及现金等价物净增加额	344.70	38.30	-28.22

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 21 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率 (%)	154.58	152.87	137.80
	速动比率 (%)	57.23	60.65	56.80
	经营现金/流动负债 (%)	0.11	3.95	6.43
	经营现金/短期债务 (倍)	0.01	0.29	0.42
	现金类资产/短期债务 (倍)	1.96	1.85	1.46
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	186.83	193.03	259.92
	全部债务/EBITDA (倍)	8.16	8.10	7.32
	经营现金/全部债务 (倍)	0.00	0.10	0.15
	EBITDA/利息支出 (倍)	2.57	2.66	3.14
	经营现金/利息支出 (倍)	0.06	2.14	3.55

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

从偿债指标看，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可，现金类资产对短期债务的保障程度高；EBITDA 对利息的覆盖程度较高，对全部债务的覆盖程度一般。

与所选公司比较，公司偿债能力指标表现较强。

图表 22 • 2023 年同行业公司偿债能力指标对比情况

对比指标	公司	厦门象屿股份有限公司	厦门国贸集团股份有限公司
经营现金/流动负债 (倍)	6.43	6.35	4.67

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

对外担保方面，截至 2023 年底，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 17.76 亿元。除担保业务外，截至 2023 年底，公司对外提供担保 53.51 亿元，其中公司本部对参股公司厦门同顺供应链管理有限公司提供担保 4.75 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 48.53 亿元，单笔最高金额为 7.84 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 1055.32 亿元，其中联发集团为 260.26 亿元，建发房地产为 795.06 亿元。

未决诉讼方面，公司作为原告提起诉讼的事项主要系买卖合同纠纷、代理合同纠纷等案件，截至 2023 年底，未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 8.53 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；公司及下属子公司作为被告产生的预计负债为 0.17 亿元。

银行授信方面，截至 2023 年底，公司获得银行授信总额 4338.78 亿元，尚未使用额度 2208.12 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

公司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；公司本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益。

公司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，长期股权投资主要为公司持有的下属各供应链子公司、建发房地产、联发集团和美凯龙等子公司及联营企业的股权。截至 2023 年底，本部权益结构稳定性尚可；本部有息债务较上年底增长 51.82%，主要系应付票据和长期借款增加所致；本部资产负债率为 58.05%，较 2022 年底提高 6.45 个百分点，本部全部债务资本化比率 30.64%，债务负担可控。

公司本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益。2023 年，公司本部投资收益为 16.33 亿元，较 2022 年大幅下降，主要系成本法核算的长期股权投资收益下降所致。受公司本部与关联方的资金往来影响，公司本部经营活动现金流呈波动态势。2021—2023 年，公司本部投资活动现金持续净流出，2023 年为净流出 72.36 亿元，主要系现金收购美凯龙股权所致，投资活动产生的现金流量净额中收回投资收到的现金 48.43 亿元，取得投资收益收到的现金 14.92 亿元。2021—2023 年，筹资活动产生的现金流量净额持续下降。

十、ESG 分析

公司积极履行作为国有大宗商品供应链服务企业社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为贸易企业，公司面临的环境风险较小，联合资信尚未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。

社会责任方面，公司已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备，人员稳定性较高；近三年联合资信未发现公司发生一般事故以上的安全生产事故。

治理方面，公司为上市公司，设有专门的 ESG 管治部门或组织，ESG 信息披露质量较高，ESG 风险管理体系完善。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项的发行对公司债务结构影响不大。

公司本期债项发行规模为 15.00 亿元，分别占公司 2023 年底长期债务和全部债务的 1.24%和 0.79%，对公司现有债务结构影响小。考虑到本期债项赎回和利率重置条款设置使其不赎回的可能性较小，以 2023 年底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将上升至 72.68%、46.05%和 35.24%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债项募集资金拟部分用于偿还公司有息负债，发行后公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债项偿还能力

公司经营活动现金流入量对本期债项保障能力强。

以 2023 年的相关财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下将其纳入长期债务测算，公司经营活动现金流入量为本期债项发行后长期债务的 7.61 倍，保障能力强。

图表 23 • 本期债项偿还能力测算

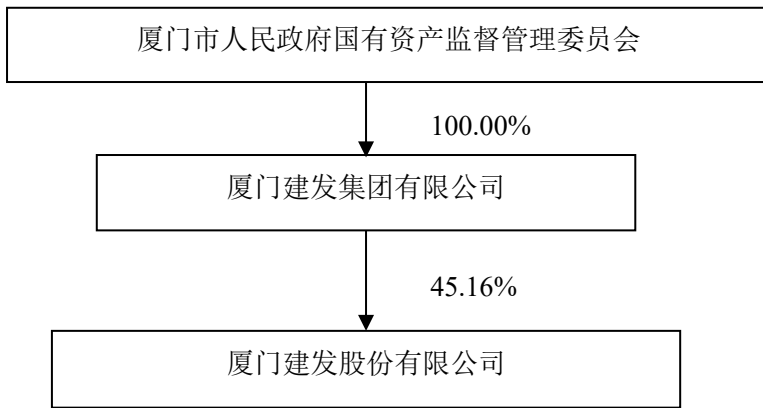
项目	2023 年
发行后长期债务* (亿元)	1222.35
经营现金流入/发行后长期债务 (倍)	7.61
经营现金/发行后长期债务 (倍)	0.24
发行后长期债务/EBITDA (倍)	4.70

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

十二、评级结论

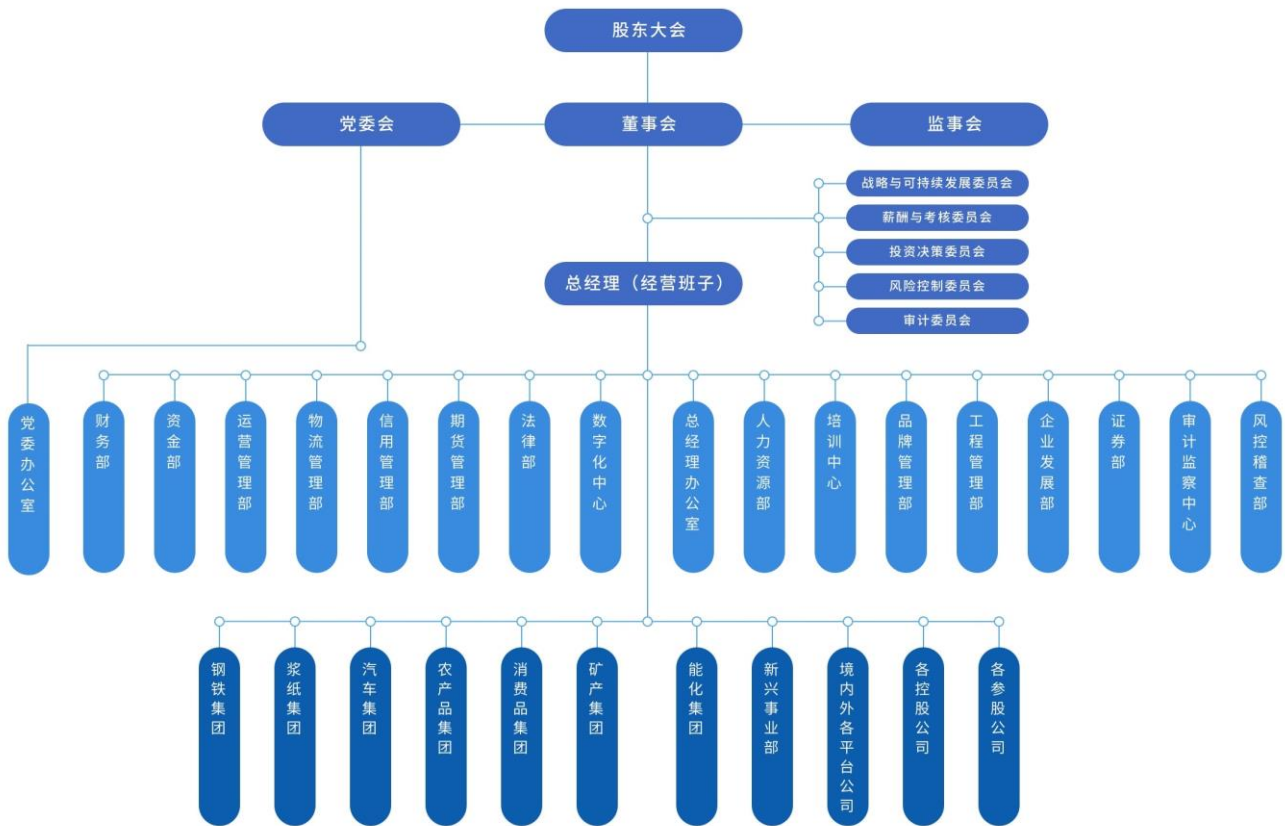
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	910.44	985.77	1011.92
应收账款（亿元）	82.26	132.10	209.23
其他应收款（亿元）	550.73	669.33	710.32
存货（亿元）	3468.25	3615.01	3701.86
长期股权投资（亿元）	145.94	244.75	354.97
固定资产（亿元）	28.13	36.01	82.90
在建工程（亿元）	1.57	27.35	1.79
资产总额（亿元）	6024.59	6647.54	8208.52
实收资本（亿元）	28.63	30.05	30.04
少数股东权益（亿元）	860.74	1068.64	1551.28
所有者权益（亿元）	1369.18	1653.44	2246.39
短期债务（亿元）	465.08	532.75	695.39
长期债务（亿元）	1059.67	1029.96	1207.35
全部债务（亿元）	1524.74	1562.72	1902.74
营业总收入（亿元）	7078.44	8328.12	7636.78
营业成本（亿元）	6825.85	8011.47	7304.08
其他收益（亿元）	4.72	8.87	9.45
利润总额（亿元）	158.02	161.74	207.92
EBITDA（亿元）	186.83	193.03	259.92
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8675.02	9391.19	8084.89
经营活动现金流入小计（亿元）	9635.38	10135.23	9301.61
经营活动现金流量净额（亿元）	4.09	154.89	293.95
投资活动现金流量净额（亿元）	-94.77	-86.07	-7.35
筹资活动现金流量净额（亿元）	432.69	-31.02	-314.12
财务指标			
销售债权周转次数（次）	103.54	73.28	43.12
存货周转次数（次）	2.40	2.26	2.00
总资产周转次数（次）	1.43	1.31	1.03
现金收入比（%）	122.56	112.76	105.87
营业利润率（%）	3.44	3.58	4.13
总资本收益率（%）	4.58	4.24	5.01
净资产收益率（%）	8.01	6.81	7.50
长期债务资本化比率（%）	43.63	38.38	34.96
全部债务资本化比率（%）	52.69	48.59	45.86
资产负债率（%）	77.27	75.13	72.63
流动比率（%）	154.58	152.87	137.80
速动比率（%）	57.23	60.65	56.80
经营现金流动负债比（%）	0.11	3.95	6.43
现金短期债务比（倍）	1.96	1.85	1.46
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.66	3.14
全部债务/EBITDA（倍）	8.16	8.10	7.32

注：1. 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；2. 合并口径其他流动负债中的有息部分已计入短期债务中测算，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已计入长期债务中测算；3. 2021—2023 年末，所有者权益中分别包含含权债券 96.42 亿元、126.89 亿元、130.59 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（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	124.87	108.73	133.61
应收账款（亿元）	2.72	0.50	11.81
其他应收款（亿元）	98.62	188.75	154.24
存货（亿元）	0.00	1.42	0.24
长期股权投资（亿元）	144.98	186.91	260.36
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	380.20	502.75	570.99
实收资本（亿元）	28.63	30.05	30.04
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	185.78	243.34	239.54
短期债务（亿元）	40.62	6.62	24.52
长期债务（亿元）	0.00	55.05	81.32
全部债务（亿元）	40.62	61.67	105.84
营业总收入（亿元）	39.17	115.92	151.75
营业成本（亿元）	34.46	105.84	142.60
其他收益（亿元）	0.85	0.86	2.87
利润总额（亿元）	12.77	46.80	18.99
EBITDA（亿元）	18.80	52.23	23.99
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	41.48	132.68	158.22
经营活动现金流入小计（亿元）	1752.72	1920.60	1830.57
经营活动现金流量净额（亿元）	61.75	-46.90	64.61
投资活动现金流量净额（亿元）	-40.53	-0.55	-72.36
筹资活动现金流量净额（亿元）	60.25	30.60	7.39
财务指标			
销售债权周转次数（次）	25.12	71.61	24.61
存货周转次数（次）	49.62	149.25	172.11
总资产周转次数（次）	0.12	0.26	0.28
现金收入比（%）	105.90	114.46	104.27
营业利润率（%）	11.94	8.63	5.98
总资本收益率（%）	8.05	17.33	6.95
净资产收益率（%）	6.57	19.49	7.93
长期债务资本化比率（%）	0.00	18.45	25.34
全部债务资本化比率（%）	17.94	20.22	30.64
资产负债率（%）	51.14	51.60	58.05
流动比率（%）	116.62	148.56	120.93
速动比率（%）	116.62	147.87	120.84
经营现金流动负债比（%）	31.80	-22.98	25.83
现金短期债务比（倍）	3.07	16.43	5.45
EBITDA 利息倍数（倍）	3.12	9.62	4.80
全部债务/EBITDA（倍）	2.16	1.18	4.41

注：1. 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；2. 长期应付款中的有息部分已计入长期债务中测算；3. 2021—2023 年末，所有者权益中分别包含含权债券 96.42 亿元、126.89 亿元、130.59 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	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

跟踪评级安排

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

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

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

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。