

厦门建发股份有限公司

2024 年度第二期中期票据

信用评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕10125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 年度第二期中期票据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 年度第二期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二四年十月三十日

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 年度第二期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/30

债项概况

本期债项基础发行规模 0 亿元，发行规模上限为 15 亿元（含 15 亿元）。本期债项分为两个品种，品种一初始发行规模为不超过 9 亿元（含 9 亿元），期限为 3+N（3）年；品种二初始发行规模为不超过 6 亿元（含 6 亿元），期限为 5+N（5）年；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制；于厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”）依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期债项每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；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；募集资金扣除发行费用后用于补充公司本部及子公司营运资金需求。本期债项无担保。

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的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，2023 年以来出现亏损，后续业绩改善情况有待关注。公司逐步完善内控体系建设，内部管理制度较为健全，但下属子公司众多，且近期完成重大重组，管理难度相应增大。财务方面，公司盈利能力很强；资产质量良好；权益稳定性较弱；整体债务负担较重，偿债指标表现良好。

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。本期债项的发行对现有债务结构影响不大，公司经营活动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：无调整。

外部支持调整：无调整。

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，房地产行业景气度下行导致去化困难，公司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2024年6月底，公司所有者权益2291.77亿元，其中少数股东权益占比为69.13%，其他权益工具占比为7.11%，未分配利润占比为19.58%。
- **重大重组带来的经营及财务风险。**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年及2024年上半年受非经常损益影响，美凯龙出现亏损，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、打分表及结果

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

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

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：不适用。

主要财务数据

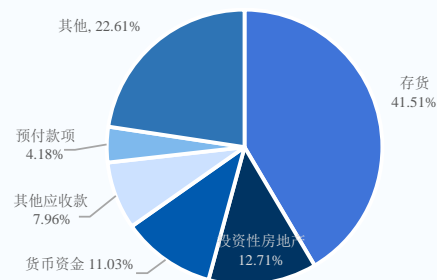
合并口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年6月
现金类资产(亿元)	910.44	985.77	1011.92	1063.99
资产总额(亿元)	6024.59	6647.54	8208.52	9023.09
所有者权益(亿元)	1369.18	1653.44	2246.39	2291.77
短期债务(亿元)	465.08	532.75	695.39	1245.53
长期债务(亿元)	1059.67	1029.96	1207.35	1301.64
全部债务(亿元)	1524.74	1562.72	1902.74	2547.17
营业总收入(亿元)	7078.44	8328.12	7636.78	3190.15
利润总额(亿元)	158.02	161.74	207.92	26.76
EBITDA(亿元)	186.83	193.03	259.92	--
经营性净现金流(亿元)	4.09	154.89	293.95	-221.12
营业利润率(%)	3.44	3.58	4.13	4.39
净资产收益率(%)	8.01	6.81	7.50	--
资产负债率(%)	77.27	75.13	72.63	74.60
全部债务资本化比率(%)	52.69	48.59	45.86	52.64
流动比率(%)	154.58	152.87	137.80	135.28
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	0.85
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	2024年6月
资产总额(亿元)	380.20	502.75	570.99	718.50
所有者权益(亿元)	185.78	243.34	239.54	259.91
全部债务(亿元)	40.62	61.67	105.84	224.14
营业总收入(亿元)	39.17	115.92	151.75	48.19
利润总额(亿元)	12.77	46.80	18.99	7.30
资产负债率(%)	51.14	51.60	58.05	63.83
全部债务资本化比率(%)	17.94	20.22	30.64	46.31
流动比率(%)	116.62	148.56	120.93	125.09
经营现金流动负债比(%)	31.80	-22.98	25.83	--

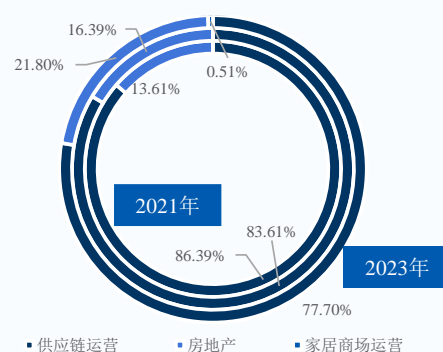
注：1. 公司2024年半年度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 合并口径其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，长期应付账款和其他非流动负债中的有息部分已计入长期债务；母公司长期应付账款中的有息部分已计入长期债务；4. 2021—2023年末及2024年6月末，所有者权益中分别包含含权债券96.42亿元、126.89亿元、130.59亿元和163.04亿元

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表及公司提供资料整理

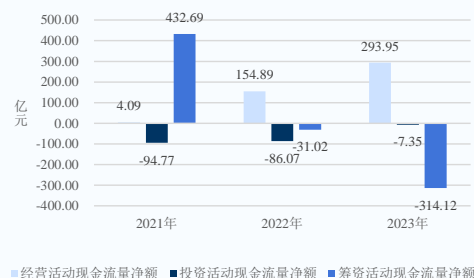
2023年底公司资产构成



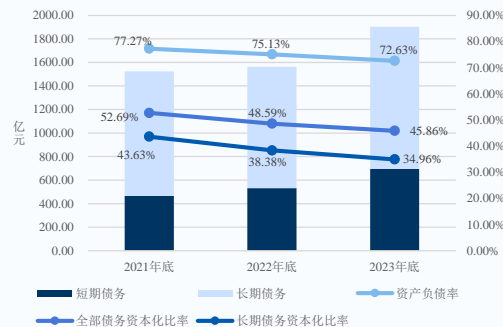
2021—2023年公司收入构成



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
浙江国贸	AAA	7.70	7.78	1617.16	498.81	974.28	39.50	4.31	69.16	60.78	10.32	3.14

注：象屿集团为厦门象屿集团有限公司；浙江国贸为浙江省国际贸易集团有限公司；象屿集团和浙江国贸有息债务未经调整

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	2024/07/01	邢霖雪 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

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2024年6月底，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、房地产和家居商场运营，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，公司实现营业总收入7636.78亿元，利润总额207.92亿元。

截至2024年6月底，公司合并资产总额9023.09亿元，所有者权益2291.77亿元（含少数股东权益1584.34亿元）；2024年1-6月，公司实现营业总收入3190.15亿元，利润总额26.76亿元。

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：林茂。

二、本期债项概况

公司拟发行“厦门建发股份有限公司2024年度第二期中期票据”（以下简称“本期债项”），本期债项基础发行规模0亿元，发行规模上限为15亿元（含15亿元）。本期债项分为两个品种，品种一初始发行规模为不超过9亿元（含9亿元），品种二初始发行规模为不超过6亿元（含6亿元），公司与主承销商有权根据簿记建档情况对本期债项各品种最终发行规模进行回拨调整，即减少其中一个品种发行规模，同时增加另一个品种发行规模；两个品种间可以进行双向回拨，回拨比例不受限制，两个品种的最终发行规模合计不超过人民币15亿元。品种一期限为3+N（3）年，品种二期限为5+N（5）年期，于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期债项募集资金扣除发行费用后用于补充公司本部及子公司营运资金需求。本期债项无担保。本期债项在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

本期债项在公司依据发行条款的约定赎回时到期。每个票面利率重置日为赎回日（如遇法定节假日或休息日，则顺延至其后的第一个工作日，顺延期间不另计息）。

在赎回选择权方面，每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期债项。如公司选择赎回，则于赎回日前20个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《提前赎回公告》；如公司选择不赎回，则于付息日前20个工作日，由公司通过交易商协会认可的网站披露《债券票面利率以及幅度调整的公告》。

在偿付顺序方面，本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于其他同类债务融资工具。

利率方面：

品种一：前3个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定，在前3个计息年度内保持不变；前3个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差²；第3个计息年度末为首个票面利率重置日，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满3年的对应日（如遇法定节假日，则顺延至其后的1个工作日，顺延期间不

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站（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。

另计息)。若公司选择不赎回本期债项,则从第4个计息年度开始,每3年票面利率调整为当期基准利率³加上初始利差再加上300个基点。票面利率公式为:当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs,在之后的3个计息年度内保持不变,加点后的票面利率以10%为限。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,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

品种二:前5个计息年度的票面利率将通过簿记建档、集中配售方式确定,在前5个计息年度内保持不变;前5个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差;第5个计息年度末为首个票面利率重置日,自第6个计息年度起,每5年重置一次票面利率。票面利率重置日为首个票面利率重置日起每满5年的对应日(如遇法定节假日,则顺延至其后的1个工作日,顺延期间不另计息)。若公司选择不赎回本期债项,则从第6个计息年度开始,每5年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上300个基点。票面利率公式为:当期票面利率=当期基准利率+初始利差+300BPs,在之后的5个计息年度内保持不变,加点后的票面利率以10%为限。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,票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

在递延利息支付方面,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;前述利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。如公司选择利息递延支付,则于付息日前10个工作日,由公司通过交易商协会认可的网站披露《利息递延支付公告》。

强制付息事件是指已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前,如果公司向普通股股东分红(国有独资企业上缴利润除外)或减少注册资本(股权激励导致的减资事项除外),公司不得递延支付当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。公司有利息递延支付的情形时,在已递延利息及其孳息全部清偿完毕之前,不得向普通股股东分红(国有独资企业上缴利润除外)或减少注册资本(股权激励导致的减资事项除外)。如果发生强制付息事件时公司仍未付息,或公司违反利息递延下的限制事项,本期债项的主承销商将召集持有人会议,由持有人会议达成相关决议。

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。

基于以上条款,可得出以下结论:

(1) 本期债项的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还普通债务。

(2) 本期债项如不赎回,品种一从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点,在之后3个年度内保持不变;品种二从第6个计息年开始每5年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点,在之后5个年度内保持不变。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,公司选择赎回的可能性大。

(3) 利息递延方面,2022—2024年,公司分别派发现金红利18.04亿元、24.04亿元和21.03亿元。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。

综上所述,本期债项具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点,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较小;公司历史经营状况良好,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

2024年上半年,外部环境复杂性、严峻性、不确定性明显上升,国内结构调整持续深化等带来新挑战,经济增速有所回落,随着逆周期调控政策加力,经济整体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和4月政治局会议精神,积极财政和稳健货币靠前发力,落实大规模设备更新和消费品以旧换新,落实增发国债,调整房地产政策。

2024年上半年,国民经济运行总体平稳。上半年国内生产总值61.7万亿元,同比增长5.0%。二季度国内生产总值同比增长4.7%,增速比一季度有所回落;增速回落有雨涝灾害多发等短期因素的影响,也反映出当前困难挑战有所增多,国内有效需求不足、大循环不畅等问题。信用环境方面,上半年稳健的货币政策灵活适度、精准有效,强化逆周期调节,货币信贷和社会融资规模

³ 当期基准利率为票面利率重置日前5个工作日中国债券信息网(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3年的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到0.01%)。

合理增长，综合融资成本稳中有降，流动性合理充裕。下半年，货币政策将加快完善中央银行制度，推进货币政策框架转型；保持融资和货币总量合理增长，充实货币政策工具箱；把握好利率、汇率内外均衡，深入推进利率市场化改革；完善债券市场法制，夯实公司信用类债券的法制基础。

展望下半年，党的二十届三中全会对进一步全面深化改革、推进中国式现代化作出了战略部署，进一步凝聚社会共识、解放和发展社会生产力。要完成全年经济增长目标，就要进一步加大逆周期调节力度，用好用足增发国债，继续降低实体经济融资成本，扩大消费，优化房地产政策。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024年半年报）》](#)。

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，2024年上半年，得益于外需回暖及国内稳外贸政策持续显效，中国进出口贸易增速同比回升，进口增速仍低于出口增速，国内需求对进口的拉动作用仍然偏弱。进出口贸易国家框架基本稳定，中国对东盟等发展中经济体出口态势明显好于对美欧等发达经济体，进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比近六成，大宗商品如铁矿砂、煤、天然气等进口量同比增加。

大宗商品贸易方面，2024年上半年，中国固定资产投资增速放缓，房地产开发投资尚未出现明显好转迹象，行业景气度仍较低，基建投资增速未达预期，钢材等产品价格整体呈下跌态势；受地缘政治、原油供应及对美联储降息预期的增长影响，原油价格呈震荡态势；煤炭价格受供需格局仍偏宽松影响，整体呈下跌态势。

预计2024年下半年，世界经济保持温和复苏，部分主要经济体补库存周期持续，消费电子等行业上行周期有望延续，有利于中国外需改善，中国进出口增速将保持稳健。但同时，美国大选关税争论、人民币下半年升值、内需偏弱等因素或将对进出口贸易产生不利影响。大宗商品市场将受货币政策、地缘政治、国内地产行业政策等影响持续调整。详见[《2024年上半年贸易行业研究》](#)。

（2）房地产行业

2024年上半年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下销售降幅有所收窄，但库存去化压力持续加大，短期内去库存仍是行业重点。融资层面继续推动已出台金融政策的落地见效，但行业融资未显著改善，房企存活关键仍在于销售端的回暖和自身造血能力的恢复，大部分房企生存压力仍较大。宽松政策仅阶段性刺激了市场需求，持续性的需求端信心修复仍需一定时间。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，加之受宏观经济增速放缓、房地产行业周期性波动影响，美凯龙经营业绩持续下滑，并于 2023 年和 2024 年上半年出现亏损，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，2024 年，公司房地产子公司与美凯龙家居商场在多城市开展营销合作，依托于公司楼盘和美凯龙家居卖场资源，共同为客户提供一站式装修服务。但近年来受宏观经济增速放缓、房地产行业周期性波动影响，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；利润总额亦持续下降，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，2024 年上半年受上述因素影响仍然亏损（利润总额-14.09 亿元），后续经营业绩改善情况有待关注。

截至 2024 年 6 月底，美凯龙资产总额 1182.66 亿元，所有者权益 514.04 亿元，负债总额 668.62 亿元。由于美凯龙资产及经营规模较大，建发股份管理难度相应增加。

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销需求，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”，2023年底公司持股比例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（2023年底公司持股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2024年6月底，美凯龙经营85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），267家委管商场，7家战略合作商场，49个特许经营家居建材项目，共包括439家家居建材店/产业街，覆盖中国30个省、直辖市、自治区的210个城市，商场总经营面积2120.14万平方米，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2024年6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。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%。

公司董事长林茂达先生，1968年出生，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、建发股份证券部经理、董事会秘书、副总经理、总经理。

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9月5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10月24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，管理难度较大。

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，再报各企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。2024年上半年，公司营业总收入同比有所下降，综合毛利率有所增长。

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，主要系受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。

2024年1-6月,公司实现营业总收入3190.15亿元,同比下降16.80%,主要系供应链业务收入下降所致;综合毛利率为4.78%,较上年同期增加1.97个百分点,主要系供应链业务毛利率上升以及家居商场运营毛利率较高所致。

图表1·2021-2023年及2024年1-6月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			2024年1-6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营	6115.39	86.39%	1.49%	6963.19	83.61%	1.68%	5933.66	77.70%	2.04%	2635.69	82.62%	2.27%
房地产	963.05	13.61%	16.76%	1364.93	16.39%	14.64%	1664.50	21.80%	11.51%	512.21	16.06%	13.13%
家居商场运营	--	--	--	--	--	--	38.61	0.51%	52.70%	42.25	1.32%	59.69%
合计	7078.44	100.00%	3.57%	8328.12	100.00%	3.80%	7636.78	100.00%	4.36%	3190.15	100.00%	4.78%

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;2024年上半年,受宏观经济形势、大宗商品价格波动及传统汽车行业疲软影响,公司供应链业务收入及利润较上年同期均有所下降。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。2024年1-6月,供应链运营业务收入同比下降24.81%,实现业务分部归母净利润14.21亿元,同比下降15.07%,主要由于受宏观经济形势、大宗商品价格波动及传统汽车行业疲软影响,公司部分大宗商品集采分销业务和汽车销售业务利润较上年同期下降所致。

图表 3 • 2021—2023 年及 2024 年 1—6 月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			2024 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
境内	5062.69	82.78%	1.49%	5571.10	80.01%	1.67%	4449.01	74.98%	1.94%	2091.10	79.34%	2.14%
境外	1052.84	17.22%	1.49%	1392.15	19.99%	1.71%	1484.66	25.02%	2.31%	544.58	20.66%	2.79%
合计	6115.52	100.00%	1.49%	6963.25	100.00%	1.68%	5933.66	100.00%	2.04%	2635.68	100.00%	2.27%

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量波动下降，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：公司提供

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铝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。2024 年上半年，公司房地产业务收入同比增长，合同销售金额和销售面积同比有所下降。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%

注：2023 年，联发集团营业利润出现亏损，主要系计提资产减值损失所致，净利润为 1.08 亿元，主要系联发集团确认美凯龙重组收益所致
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。2024 年上半年，公司全口径拿地金额合计约 387.62 亿元，其中一、二线城市拿地金额占比约 98%。

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；2024 年 1—6 月，建发房地产和联发集团权益口径新开工面积和权益口径竣工面积同比均有所增长。截至 2024 年 6 月底，建发房地产在建项目总投资规模为 3933.09 亿元（并表项目按 100% 列示，非并表项目按股比列示），尚需投资规模为 989.98 亿元，联发集团在建项目总投资规模为 611.35 亿元（并表项目按 100% 列示，非并表项目按股比列示），尚需投资规模为 141.62 亿元，公司在建项目尚需投资规模大。

销售方面，2021—2023年，公司房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，公司在二、三线城市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，公司房地产业务毛利率持续下降，但回款比例有所提升。2024年1—6月，建发房地产和联发集团的合同销售金额、合同销售面积同比均有所下降；公司房地产业务分部合计实现合同销售金额742.68亿元（全口径）（已剔除部分建发房产与联发集团合作项目的重复数据）；全口径销售回款约717.04亿元，回款比例约97%。房地产业务实现收入512.21亿元，同比增长55.63%。

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。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地产市场行情，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；公司2023年披露了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）的相关数据，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，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，政府再根据与公司签订的协议支付相应的项目改造费用。公司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年及2024年上半年，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，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，美凯龙营业收入及毛利率持续下降；受计提减值、公允价值变动以及停止部分回报率不及预期的项目影响，美凯龙净利润出现亏损，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。2024 年 1—6 月，美凯龙实现营业总收入 42.25 亿元，同比下降 25.35%；由于美凯龙计提公允价值变动损失（9.19 亿元）、信用减值损失（4.62 亿元）和营业外支出（1.50 亿元，主要为因项目终止事项产生的预计损失等），利润总额为-14.09 亿元。

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 2024 年 6 月底，尚需投资金额合计 55.08 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，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	厦门象屿集团有限公司	浙江省国际贸易集团有限公司
销售债权周转次数（次）	43.12	28.49	7.70
存货周转次数（次）	2.00	4.84	7.78
总资产周转次数（次）	1.03	1.57	0.61
净营业周期（天）	163.53	70.17	50.35
风险敞口（倍）	0.65	0.35	0.28
资产减值损失率	-0.70%	-0.40%	-0.23%

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，有望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；公司提供的 2024 年半年度财务报表未经审计。

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较 2022 年底新增 430 家，减少 40 家；截至 2024 年 6 月底，公司合并范围子公司合计 1542 家，较 2023 年底新增 59 家，减少 23 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。

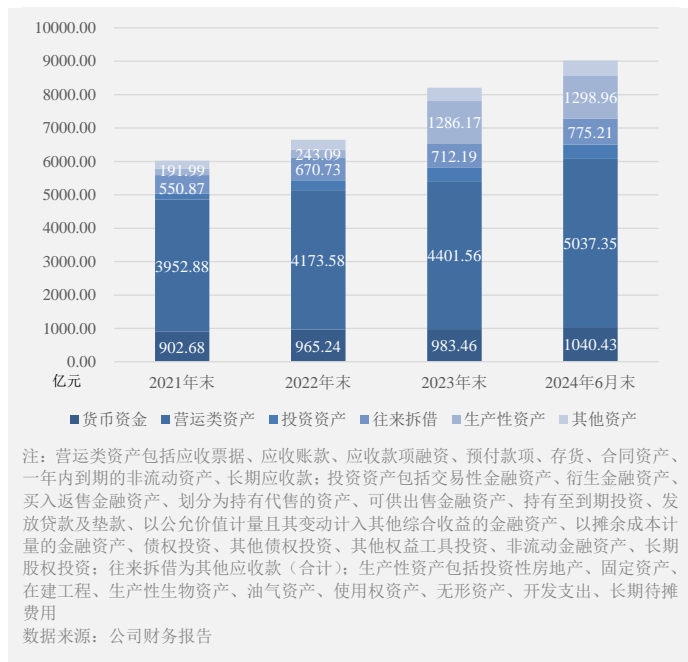
1 资产质量

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计量，可能对资产价值和收益带来不确定性。

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。

截至 2024 年 6 月底，公司合并资产总额 9023.09 亿元，较上年底增长 9.92%，主要系主业拓展带动存货、应收账款、预付账款和其他应收款增加所致，资产结构较上年底变化不大，存货和投资性房地产受限比例较高。

图表 11 • 公司各类资产变化情况



图表 12 • 2024 年 6 月末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占总资产比例	受限原因
货币资金	152.15	1.69%	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	0.03	0.00%	已背书但尚未到期的应收票据
存货	561.36	6.22%	抵押借款、期货交易质押
其他流动资产	0.14	0.002%	存出担保保证金
债权投资	1.05	0.01%	大额存单质押借款
长期股权投资	1.67	0.02%	质押借款
投资性房地产	889.01	9.85%	借款、CMBS、融资租赁、债券抵押
固定资产	36.25	0.40%	抵押借款
无形资产	5.38	0.06%	抵押借款
其他权益工具投资	3.23	0.04%	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、少数股东权益和其他权益工具占比高，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 2024 年 6 月底，公司所有者权益 2291.77 亿元，较上年底增长 2.02%，其中，归属于母公司所有者权益占比为 30.87%，少数股东权益占比为 69.13%；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所有者权益的比例为 1.31%、2.10%、7.11%和 19.58%，所有者权益结构稳定性较弱。

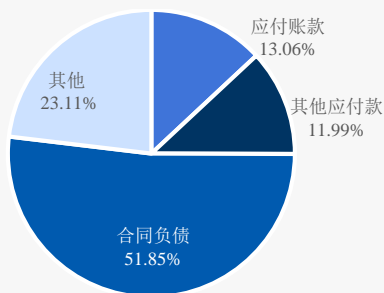
(2) 负债

2021 年以来，公司负债规模持续增长，整体债务负担较重。

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。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。截至 2024 年 6 月底，公司负债总额 6731.32 亿元，较上年底增长 12.90%，主要系银行借款、应付票据和合同负债增加所致；全部债务 2547.17 亿元，较上年底增长 33.87%；全部债务占同期末负债总额的 37.84%，其中银行借款约占 72%、发行债券约占 19%、非标融资约占 2%；债务结构方面，短期债务占 48.90%。

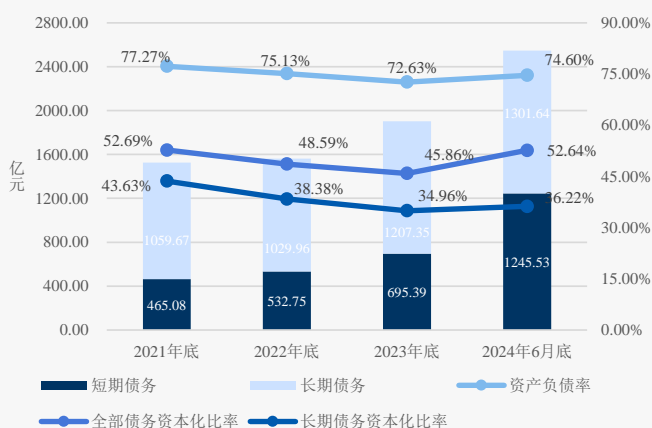
从债务指标来看，2021—2023 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.22%、49.01%和 38.74%，债务负担较重。截至 2024 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.60%、52.64%和 36.22%，较上年底分别提高 1.97 个百分点、6.78 个百分点和 1.27 个百分点。

图表 13 • 2023 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 14 • 公司有息债务情况



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

截至 2024 年 6 月底，公司债务期限主要分布于 1 年以内和 1~5 年。

图表 15 • 截至 2024 年 6 月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	421.58	--	--	421.58
应付票据	568.62	--	--	568.62
一年内到期的非流动负债	211.48	--	--	211.48
其他流动负债	43.85	--	--	43.85
长期借款	--	579.19	115.94	695.13
应付债券	--	240.37	190.27	430.64
租赁负债	--	18.27	11.64	29.90
其他非流动负债	--	135.76	10.20	145.96
合计	1245.53	973.59	328.05	2547.17
占比	48.90%	38.22%	12.88%	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	厦门象屿集团有限公司	浙江省国际贸易集团有限公司
资产负债率	72.63%	73.61%	69.16%
全部债务资本化比率	45.86%	60.74%	60.78%

注：厦门象屿集团有限公司与浙江省国际贸易集团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 年受发生一次性重组收益影响，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。2024 年上半年，受供应链业务盈利下降以及美凯龙业绩尚未恢复影响，公司利润总额同比下降幅度较大。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。

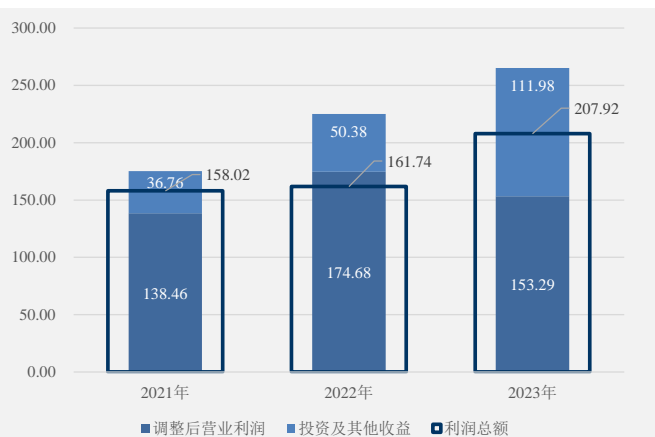
图表17·公司盈利能力情况（单位：亿元）

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

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

2024年1—6月，公司实现营业总收入3190.15亿元，同比下降16.80%，主要系供应链业务收入下降所致；2024年1—6月，实现利润总额26.76亿元，同比下降34.01%，主要系供应链业务利润下降及美凯龙亏损所致。

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	厦门象屿集团有限公司	浙江省国际贸易集团有限公司
营业总收入（亿元）	7636.78	4904.98	974.28
调整后营业利润率	2.01%	0.27%	4.31%
总资产报酬率	3.01%	1.85%	4.15%
净资产收益率	7.50%	1.14%	5.84%

资料来源：Wind，联合资信整理

4 现金流

2021—2023年，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	2024年1—6月
经营活动现金流入小计	9635.38	10135.23	9301.61	3681.79
经营活动现金流出小计	9631.29	9980.34	9007.66	3902.92
经营现金流量净额	4.09	154.89	293.95	-221.12
投资活动现金流入小计	351.57	477.26	615.56	135.06
投资活动现金流出小计	446.34	563.33	622.91	179.98
投资活动现金流量净额	-94.77	-86.07	-7.35	-44.91
筹资活动前现金流量净额	-90.68	68.83	286.60	-266.04

筹资活动现金流入小计	2852.72	2650.41	2333.66	1455.08
筹资活动现金流出小计	2420.03	2681.42	2647.78	1162.41
筹资活动现金流量净额	432.69	-31.02	-314.12	292.66
现金收入比	122.56%	112.76%	105.87%	106.85%
现金及现金等价物净增加额	344.70	38.30	-28.22	28.65

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2024年1—6月，公司经营活动现金净流出221.12亿元，上年同期为净流入233.85亿元，变化主要系房地产业务销售回款减少和支付地价款金额增加所致；投资活动现金流量净流出同比有所收窄，主要系公司支付的股权投资款较上年同期下降，以及房地产业务收回合作项目往来款金额较上年同期增加所致；筹资活动现金流量净额同比有所增加，主要系公司取得借款、发行永续债金额增加所致。

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%
	经营现金流动负债比	0.11%	3.95%	6.43%
	经营现金/短期债务（倍）	0.01	0.29	0.42
	现金短期债务比（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）	0.003	0.10	0.15
	EBITDA 利息倍数（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

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良好。

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	厦门象屿集团有限公司	浙江省国际贸易集团有限公司
经营现金流动负债比	6.43%	4.44%	9.12%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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2024年6月底，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0.19亿元。

对外担保方面，截至2024年6月底，下属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21.06亿元。除担保业务外，截至2024年6月底，公司对外提供担保40.74亿元，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1.42亿元，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38.36亿元，单笔最高金额为7.44亿元。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859.17亿元，其中联发集团为229.58亿元，建发房地产为629.59亿元。

银行授信方面，截至2024年6月底，公司获得银行授信总额4438.92亿元，尚未使用额度1895.51亿元，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 2024 年 6 月底，本部权益结构稳定性尚可；本部有息债务较上年底增长 111.77%，主要系短期借款、应付票据和应付账款季节性增加和发行超短期融资券所致；本部资产负债率为 63.83%，较 2023 年底增加 5.78 个百分点，本部全部债务资本化比率 46.31%，较 2023 年底增加 15.66 个百分点，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企业的社会责任，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，2023 年，公司环保总投入 3789 万元，公司下属 100% 生产型企业通过 ISO14001 环境管理体系认证，逐步提升 ISO14001 环境管理体系认证覆盖的主体比例；下属生产型企业均达成年度单位产品耗水量目标；此外，公司积极开展绿色循环经济业务，公司回收废钢资源不低于 45 万吨、废铝资源不低于 3.5 万吨，回收利用的废纸不低于 35 万吨；联合资信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，公司为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人；注重员工安全及公平雇佣，2023 年末女性员工占比 61.98%；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；2023 年安全生产投入 436 万元，联合资信未发现公司近三年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，获评第五届新财富“最佳 ESG 实践奖”、《中国证券报》“国新杯·ESG 金牛奖百强”、2022 年度 Wind ESG 行业最佳实践奖。

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。

公司本期债项最大发行规模为 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。

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发行后长期债务保障能力强。

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

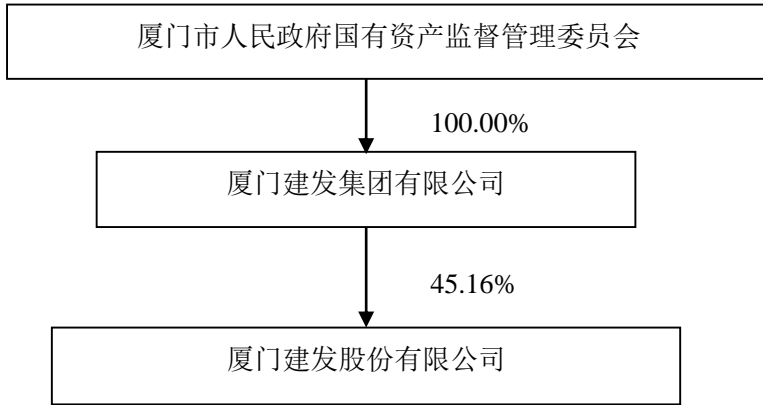
项目	2023 年
发行后长期债务* (亿元)	1222.35
经营现金流入/发行后长期债务 (倍)	7.61
经营现金/发行后长期债务 (倍)	0.24
发行后长期债务/EBITDA (倍)	4.70

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

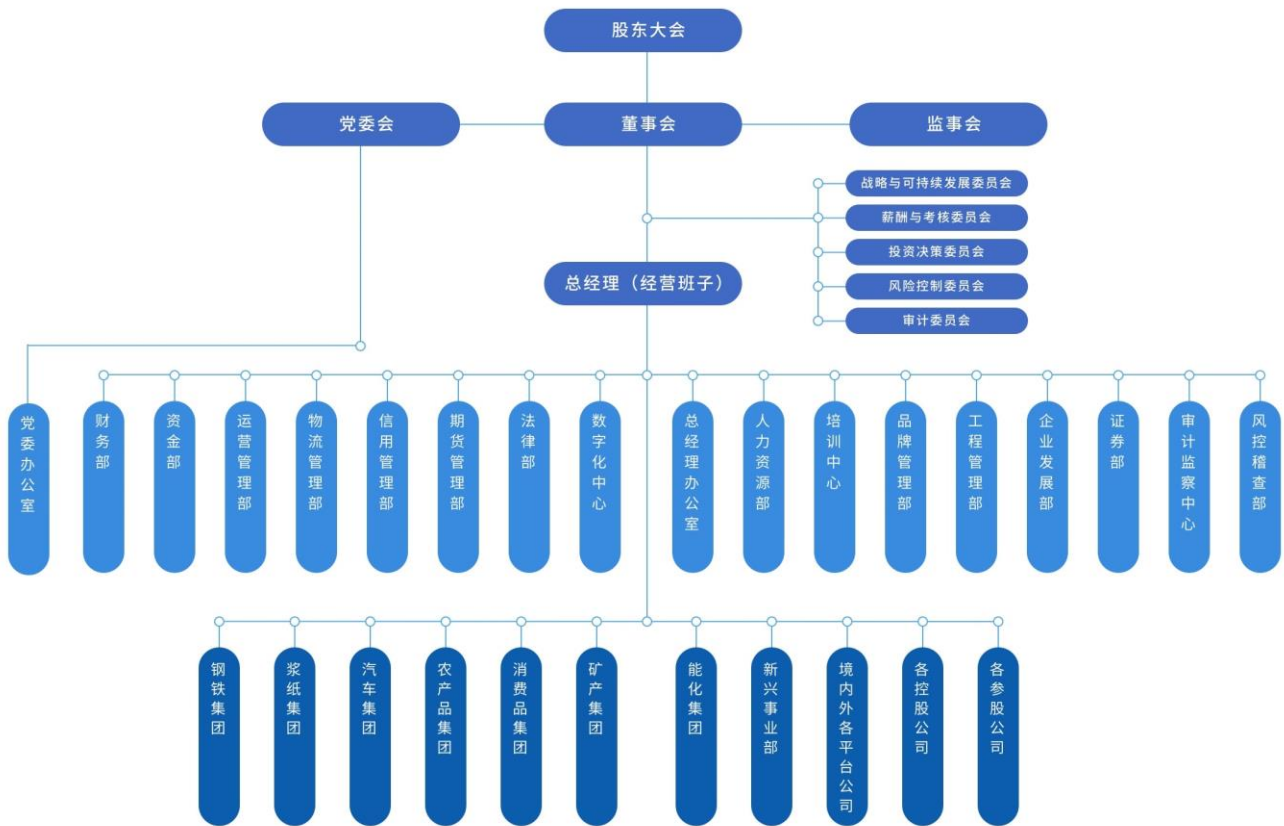
基于对公司经营风险、财务风险及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 6 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 6 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

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	2024 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	910.44	985.77	1011.92	1063.99
应收账款（亿元）	82.26	132.10	209.23	292.23
其他应收款（亿元）	550.87	670.73	712.19	775.21
存货（亿元）	3468.25	3615.01	3701.86	4192.64
长期股权投资（亿元）	145.94	244.75	354.97	371.00
固定资产（亿元）	28.13	36.01	82.90	100.54
在建工程（亿元）	1.57	27.35	1.79	2.46
资产总额（亿元）	6024.59	6647.54	8208.52	9023.09
实收资本（亿元）	28.63	30.05	30.04	30.04
少数股东权益（亿元）	860.74	1068.64	1551.28	1584.34
所有者权益（亿元）	1369.18	1653.44	2246.39	2291.77
短期债务（亿元）	465.08	532.75	695.39	1245.53
长期债务（亿元）	1059.67	1029.96	1207.35	1301.64
全部债务（亿元）	1524.74	1562.72	1902.74	2547.17
营业总收入（亿元）	7078.44	8328.12	7636.78	3190.15
营业成本（亿元）	6825.85	8011.47	7304.08	3037.70
其他收益（亿元）	4.72	8.87	9.45	5.00
利润总额（亿元）	158.02	161.74	207.92	26.76
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	3408.74
经营活动现金流入小计（亿元）	9635.38	10135.23	9301.61	3681.79
经营活动现金流量净额（亿元）	4.09	154.89	293.95	-221.12
投资活动现金流量净额（亿元）	-94.77	-86.07	-7.35	-44.91
筹资活动现金流量净额（亿元）	432.69	-31.02	-314.12	292.66
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	106.85
营业利润率（%）	3.44	3.58	4.13	4.39
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	36.22
全部债务资本化比率（%）	52.69	48.59	45.86	52.64
资产负债率（%）	77.27	75.13	72.63	74.60
流动比率（%）	154.58	152.87	137.80	135.28
速动比率（%）	57.23	60.65	56.80	55.29
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	0.85
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. 公司 2024 年半年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. 合并口径其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，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；4. 2021—2023 年末及 2024 年 6 月末，所有者权益中分别包含含权债券 96.42 亿元、126.89 亿元、130.59 亿元和 163.04 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	2024 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	124.87	108.73	133.61	122.95
应收账款（亿元）	2.72	0.50	11.81	10.23
其他应收款（亿元）	98.65	188.75	155.45	310.01
存货（亿元）	0.00	1.42	0.24	0.74
长期股权投资（亿元）	144.98	186.91	260.36	265.29
固定资产（亿元）	0.53	0.45	0.11	0.10
在建工程（亿元）	/	0.16	/	/
资产总额（亿元）	380.20	502.75	570.99	718.50
实收资本（亿元）	28.63	30.05	30.04	30.04
少数股东权益（亿元）	/	/	/	/
所有者权益（亿元）	185.78	243.34	239.54	259.91
短期债务（亿元）	40.62	6.62	24.52	121.33
长期债务（亿元）	0.00	55.05	81.32	102.81
全部债务（亿元）	40.62	61.67	105.84	224.14
营业总收入（亿元）	39.17	115.92	151.75	48.19
营业成本（亿元）	34.46	105.84	142.60	45.94
其他收益（亿元）	0.85	0.86	2.87	1.58
利润总额（亿元）	12.77	46.80	18.99	7.30
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	58.72
经营活动现金流入小计（亿元）	1752.72	1920.60	1830.57	454.51
经营活动现金流量净额（亿元）	61.75	-46.90	64.61	-57.01
投资活动现金流量净额（亿元）	-40.53	-0.55	-72.36	-35.13
筹资活动现金流量净额（亿元）	60.25	30.60	7.39	100.10
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	121.84
营业利润率（%）	11.94	8.63	5.98	4.61
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	28.34
全部债务资本化比率（%）	17.94	20.22	30.64	46.31
资产负债率（%）	51.14	51.60	58.05	63.83
流动比率（%）	116.62	148.56	120.93	125.09
速动比率（%）	116.62	147.87	120.84	124.89
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	1.01
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. 公司 2024 年半年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. 母公司长期应付款中的有息部分已计入长期债务；4. 2021—2023 年末及 2024 年 6 月末，所有者权益中分别包含含权债券 96.42 亿元、126.89 亿元、130.59 亿元和 163.04 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

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“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。