

厦门建发股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕3932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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门建发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 建发 Y3”“22 建发 Y4”“23 建发 MTN001”“23 建发 Y1”“23 建发 Y2”“24 建发 Y1”“24 建发 Y2”“24 建发 Y4”“24 建发 Y5”“24 建发 MTN002”和“25 建发 MTN001”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：

二〇二五年六月十三日

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

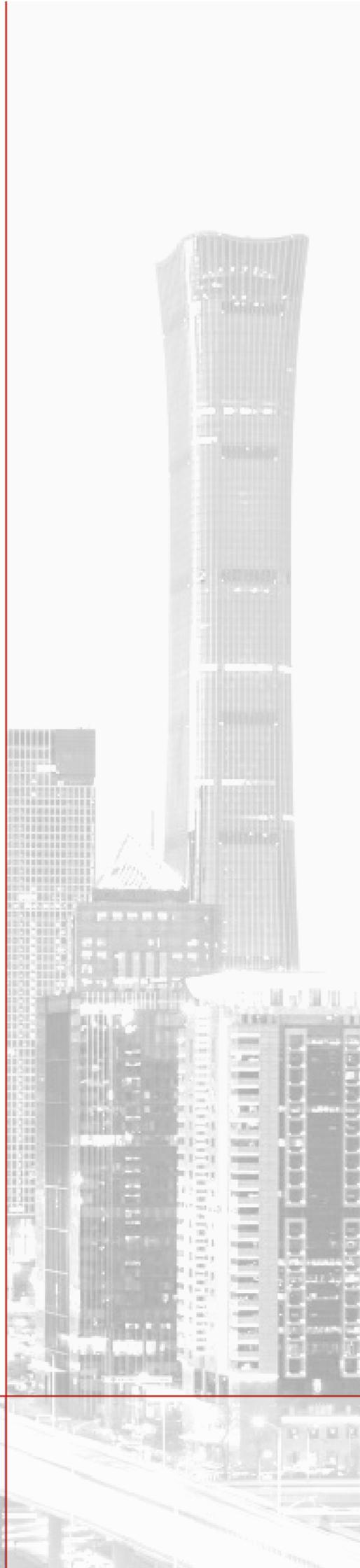
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



厦门建发股份有限公司

2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
厦门建发股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
22 建发 Y3/22 建发 Y4/23 建发 MTN001/23 建发 Y1/23 建发 Y2/24 建发 MTN002/24 建发 Y1/24 建发 Y2/24 建 发 Y4/24 建发 Y5/25 建发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/13

评级观点

厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”）是以供应链运营、房地产与家居商场运营为主业的上市公司，其中供应链运营业务在经营规模、业务网络、运营价值链等方面具有极强的竞争优势，2024 年，因大宗商品市场行情变化、公司收缩部分商品贸易规模以及部分业务收入确认方式调整等因素综合影响，供应链运营分部收入及利润有所下降；房地产板块具备显著的区域品牌优势，综合开发实力强，开发项目及土地储备的区域分布情况较好，2024 年，公司放缓地产开工及土地投资规模，资金支出压力有所减轻，但受行业景气度低位运行影响，签约销售面积和金额有所下降，存货跌价准备计提规模同比增长且规模较大，需关注地产项目的去化和跌价风险；公司于 2023 年收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）新增家居商场运营业务，美凯龙家居商场管理规模大，但 2024 年商场数量、商场整体出租率及平均租金水平均有所下降，加之由此引起的投资性房地产公允价值下降，亏损额扩大，后续业绩改善情况有待关注。2024 年以来，公司部分董事、高级管理人员更替，作为国有控股上市公司，公司主要管理制度连续，管理运作正常。财务方面，2024 年，公司核心主营业务盈利能力仍较强，但资产减值损失、信用减值损失和公允价值变动损失对利润侵蚀加大；资产质量良好，但仍需关注房地产开发业务所形成存货的跌价风险以及往来款的回收风险；权益稳定性较弱，债务负担较重，偿债指标表现较好。

公司存续债券 22 建发 Y3、22 建发 Y4、23 建发 MTN001、23 建发 Y1、23 建发 Y2、24 建发 Y1、24 建发 Y2、24 建发 Y4、24 建发 Y5、24 建发 MTN002 和 25 建发 MTN001 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上述债券不赎回的可能性小。2024 年，公司经营活动现金流入量对待偿债券余额的保障程度高。

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，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。**厦门市是中国五大计划单列市之一，2024 年区域经济平稳发展，出口保持增长。经济特区的战略定位和稳定发展，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。**跟踪期内，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，仍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。根据克而瑞研究中心发布的“2024 年中国房地产企业销售榜”，按全口径销售金额计算，子公司建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房产”）位列全国第 7 名，排名较 2023 年提前 1 位。

关注

- **房地产业务未来去化情况有待关注。**2024年，公司房地产板块权益销售金额同比有所下降，其中主要经营主体建发国际投资集团有限公司（建发房产之子公司）、联发集团有限公司权益合同销售额之和同比下降23.76%。2024年，公司房地产业务计提存货跌价准备58.01亿元，较上年增长约97.92%。截至2024年底，公司存货中开发成本和开发产品分别为2539.96亿元和482.81亿元，未来去化及存货跌价风险有待关注。
- **债务负担较重。**截至2024年末，公司全部债务1907.99亿元，较上年底略有增长，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年底，公司所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具分别占68.45%、20.60%和6.75%，权益结构稳定性较弱。
- **资产减值、信用减值及投资性房地产公允价值变动对公司利润侵蚀大。**2024年，公司资产减值损失、信用减值损失、公允价值变动损益分别为-62.91亿元、-13.77亿元和-29.24亿元，对主营业务所获利润侵蚀大。

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：公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件

主要财务数据

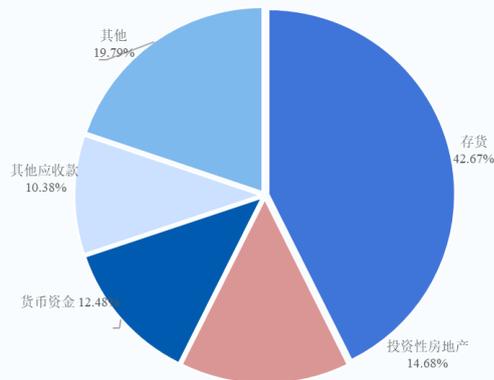
合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	985.77	1011.92	972.95	1175.49
资产总额（亿元）	6647.54	8208.52	7678.67	8566.14
所有者权益（亿元）	1653.44	2246.39	2281.58	2268.00
短期债务（亿元）	532.75	695.39	671.11	1232.97
长期债务（亿元）	1029.96	1207.35	1236.88	1151.37
全部债务（亿元）	1562.72	1902.74	1907.99	2384.34
营业总收入（亿元）	8328.12	7636.78	7012.96	1437.73
利润总额（亿元）	161.74	207.92	112.39	4.92
EBITDA（亿元）	193.03	259.92	193.23	--
经营性净现金流（亿元）	154.89	293.95	112.13	-57.31
营业利润率（%）	3.58	4.13	5.39	3.01
净资产收益率（%）	6.81	7.50	2.55	--
资产负债率（%）	75.13	72.63	70.29	73.52
全部债务资本化比率（%）	48.59	45.86	45.54	51.25
流动比率（%）	152.87	137.80	145.48	137.57
经营现金流动负债比（%）	3.95	6.43	2.82	--
现金短期债务比（倍）	1.85	1.46	1.45	0.95
EBITDA 利息倍数（倍）	2.66	3.14	2.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.10	7.32	9.87	--

公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	502.75	570.99	658.57	881.76
所有者权益（亿元）	243.34	239.54	283.68	271.96
全部债务（亿元）	61.67	105.84	116.52	291.41
营业总收入（亿元）	115.92	151.75	64.14	25.67
利润总额（亿元）	46.80	18.99	44.82	10.12
资产负债率（%）	51.60	58.05	56.92	69.16
全部债务资本化比率（%）	20.22	30.64	29.12	51.73
流动比率（%）	148.56	120.93	127.63	110.77
经营现金流动负债比（%）	-22.98	25.83	11.80	--

注：1. 公司 2025 年一季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、其他非流动负债和长期应付款中的有息部分；公司本部其他流动负债和长期应付款中的有息部分已计入债务

资料来源：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

2024 年底公司资产构成



2023—2024 年公司收入构成



2023—2024 年公司现金流情况



2023—2024 年底公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
22 建发 Y3	10.00	10.00	2025-06-21	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权、交叉保护承诺、偿债保障承诺条款
22 建发 Y4	10.00	10.00	2025-08-08	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权、交叉保护承诺、偿债保障承诺条款
23 建发 MTN001	10.00	10.00	2026-05-24	延期条款、利息递延权、持有人救济条款、赎回选择权、票面利率调整机制
23 建发 Y1	10.00	10.00	2026-08-11	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权、交叉保护承诺、偿债保障承诺条款
23 建发 Y2	10.00	10.00	2026-11-15	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权、交叉保护承诺、偿债保障承诺条款
24 建发 Y1	15.00	15.00	2027-03-06	续期选择权、偿债保障承诺,有条件赎回,利息递延权,交叉保护,调整票面利率
24 建发 Y2	15.00	15.00	2027-05-22	续期选择权,利息递延权,交叉保护,有条件赎回,偿债保障承诺,调整票面利率
24 建发 Y4	6.00	6.00	2027-07-16	续期选择权,利息递延权,交叉保护,偿债保障承诺,有条件赎回,调整票面利率
24 建发 Y5	9.00	9.00	2029-07-16	续期选择权、有条件赎回,利息递延权,交叉保护,偿债保障承诺,调整票面利率
24 建发 MTN002	15.00	15.00	2027-11-18	延期条款、利息递延权、持有人救济条款、赎回选择权、票面利率调整机制
25 建发 MTN001	10.00	10.00	2028-05-06	延期条款、利息递延权、持有人救济条款、赎回选择权、票面利率调整机制

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 建发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/25	李思雨 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 V4.0.202208	阅读全文
24 建发 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/30	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 V4.0.202208	阅读全文
24 建发 Y5	AAA/稳定	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 V4.0.202208	阅读全文
24 建发 Y4	AAA/稳定	AAA/稳定				
24 建发 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定				
24 建发 Y1	AAA/稳定	AAA/稳定				
23 建发 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定				
23 建发 Y1	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/13	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 V4.0.202208	阅读全文
23 建发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定				
22 建发 Y4	AAA/稳定	AAA/稳定				
22 建发 Y3	AAA/稳定	AAA/稳定				
24 建发 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/11	邢霖雪 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 V4.0.202208	阅读全文
24 建发 Y1	AAA/稳定	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 V4.0.202208	阅读全文
23 建发 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/10/26	徐 璨 邢霖雪	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 V4.0.202208	阅读全文
23 建发 Y1	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/18	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 V4.0.202208	阅读全文
23 建发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/05/06	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 V4.0.202208	阅读全文
22 建发 Y4	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/06/16	邢霖雪 刘丙江	贸易企业主体信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
22 建发 Y3	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/06/06	邢霖雪 刘丙江	贸易企业主体信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：孙长征 suncz@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、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”或“建发股份”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

建发股份系经厦门市人民政府批准，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批准，公司于1998年5月公开发行人民币普通股（A股）5000万股，并于同年6月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%。后经多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至2025年3月底，公司总股本为29.47亿股，其中建发集团持股46.03%，为公司控股股东；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。

跟踪期内，公司主营业务仍主要包括供应链运营、房地产和家居商场运营，按照联合资信行业分类标准划分为贸易企业。

截至2024年底，公司内设运营管理部、物流管理部、信用管理部、海外发展部、风控稽查部和证券部等部门，合并范围拥有在职员工47422人。

截至2024年底，公司合并资产总额7678.67亿元，所有者权益2281.58亿元（含少数股东权益1561.72亿元）；2024年，公司实现营业总收入7012.96亿元，利润总额112.39亿元。

截至2025年3月底，公司合并资产总额8566.14亿元，所有者权益2268.00亿元（含少数股东权益1560.99亿元）；2025年1-3月，公司实现营业总收入1437.73亿元，利润总额4.92亿元。

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：林茂。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至2025年5月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按指定用途使用。除24建发Y4、24建发Y5、24建发MTN002和25建发MTN001尚未到付息日外，其余债券均在付息日正常付息。

图表1•跟踪评级债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
22建发Y3	10.00	10.00	2022-06-21	3+N
22建发Y4	10.00	10.00	2022-08-08	3+N
23建发MTN001	10.00	10.00	2023-05-24	3+N
23建发Y1	10.00	10.00	2023-08-11	3+N
23建发Y2	10.00	10.00	2023-11-15	3+N
24建发Y1	15.00	15.00	2024-03-06	3+N
24建发Y2	15.00	15.00	2024-05-22	3+N
24建发Y4	6.00	6.00	2024-07-16	3+N
24建发Y5	9.00	9.00	2024-07-16	5+N
24建发MTN002	15.00	15.00	2024-11-18	3+N
25建发MTN001	10.00	10.00	2025-05-06	3+N

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至2025年5月底，公司公开发行且由联合资信评级的存续债券均为永续债，合计120.00亿元。

其中，“22 建发 Y3”“22 建发 Y4”“23 建发 Y1”“23 建发 Y2”“24 建发 Y1”“24 建发 Y2”“24 建发 Y4”基础发行期限为 3 年，“24 建发 Y5”基础发行期限为 5 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。基础期限的票面利率在基础期限内固定不变，其后每个周期重置一次，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。偿付顺序方面，上述债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。从票面利率角度分析，上述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，公司选择赎回的可能性大。

“23 建发 MTN001”“24 建发 MTN002”和“25 建发 MTN001”基础发行期限为 3 年，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）赎回上述中期票据。如果公司不行使赎回权，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加上初始利差再加上 300 个基点，在之后的 3 个计息年度内保持不变。在偿付顺序方面，上述中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务融资工具。从票面利率角度分析，上述中期票据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。

此外，上述债券设置了递延支付利息权，除非发生强制付息事件，上述债券的每个付息日，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。强制付息事件是指，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。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，根据公司 2024 年度利润分配预案，公司拟于 2025 年发放现金红利共 20.63 亿元（包含 2024 年度中期分红）。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。

综合以上分析，上述债券具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述债券在赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）贸易行业

2024 年，中国进出口贸易总额稳步增长，累计出口同比上升明显，海外需求韧性较强；受国内需求较弱叠加全球大宗商品价格下跌影响，累计进口同比增速下滑。2025 年一季度，在美国政府频加关税、外部困难挑战增多的情况下，中国外贸进出口实现平稳开局。进出口贸易国家框架基本稳定，对东盟等发展中经济体出口态势明显好于对欧美、日本等发达经济体。进出口产品结构不断改善，随着中国制造业的不断升级和在全球产业链中的地位提升，出口产品持续向高端制造领域倾斜，机电产品在出口产品中占主导地位；我国对原油、煤炭等能源类产品和大豆等农产品的进口依赖度仍较强。大宗商品方面，2024 年，国际油价受地缘政治局势紧张、石油需求增长乏力以及美联储货币政策调整等多因素影响，呈现宽幅震荡态势；钢铁行业景气度仍处于探底阶段，钢

材价格震荡下行；煤炭价格受供需格局偏宽松影响，整体呈下跌态势。汇率方面，2024年，国际形势复杂多变，多因素推动美元指数动荡走强，人民币汇率总体上呈现双向波动态势，在复杂形势下保持了基本稳定。展望2025年，全球贸易面临的不确定性增加，4月美国对中国商品征收关税税率达到145%，5月日内瓦经贸会谈后中美双边关税水平大幅降低，中美贸易重启，但关税博弈并未结束，中美磋商仍存在较大不确定性。中国政府5月出台了一揽子政策刺激经济，在金融、地产和外贸等领域提供了精准且有效的政策支持，释放出中央层面协同发力稳预期、促增长的积极信号，内贸增速或将逐步恢复。完整版行业分析详见[《2025年贸易行业分析》](#)。

（2）房地产行业

2024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，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计2025年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计2025年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版行业分析详见[《2025年房地产行业分析》](#)。

2 区域环境分析

厦门市经济实力强，第三产业占比高，在对外贸易方面享有资源及政策优势，为公司发展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，拥有深水良港、自贸区和临港产业集聚等优势，是21世纪海上丝绸之路的战略支点城市。2024年，厦门港口集装箱吞吐量1225.47万标箱，排名全国第七位。厦门市是改革开放的先驱城市之一，在对外贸易、招商引资方面享有政策优势。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》，2022—2024年，厦门市地区生产总值持续增长，2024年为8589.01亿元，较上年增长5.5%。产业结构方面，厦门市通过编制产业链招商总图、分类扶持龙头企业等一系列措施，持续推进产业结构优化。厦门市从最初的电子、机械和化工三大工业支柱产业，逐渐发展为以集成电路、生物医药与健康、新材料、软件信息服务、计算机和通信设备等为重点的中高端产业链群；三次产业结构持续优化升级，2024年三次产业结构为0.3：36.6：63.0。其中，第一产业增加值26.34亿元，下降6.8%；第二产业、第三产业增加值分别为3147.40亿元和5415.28亿元，同比分别增长6.7%和4.8%。

固定资产投资方面，2022—2023年，厦门市固定资产投资（不含农户）分别同比增长10.2%和0.5%。2024年，厦门市固定资产投资（不含农户）同比下降5.7%，全年基础设施投资比上年增长40.8%，其中交通运输业投资增长89.9%；工业投资增长5.5%，其中制造业投资增长9.0%；社会事业投资增长19.3%。全年房地产开发投资比上年下降32.0%。其中，住宅投资下降31.5%，办公楼投资增长12.5%，商业营业用房投资下降25.7%。全市房地产房屋施工面积3234.48万平方米，下降6.1%；房屋新开工面积410.95万平方米，下降23.6%。

对外贸易方面，2022—2024年，厦门市分别实现外贸进出口总值9225.59亿元、9470.44亿元和9326.12亿元。2024年，外贸进出口总值同比下降1.5%，其中，出口4980.11亿元，增长11.3%；进口4346.01亿元，下降13.0%。其中，对共建“一带一路”国家进出口总值4591.02亿元，下降6.9%；对RCEP国家进出口总值3212.96亿元，增长1.8%。跨境电商进出口357.80亿元，增长51.1%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化。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；房地产业务具备品牌优势，综合竞争实力强；家居商场管理规模大，并具有一定的区位优势，但需关注其自持物业的估值风险；公司本部历史债务履约情况良好。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化；公司回购注销部分限制性股票，截至2025年3月末，公司注册资本为29.47亿元。

跟踪期内，公司主营业务仍主要包括供应链运营、房地产和家具商场运营业务。

（1）供应链运营板块竞争力

业务布局方面，跟踪期内，公司继续通过与各领域龙头企业合作推动全球化扩张，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、酒类等业务领域具有良好的品牌影响力。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，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，有助于提升公司业务发展的抗风险能力、平滑周期性波动，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，2024 年新增境外物流供应商 112 家，新增海外合作仓储网点 141 个，重点布局非洲和东南亚等区域的物流资源。截至 2024 年末，公司在全球的合作仓储网点超 4600 个，全国设立超 100 个自管仓，拥有 11 个期货交割库，交割商品品种包括浆纸、丁二烯橡胶、碳酸锂、工业硅、PTA 等。

产业链延伸方面，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”，股票代码：0731.HK）介入浆纸产业链的生产制造环节，为下游终端客户提供定制化的深加工产品。公司参股四川永丰浆纸股份有限公司（以下简称“永丰浆纸”，2024 年底公司持股比例 40%）利用当地竹子资源制造竹浆，已形成 45 万吨/年的竹浆生产能力。2024 年，公司完成对阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“祥光铜业”）67% 股权的收购（股权取得成本 26.81 亿元，取得的净资产购买日公允价值、账面价值均为 24.41 亿元），祥光铜业拥有 40 万吨/年的阴极铜产能。

（2）房地产板块竞争力

跟踪期内，公司房地产业务仍主要由控股子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，截至 2024 年底公司持股 95.00%）和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房产”，截至 2024 年底公司持股 64.65%）运营，主要布局福建省以及上海、北京、杭州、苏州、南京、成都等经济发达城市，形成一、二、三线城市互补的局面；逐步建立了良好的品牌和客户口碑。建发房产和联发集团均拥有房地产开发一级资质。根据克而瑞研究中心发布的“2024 年中国房地产企业销售榜”，按全口径销售金额计算，建发房产位列全国第 7 名（2023 年为第 8 名）。

（3）家居商场运营板块竞争力

跟踪期内，公司家居商场运营业务仍由 2023 年并购的子公司红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”，截至 2024 年底公司和联发集团分别持股 23.95% 和 6.00%）运营。截至 2024 年底，美凯龙经营 77 家自营商场，257 家委管商场，7 家战略合作商场，33 个特许经营家居建材项目，共包括 405 家家家居建材店/产业街，覆盖中国 30 个省、直辖市、自治区的 202 个城市，商场总经营面积 2032.57 万平方米。作为全国性家居装饰及家居商场运营商，美凯龙商场地域覆盖面广、数量多、经营面积大，在家居装饰及家具零售行业中具备领先优势；美凯龙自营商场中，超八成位于国内一、二线城市的优质地段，部分商场物业为公司自持，具有较强的区位优势。美凯龙自营商场相关物业资产多数计入投资性房地产，并采用公允价值模式进行后续计量，近年来，受地产及相关行业波动的影响，商场出租率下降，美凯龙对部分商户减免租金及管理费，相关收入有所下降，由此投资性房地产的估值相应下调。截至 2024 年底，美凯龙投资性房地产公允价值为 910.42 亿元，未来若其自有商场租赁及管理费收入下滑的局面不能得以扭转，仍存在投资性房地产公允价值下降的风险。

（4）信用记录

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 2025 年 4 月 15 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 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 2025 年 6 月 11 日，联合资信未发现公司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、被列入经营异常名录信息、被列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息。

（二）管理水平

2024年以来，公司法人治理结构有所调整，部分董事、高级管理人员发生更替，作为国有控股上市公司，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2025年5月7日，公司股东会通过了《关于修订<公司章程>并取消监事会的议案》，公司不再设置监事会，监事会的职权由董事会审计委员会行使。

跟踪期内，公司主要管理制度无重大变化；作为国有控股上市公司，公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2024年初至2025年6月3日，公司部分董事和高级管理人员发生正常变动（具体情况如图表2所示）。

公司董事长林茂先生，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。

公司总经理程东方先生，1978年出生，中共党员，大学本科学历。历任厦门建发纸业有限公司副总经理、总经理，建发股份总经理助理、副总经理等职。

图表2·公司董事、监事、高级管理人员变动情况

职务	人员姓名	变动情况	变动时间
董事长	林茂	新任	2024/8/19
董事长	郑永达	离任	2024/8/19
总经理	程东方	新任	2024/8/19
总经理	林茂	离任	2024/8/19
董事	程东方	新任	2025/5/7
独立董事	蔡宁	新任	2025/5/7
独立董事	王艳艳	新任	2025/5/7
董事	郑永达	离任	2025/5/7
董事	黄文洲	离任	2025/5/7
董事	陈东旭	离任	2025/5/7
独立董事	陈守德	离任	2025/5/7
独立董事	林涛	离任	2025/5/7
董事	许晓曦	新任	2025/6/3

资料来源：联合资信根据公开资料整理

（三）经营方面

1 业务经营分析

2024年，公司营业总收入仍主要来自供应链运营和房地产板块，公司地产板块收入同比增长、毛利率有所提高；受收缩部分品种贸易规模、大宗商品价格下降以及部分业务收入确认方式调整等因素综合影响，供应链运营板块收入下降、综合毛利率略有提高。2025年一季度，公司营业总收入同比有所增长，综合毛利率有所下降。

公司于2023年收购美凯龙后新增家居商场运营业务，但收入仍主要来自供应链运营和房地产业务，2024年，供应链运营和房地产业务收入合计占公司营业总收入的98.89%，主要因供应链运营业务收入下降，公司营业总收入同比下降8.17%。

分板块来看，2024年，公司供应链运营业务收入同比下降14.23%，主要系受大宗商品价格波动、公司收缩低效业务以及调整部分贸易业务收入确认方式所致；随着销售结算规模增加，2024年房地产业务收入同比增长10.89%。由于2023年公司家居商场运营业务收入实际为美凯龙2023年9—12月（美凯龙纳入合并范围后）的收入，因此2024年该项收入较上年大幅增长。

毛利率方面，2024年，公司供应链业务毛利率有所上升，主要系按净额法确认收入的业务占比增加以及低效业务规模下降所致；公司房地产业务的毛利率与当期结算项目所处区域、项目成本等存在较大关系，2024年毛利率同比有所上升；2023—2024年，公司家居商场运营业务毛利率处于较高水平，2024年较上年有所提高，主要系美凯龙优化商场品类及业态布局、停止运行部分低效率商场所致。

2025年1—3月，公司营业总收入同比增长9.47%，主要系供应链运营和房地产业务收入增加所致；综合毛利率较上年同期下降0.64个百分点，各板块毛利率较上年同期均有所下降。

图表 3 • 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营	5933.66	77.70%	2.04%	5089.36	72.57%	2.21%	1293.45	89.96%	1.97%
房地产	1664.50	21.80%	11.51%	1845.84	26.32%	13.81%	128.12	8.91%	9.95%
家居商场运营	38.61	0.51%	52.70%	77.76	1.11%	57.53%	16.15	1.12%	57.79%
合计	7636.78	100.00%	4.36%	7012.96	100.00%	5.87%	1437.73	100.00%	3.31%

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

（1）供应链运营

2024 年，公司供应链运营业务收入仍以境内业务为主，境外业务比重有所提高；收入占比较高的冶金原材料和农林产品业务上下游集中度较低，不存在过度依赖单一供应商或客户的情况；供应链业务对公司营运资金占用规模可控。2024 年，受收缩部分品种贸易规模、大宗商品价格下降、贸易品结构变化以及部分业务收入确认方式调整等因素综合影响，公司供应链业务收入有所下降，毛利率有所上升，供应链运营业务分部及所属主要子公司净利润同比有所下降，需关注中国宏观经济调整以及国际环境更趋复杂对公司供应链业务风控带来的压力。

跟踪期内，公司供应链业务主要贸易品种、业务模式和结算方式等未发生重大变化。公司供应链运营板块收入仍主要来自境内，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，境外子公司收入（主要来自供应链业务）占比有所提高。公司国内贸易业务主要分布于华东、华南、华北地区，境外业务销售区域主要为亚洲和欧洲，对北美地区依赖程度较低。

图表 4 • 公司境外收入占比情况（单位：亿元）

2023 年		2024 年	
收入	占比	收入	占比
1297.00	21.86%	1171.31	23.01%

注：表中境外收入是指公司境外子公司的营业收入，并不简单等同于在境外销售实现的收入；占比指境外子公司收入占公司供应链运营业务分部收入的比例
资料来源：联合资信根据公司年报整理

公司对各项业务按照业务分部进行核算，2024 年，公司供应链运营分部实现净利润 35.24 亿元，较上年下降 10.09%。截至 2024 年底，公司供应链板块的经营主体主要包括子公司建发（上海）有限公司、厦门建发金属有限公司、厦门建发物资有限公司、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和厦门建发物产有限公司等。2024 年，受大宗商品价格波动影响，前述 6 家子公司中，有 5 家营业收入和净利润出现不同程度的下降；建发浆纸收入略有增长、净利润有所降低。

2024 年，公司仍将供应链业务经营的商品划分为冶金原材料、农林产品和其他产品三个大类，其中，冶金原材料主要包括矿产品、钢铁等；农林产品主要为纸浆纸张、木材和农产品等；其他产品主要包括化工、能源产品、轻纺产品、汽车和食品等（物流收入计入其他产品收入）。2024 年，大宗商品市场总体面对较大的价格回调压力，公司适度压缩冶金原材料贸易规模，加之铁矿石、钢材等商品价格整体有所下降，公司冶金原材料收入同比下降 18.69%。公司农林产品和其他产品品类众多，各年度不同商品销量、收入结构不同，各类商品之间价格走势存在差异，2024 年，农林产品收入同比下降 9.94%、毛利率略有提高；其他产品收入同比下降 7.88%，毛利率上升 2.74 个百分点。

图表 5 • 公司供应链运营业务主要商品收入占比及毛利率情况

贸易品种	2023 年			2024 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
冶金原材料	3148.03	12017.61	2.31%	2559.72	11708.23	1.53%
农林产品	1772.51	4193.63	1.17%	1596.34	4901.76	1.41%
其他产品	1013.12	/	2.70%	933.30	/	5.44%
合计	5933.66	/	2.04%	5089.36	/	2.21%

资料来源：公司提供

从结算方式看，2024 年，公司各贸易品种平均货款回收期较上年变化不大，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，2024年，公司上下游客户集中度较低，单一客户最高交易金额占比小，不存在过度依赖单一供应商或单一客户的情况。同时，由于公司供应链采销整体体量很大，因此单一客户最高交易规模仍然较大。

图6·公司供应链业务主要产品前五大供应商、前五大客户情况（单位：亿元）

冶金原材料供应商	采购金额	占比	冶金原材料下游客户	销售金额	占比
供应商一	111.59	4.43%	客户一	40.82	1.59%
供应商二	107.44	4.26%	客户二	22.11	0.86%
供应商三	97.02	3.85%	客户三	19.60	0.77%
供应商四	88.74	3.52%	客户四	17.01	0.66%
供应商五	79.89	3.17%	客户五	15.84	0.62%
合计	484.69	19.23%	合计	115.38	4.51%

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	104.72	6.65%	客户一	100.29	6.28%
供应商二	103.12	6.55%	客户二	55.41	3.47%
供应商三	76.41	4.86%	客户三	46.67	2.92%
供应商四	55.27	3.51%	客户四	34.12	2.14%
供应商五	52.97	3.37%	客户五	32.83	2.06%
合计	392.50	24.94%	合计	269.33	16.87%

资料来源：公司提供

风险管控方面，公司根据贸易品类设立了六大专业集团（钢铁、浆纸、农产品、消费品、矿产、能化），建立了总部、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，采用浮动定价和指数定价的结算方式，同时对单边敞口价格风险进行合理的期货套保或期权保护；同时，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利润。此外可能出现在期货交易过程中因保证金不足而被强行平仓、产品不能按期交割的风险。信用风险方面，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。

（2）房地产业务

2024年，公司拿地支出大幅下降，同时继续收缩新开工面积，资金支出压力有所缓解；销售面积和销售金额下降，销售回款率保持高水平；确认收入有所增长，结转项目毛利率有所回升，存货跌价准备计提金额同比大幅增长。截至2024年底，公司房地产在建项目待投资规模仍较大，考虑到行业景气度尚未回暖，需关注地产项目的去化和跌价风险。

跟踪期内，公司房地产业务仍主要由建发房产和联发集团经营，地产业务主要布局海西、长三角、长江中游等核心城市群，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。2024年，建发房产实现营业收入1495.79亿元（同比增长7.85%），销售毛利率为14.98%（同比提高2.55个百分点），确认资产减值损失37.12亿元，实现净利润71.11亿元；联发集团实现营业收入361.34亿元（同比增长25.36%），销售毛利率为8.66%（同比提高1.75个百分点），确认资产减值损失20.90亿元，净利润亏损18.65亿元。

图表 7 • 2024 年公司房地产板块主要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业收入	营业收入同比	营业利润	营业利润 同比变化	净利润	净利润 同比变化
建发房产	64.65%	4339.86	1197.74	1495.79	7.85%	111.30	17.17%	71.11	0.95%
联发集团	95.00%	1004.12	298.52	361.34	25.36%	-12.85	不适用	-18.65	-1822.72%

注：联发集团 2023—2024 年营业利润、2024 年净利润亏损，主要系计提资产减值损失所致
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

土地储备方面，2024 年，公司全口径拿地金额约为 635.00 亿元，较 2022 年（1030.25 亿元）和 2023 年（1320.28 亿元）大幅下降，有助于减轻公司的资金压力。2024 年，公司获取土地 26 宗，其中一、二线城市拿地金额占比约 97%，重点在上海、厦门、杭州、武汉等城市。截至 2024 年末，公司在一、二线城市的权益口径土地储备（未售口径）货值占比约 79%，较上年末提高约 5 个百分点，土储结构进一步优化。

开发方面，2024 年，受房地产行业景气度波动及自身开发节奏等因素影响，公司权益口径新开工面积、房屋竣工面积同比均有所下降。2024 年，联发集团与建发房产之子公司建发国际投资集团有限公司（以下简称为“建发国际”，2023—2024 年，建发房产旗下房地产业务主要由其运营）权益口径新开工面积之和、权益口径竣工面积之和同比分别下降 21.98% 和 21.87%。截至 2024 年底，建发房产在建项目总投资规模为 3578.46 亿元（并表项目按 100% 列示，非并表项目按股比列示，下同），尚需投资规模为 907.47 亿元，联发集团在建项目总投资规模为 511.70 亿元，尚需投资规模为 113.36 亿元，公司在建项目尚需投资规模较大。

销售方面，2024 年，公司房地产板块全口径合同销售金额、权益合同销售额同比均有所下降，账面结转收入同比增长，2024 年，建发国际、联发集团权益合同销售额之和同比下降 23.76%，账面结转收入之和同比增长 9.43%。公司在一、二线城市的销售金额（全口径）占比为 82.69%，高于土地储备（未售口径）货值占比（约 80%）。2024 年，公司房地产业务毛利率同比有所提高，回款比例保持在高水平（全口径销售回款约 1548.34 亿元，回款比例为 98.96%）。

联合资信关注到，公司房地产存货中仍有部分三线及以下城市项目，加之地产行业景气度整体下行，近年来公司房地产业务持续计提较大规模的存货跌价准备（2024 年计提 58.01 亿元）。未来若公司项目去化不及预期，项目所处区域房价不能止跌，可能导致公司继续计提存货跌价准备，从而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 8 • 公司主要房地产子公司经营情况

类别	2023 年		2024 年	
	建发国际	联发集团	建发国际	联发集团
权益口径新开工面积（万平方米）	657.76	55.49	499.08	57.41
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	1015.49	242.31	826.26	156.44
合同销售金额（全口径）（亿元）	1888.75	403.45	1334.73	262.24
权益销售金额（亿元）	1379.56	180.33	1033.58	155.65
合同销售面积（全口径）（万平方米）	898.79	157.31	642.79	138.90
权益销售面积（万平方米）	666.43	90.76	504.78	95.60
平均销售价格（万元/平方米）	2.10	2.56	2.08	1.89
账面结转收入（亿元）	1308.17	262.24	1386.47	332.08
账面结转面积（万平方米）	852.25	195.79	702.32	155.99
期末土地储备建筑面积（全口径）（万平方米）	1551.52	681.15	1243.12	589.66
期末土地储备建筑面积（权益口径）（万平方米）	1205.08	513.12	967.30	453.92
权益口径新增土地投资（拿地金额）（亿元）	850.80	104.51	447.36	72.05

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；2023—2024 年，建发房产旗下房地产开发业务主要由建发国际运营，公司仅披露了建发国际的相关数据
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

(3) 家居商场运营业务

2024年，受地产及相关行业景气度不振影响，美凯龙自营及委管商场数量、商场出租率均有所下降，为稳商留商而采取优惠措施，加之建筑装饰服务业务新增项目减少、存量项目推进放缓等，综合导致营业收入下降；受公允价值变动损失等因素影响，美凯龙净利润亏损扩大，后续经营业绩改善情况有待关注；美凯龙在建和拟建项目仍存在一定资金支出压力。

美凯龙是家居装饰及家居商场运营商和泛家居业务平台服务商，主要通过经营和管理自营商场、委管商场、特许经营商场等，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。美凯龙的合作方主要为家居装饰及家具领域的商户，通过入驻美凯龙商场，向消费者展示、销售商品或服务。

自营模式下，美凯龙在一线和二线城市通过自建、购买或租赁的方式获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取租金及相关收入。美凯龙自有商场主要集中于华东、西部、东北、华北等城市能级较高的地区。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居商场；相应地，美凯龙根据与合作方签署的委管协议在不同参与阶段收取项目前期品牌咨询费、工程项目商业管理咨询费、招商佣金、项目年度品牌咨询费等不同费用。美凯龙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。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。

近年来，在地产及相关行业景气度下行的不利局面下，美凯龙着力于优化完善商场内品类及业态布局：自2021年起通过打造与传统家电卖场不同的差异化、套系化、场景化智能电器生活馆，切入电器市场；于2022年将品类战略升级为“十大主题馆”战略，将品类拓展至顶地空间（瓷砖、地板、吊顶等品类），实现十大品类的覆盖；在商场内引入高频消费业态，根据商场体量、位置等因素，利用家居品牌联名、连锁餐饮、地域合作等多种形式，打造多功能餐饮产品组合；将消费者在商场内的家居消费向前延伸至设计环节，通过引入设计工作室打造流量入口；利用卖场资源，探索“人车家”新生活方式场域运营，吸引车企对家居卖场渠道的认知，推动主流品牌车企进驻商场。

美凯龙收入主要来自家居商业服务业务，辅以建筑装饰服务业务和家装相关服务及商品销售业务。近年来，受地产行业调整影响，家具、家居装饰行业景气度下行，合作商户经营压力加大，美凯龙减少运营商场数量，且商场出租率有所下降。截至2024年底，美凯龙自营商场数量较上年底减少10家，平均出租率为83.0%，较上年的82.8%基本持平；委管商场数量较上年底减少18家，平均出租率为82.5%，较上年的85.7%有所下降；为支持商户持续经营、留住商户，美凯龙对合作商户提供了不同程度的优惠措施。商场数量的减少、出租率及平均租金水平的降低，使得美凯龙家居商业服务业收入持续下降；与此同时，受到地产行业收缩的影响，美凯龙建筑装饰服务业务和家装相关服务及商品销售业务收入亦有不同程度的下降。受上述因素影响，2024年，美凯龙收入继续下降，加之确认公允价值变动损失、资产减值损失和信用减值损失，净利润继续亏损，亏损额由上年的23.70亿元扩大至31.90亿元。2024年，美凯龙公允价值变动净收益为-20.29亿元，主要系自营商场租金水平下降，按模型测算的投资性房地产公允价值下降所致。

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年底，尚需投资金额合计约55.02亿元，未来或面临一定的资本支出压力。为更好盘活资产，对于项目土地上相关物业的可售部分，美凯龙拟通过分批预售、滚动开发的方式，在减少占用主营业务现金流的前提下，利用项目自身开发预售资金和项目融资（若有）提升项目资金周转效率，逐步通过建成交付项目来完成资产处置并回笼资金。

2 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。

（四）财务方面

公司提供了 2024 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 2025 年一季度财务报表未经审计。合并范围方面，2024 年，公司新纳入合并范围的子公司 134 家，不再纳入合并范围的子公司 41 家。截至 2024 年底，公司合并范围内一级子公司共 52 家。公司合并范围变化对财务数据可比性存在一定影响。

1 主要财务数据变化

截至 2024 年末，主要因地产开发投入阶段性收缩导致开发成本等减少，公司资产总额较上年底有所下降。公司资产中房地产业务形成的存货和往来款占比较高，其他应收款账龄偏长，需关注存货跌价风险和资金回收风险；投资性房地产受限比例高且采用公允价值计量，可能对资产价值带来不确定性影响

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底下降 6.45%，主要系地产开发投入下降使得存货等流动资产减少所致；公司资产构成以流动资产为主。

图表 9 · 公司资产主要构成

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	6297.98	76.72	5775.15	75.21	6638.93	77.50
货币资金	983.46	11.98	958.67	12.48	1154.59	13.48
预付款项	372.83	4.54	237.97	3.10	420.96	4.91
其他应收款	712.19	8.68	798.20	10.39	860.13	10.04
存货	3701.86	45.10	3276.32	42.67	3586.98	41.87
非流动资产	1910.53	23.28	1903.52	24.79	1927.21	22.50
投资性房地产	1133.60	13.81	1127.17	14.68	1124.22	13.12
资产总额	8208.52	100.00	7678.67	100.00	8566.14	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

流动资产方面，截至 2024 年底，公司流动资产较上年底下降 8.30%，主要系预付款项和存货减少所致。截至 2024 年底，公司货币资金较上年底变化不大；货币资金中有 101.95 亿元受限，受限比例为 10.63%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金和进口押汇保证金等。公司预付款项较上年底下降 36.17%，主要系房地产板块控制拿地规模，预付地价款余额减少所致；预付款项余额中账龄在 1 年以内的占 96.20%。公司其他应收款较上年底增长 12.08%，主要系地产合作项目增多，作为股东前期投入的往来款等增加所致；其他应收款主要为房地产开发业务中应收合作方、相关联营企业的经营往来款等，前五大欠款方欠款额合计占 18.76%，其他应收款（不含应收股利）余额中账龄 1 年以上的占 71.06%，存在一定的回收风险。公司存货较上年底下降 11.50%，主要系公司地产项目持续结转成本，以及控制房地产新开工规模，开发成本和开发产品余额减少所致；存货主要由开发成本（占 76.09%）和开发产品（占 13.14%）构成，累计计提跌价准备 104.54 亿元，计提比例为 3.09%。公司房地产业务部分项目拿地成本较高，近年来持续计提大规模存货跌价准备，未来若房地产行业景气度不能恢复，存货或仍将面临一定的跌价风险。

非流动资产方面，截至 2024 年末，公司非流动资产较上年底基本持平，非流动资产中投资性房地产占比较大。截至 2024 年底，公司投资性房地产 1127.17 亿元，其中，美凯龙的投资性房地产账面价值 910.42 亿元。美凯龙的投资性房地产采用公允价值模式后续计量，且受限比例很高。2024 年，公司合并口径按公允价值计量的投资性房地产确认公允价值变动损失 30.36 亿元，投资性房地产账面价值易受市场波动等因素影响，可能对公司资产价值和收益带来不确定性。

截至 2024 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值占同期末资产总额的 20.49%。其中，投资性房地产和存货受限规模较大，与公司地产、家居商场运营业务所处行业特点相符。

图表 10 • 截至 2024 年底公司主要资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产的比例	受限原因
货币资金	101.95	10.63%	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	1.89	97.52%	已背书或贴现但尚未到期的应收票据
存货	547.49	16.71%	抵押借款、期货交易质押
长期股权投资	7.56	2.04%	质押借款
投资性房地产	879.54	78.03%	借款、CMBS、融资租赁、债券抵押
固定资产	30.85	31.52%	抵押借款
无形资产	2.02	7.19%	抵押借款
受限资产总额	1573.55	20.49%	--

注：表中仅列示受限资产账面价值在 1 亿元以上的科目，因而各科目受限金额合计低于受限资产总额

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 8566.14 亿元，较上年底增长 11.56%，主要系货币资金、预付款项和存货等流动资产增加所致。公司资产以流动资产为主，流动资产占比较上年底有所提高。

截至 2024 年底，公司所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具占比高，权益结构稳定性较弱。

截至 2024 年底，公司所有者权益 2281.58 亿元，较上年底增长 1.57%；未分配利润较上年底下降 0.64%，主要系对所有者进行利润分配所致。截至 2024 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 31.55%，少数股东权益占比为 68.45%。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 1.29%、2.00%、6.75% 和 20.60%。所有者权益结构稳定性较弱。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模和构成较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司债务规模较上年底基本持平，考虑到其他权益工具中包含永续债，公司实际债务负担较重。截至 2025 年 3 月底，公司债务负担较上年底有所加重。

截至 2024 年底，主要因房地产销售收入结转导致合同负债下降，公司负债总额较上年底下降 9.48%。

图表 11 • 公司主要负债情况 (单位：亿元)

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	4570.48	76.66	3969.77	73.55	4825.95	76.63
短期借款	96.13	1.61	105.66	1.96	409.34	6.50
应付票据	333.62	5.60	330.15	6.12	554.78	8.81
应付账款	596.96	10.01	581.01	10.77	661.54	10.50
其他应付款	550.45	9.23	589.66	10.93	606.03	9.62
合同负债	2369.58	39.74	1812.52	33.58	1991.80	31.63
非流动负债	1391.65	23.34	1427.33	26.45	1472.19	23.37
长期借款	632.32	10.61	688.66	12.76	730.80	11.60
应付债券	413.61	6.94	409.81	7.59	399.01	6.34
负债总额	5962.13	100.00	5397.09	100.00	6298.14	100.00

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

截至 2024 年底，公司短期借款较上年底增长 9.92%，短期借款主要由抵押借款（占 14.17%）、保证借款（占 32.05%）和贸易借款（占 42.87%）构成。截至 2024 年底，公司应付票据较上年底基本持平，主要为银行承兑汇票（占 99.94%）。截至 2024 年底，公司应付账款主要由应付开发成本款（占 60.39%）和应付货款（占 34.39%）构成，账龄均在 1 年以内。截至 2024 年底，公司其他应付款较上年底增长 7.12%，主要系应付往来款增加所致；其他应付款（不含应付股利）主要由往来款（占 65.91%）、预提税费及费用（占 14.53%）和押金及保证金（占 8.23%）构成。截至 2024 年底，公司合同负债较上年底下降 23.51%，主要系随着部分地产项目结转收入，预收售房款减少所致；合同负债主要由预收售房款（占 88.32%）和预收商品款（占 10.32%）构成。

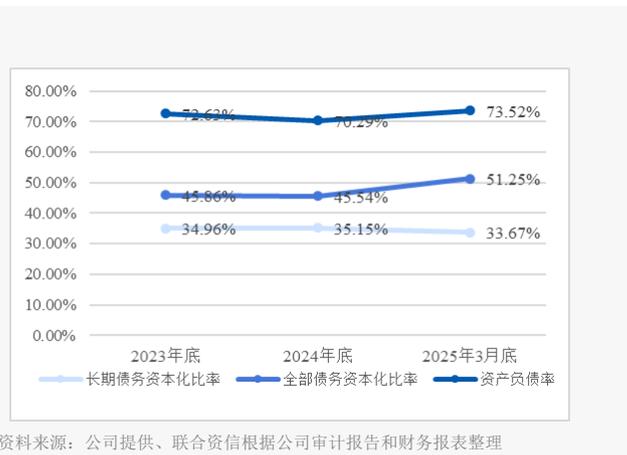
截至 2024 年底，公司长期借款较上年底增长 8.91%；从担保方式看，长期借款（含一年内到期部分）主要由抵押借款（占 10.13%）、保证借款（占 49.04%）、质押结合抵押借款（占 11.18%）、抵押结合保证借款（占 13.72%）构成。截至 2024 年底，公司应付债券较上年底下降 0.92%。截至 2024 年底，公司长期借款、应付债券中，到期期限 5 年以上的分别占 12.37%和 39.92%。

债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 1907.99 亿元，较上年底增长 0.28%，其中短期债务和长期债务分别占 35.17%和 64.83%，以长期债务为主。截至 2024 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.29%、45.54%和 35.15%，较上年底分别下降 2.35 个百分点、下降 0.32 个百分点和上升 0.20 个百分点。

图表 12 • 公司债务结构（单位：亿元）



图表 13 • 财务杠杆水平



若将永续债调入长期债务，截至 2024 年底，公司调整后的全部债务增至 2061.93 亿元，其中应付票据占 16.01%，银行借款占 45.43%，应付债券（含永续债）占 31.24%，各类债权投资计划占 5.50%；调整后的短期债务和调整后的长期债务分别占 32.55%和 67.45%。从债务指标看，截至 2024 年底，公司调整后的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.29%、49.22%和 39.53%，较调整前分别上升 2.00 个百分点、3.67 个百分点和 4.38 个百分点。

截至 2025 年 3 月底，公司全部债务 2384.34 亿元，较上年底增长 24.97%，主要系采购规模以及为采购准备的货币资金规模扩大，短期借款、应付票据等增加所致。债务结构方面，短期债务占 51.71%，长期债务占 48.29%，结构相对均衡。截至 2025 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 73.52%、51.25%和 33.67%，较上年底分别上升 3.24 个百分点、上升 5.71 个百分点和下降 1.48 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年 3 月底，公司调整后的全部债务增至 2530.09 亿元。债务结构方面，调整后的短期债务 1232.97 亿元（占 48.73%）、调整后的长期债务 1297.11 亿元（占 51.27%）。截至 2025 年 3 月底，公司调整后的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.23%、54.38%和 37.93%，较调整前分别上升 1.70 个百分点、3.13 个百分点和 4.26 个百分点。

2024 年，公司营业总收入延续下降态势，资产减值损失、信用减值损失和公允价值变动损失对营业利润侵蚀影响大，但盈利能力指标仍处于较高水平。

2024 年，公司营业总收入同比下降 8.17%，综合毛利率同比上升 1.52 个百分点。

图表 14 • 公司盈利能力情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	7636.78	7012.96	1437.73
营业成本（亿元）	7304.08	6600.99	1390.17
费用总额（亿元）	162.03	191.40	37.26
其中：销售费用（亿元）	118.41	116.96	24.27
管理费用（亿元）	21.55	27.58	5.10
财务费用（亿元）	19.72	44.00	7.22
投资收益（亿元）	7.35	18.41	2.44
资产减值损失（亿元）	-38.96	-62.91	-1.32
信用减值损失（亿元）	-14.17	-13.77	-3.79

公允价值变动收益（亿元）	-8.35	-29.24	-2.40
营业利润（亿元）	108.90	111.08	4.65
营业外收入（亿元）	103.24	5.89	0.64
利润总额（亿元）	207.92	112.39	4.92
营业利润率（%）	4.13	5.39	3.01
总资本收益率（%）	5.01	2.88	--
净资产收益率（%）	7.50	2.55	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从期间费用看，2024年，公司费用总额191.40亿元，同比增长18.12%，期间费用率为2.73%，同比上升0.61个百分点，期间费用对利润形成一定侵蚀。2024年，公司资产减值损失、信用减值损失、公允价值变动损益合计-105.92亿元，对利润侵蚀大。2023年，公司及联发集团以现金方式收购美凯龙29.95%的股份，交易对价（即合并成本）低于取得的美凯龙可辨认净资产公允价值，确认重组收益96.19亿元计入营业外收入，导致2023年公司利润总额规模较大。2024年，公司无此项收益，利润总额、总资本收益率、净资产收益率同比均有所下降，但营业利润同比略有增长。

与所选同行业公司比较，公司收入规模大，调整后营业利润率、总资产报酬率和净资产收益率表现尚可。

图表 15 • 2024 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）	7012.96	4164.15	875.40
调整后营业利润率（%）	2.66	0.61	2.94
总资产报酬率（%）	2.28	1.87	3.56
净资产收益率（%）	2.55	1.42	5.99

资料来源：Wind，联合资信整理

2025年1—3月，公司实现营业总收入1437.73亿元，同比增长9.47%；营业利润率为3.01%，同比下降0.69个百分点；实现利润总额4.92亿元，同比下降18.14%。

2024年，公司经营活动现金净流入量有所减少，投资活动现金由净流出转为净流入，筹资活动现金继续呈净流出状态。考虑到公司现有债务规模以及未来各业务板块运营、投资，公司仍有一定的对外融资需求。

2024年，公司经营活动现金流入量和流出量同比均有所下降，经营活动产生的现金流量净额同比下降61.85%。主要因房地产销售的收入确认与收款存在一定的期间差异等因素，现金收入比同比下降14.09个百分点。2024年，公司投资活动现金由上年的净流出转为净流入，筹资活动前现金流量净额继续为正值。2024年，公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金131.50亿元，筹资活动现金净流出173.90亿元。考虑到公司存量债务规模，以及未来各板块可能发生的投资，公司仍有一定外部筹资需求。

图表 16 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	9301.61	6887.53	1915.55
经营活动现金流出小计	9007.66	6775.40	1972.86
经营活动现金流量净额	293.95	112.13	-57.31
投资活动现金流入小计	615.56	542.13	46.13
投资活动现金流出小计	622.91	485.37	110.23
投资活动现金流量净额	-7.35	56.76	-64.10
筹资活动前现金流量净额	286.60	168.89	-121.41
筹资活动现金流入小计	2333.66	2365.18	696.53
筹资活动现金流出小计	2647.78	2539.08	422.54
筹资活动现金流量净额	-314.12	-173.90	273.99
现金收入比	105.87%	91.78%	117.70%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025年1—3月，公司经营活动现金净流出57.31亿元，投资活动现金净流出64.10亿元，筹资活动现金净流入273.99亿元。

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司偿债指标整体表现较好，融资渠道畅通。

图表 17 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年
短期偿债指标	流动比率(%)	137.80	145.48
	速动比率(%)	56.80	62.95
	经营现金/流动负债(%)	6.43	2.82
	经营现金/短期债务(倍)	0.42	0.17
	现金短期债务比(倍)	1.46	1.45
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	259.92	193.23
	全部债务/EBITDA(倍)	7.32	9.87
	经营现金/全部债务(倍)	0.15	0.06
	EBITDA/利息支出(倍)	3.14	2.03
	经营现金/利息支出(倍)	3.55	1.18

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的资料整理

从偿债指标看，公司流动资产对流动负债的保障程度较高，主要因地产存货占比较高，速动比率表现相对较弱；公司现金类资产对短期债务的保障程度高；公司 EBITDA 规模大，对利息的覆盖程度较高，对全部债务的覆盖程度一般。

未决诉讼方面，截至 2024 年底，公司作为原告提起诉讼的事项主要为买卖合同纠纷、代理合同纠纷等，案件未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 8.93 亿元，公司对相关纠纷涉及的损失已在应收款项坏账准备预估了相应损失；公司作为被告的产生的预计负债为 0.26 亿元。

对外担保方面，截至 2024 年底，子公司厦门建发融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为 22.64 亿元；公司为商品房承购人向银行提供阶段性抵押贷款担保 560.77 亿元。除前述担保之外，公司对外担保余额 46.47 亿元，其中公司本部对联营企业厦门同顺供应链管理有限公司提供担保 3.93 亿元、迁安恒茂新材料有限公司担保 0.89 亿元；子公司联发集团和建发房产对合作房地产项目公司提供担保 41.65 亿元，对单一主体最高担保金额为 6.86 亿元。

银行授信方面，截至 2024 年底，公司获得银行授信总额 4544.20 亿元，尚未使用额度 2361.03 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。

3 公司本部主要变化情况

公司本部收入规模小，利润来源主要为投资收益，资产以货币资金、关联方往来款以及对子公司的股权投资为主，货币资金较充足，权益结构稳定性较弱，债务负担较重。需关注公司本部对美凯龙的借款回收风险及担保代偿风险。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 658.57 亿元，其中，流动资产和非流动资产占比分别为 52.60% 和 47.40%。流动资产主要由货币资金（占 14.19%）和其他应收款（占 84.58%）构成，其他应收款主要为对子公司的往来款；非流动资产中，长期股权投资占 97.63%，其中对子公司的投资占 91.37%，对联营、合营企业投资占 8.63%。截至 2024 年底，公司本部货币资金为 49.14 亿元。截至 2024 年底，公司对美凯龙借款余额 84.27 亿元；对美凯龙担保余额 50.10 亿元，美凯龙已连续两年发生亏损，需关注公司本部资金回收风险及代偿风险。

截至 2024 年底，公司本部所有者权益为 283.68 亿元，其中实收资本占 10.39%，资本公积占 11.81%、未分配利润占 19.15%、盈余公积占 5.30%，其他权益工具占 54.27%。

截至 2024 年底，公司本部负债总额 374.89 亿元，流动负债和非流动负债分别占 72.40% 和 27.60%。流动负债主要为其他应付款（占 89.57%），非流动负债主要由长期借款（占 51.57%）、长期应付款（占 48.36%）构成；其他应付款和长期应付款债权人主要为合并范围内子公司。截至 2024 年底，公司本部资产负债率为 56.92%；本部全部债务 116.52 亿元，其中，短期债务占 11.20%、长期债务占 88.80%。截至 2024 年底，公司本部全部债务资本化比率 29.12%，如将永续债调入长期债务，本部调整后全部债务 270.47 亿元，调整后全部债务资本化比率约为 67.58%。

公司本部营业收入规模相对较小，利润来源主要为投资收益。2024 年，公司本部投资收益为 39.68 亿元，利润总额为 44.82 亿元。2024 年，公司本部经营活动现金流净额为 32.03 亿元，投资活动现金流净额为-89.94 亿元，筹资活动现金流净额为 4.83 亿元，投资活动现金净流出规模较大，主要系向建发集团收购建发房产 10% 股权所致。

（五）ESG 方面

公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，2024 年，公司环保总投入 15090 万元，下属生产型企业均通过 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；公司积极开展绿色循环经济业务，回收废钢资源不低于 100 万吨，回收再生铝、再生铜及再生铝合金资源不低于 4 万吨，回收利用的废纸不低于 38 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 2024 年度纳税信用 A 级纳税人；公司注重员工安全及公平雇佣，2024 年末女性员工占比为 37.20%；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；2024 年职业健康及安全生产总投入 3602 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。

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。

七、债券偿还能力分析

截至 2024 年 6 月 11 日，公司处于存续期的永续债包括“22 建发 Y3”“22 建发 Y4”“23 建发 MTN001”“23 建发 Y1”“23 建发 Y2”“24 建发 Y1”“24 建发 Y2”“24 建发 Y3”“24 建发 Y4”“24 建发 Y5”“24 建发 MTN002”“25 建发 MTN001”“锦里 36 号信托计划”和“百瑞恒益 1092 号信托计划”，金额合计 156.01 亿元。

以 2024 年底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，将上述永续债券纳入有息债务测算，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 70.29%、45.54% 和 35.15% 上升至 72.32%、49.27% 和 39.59%；公司经营活动现金流入量为调整后长期债务的 4.94 倍，对存续期债券本息的保障能力强。

图表 18 • 公司永续债券偿还能力指标

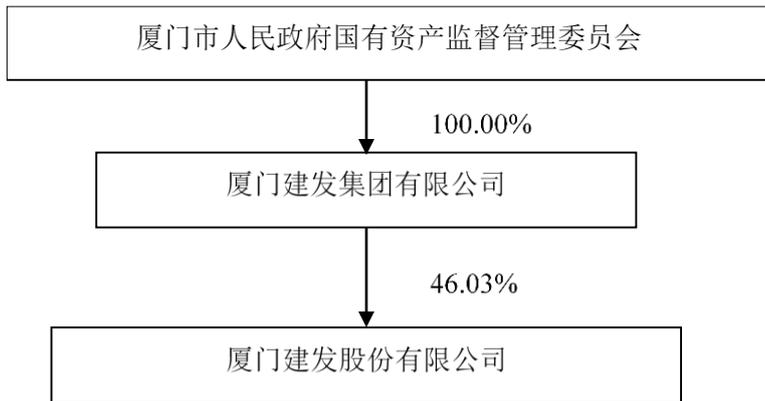
项目	2024 年
长期债务*（亿元）	1392.89
经营现金流入/长期债务（倍）	4.94
经营现金/长期债务（倍）	0.08
长期债务/EBITDA（倍）	7.21

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司提供资料和公司年报整理

八、跟踪评级结论

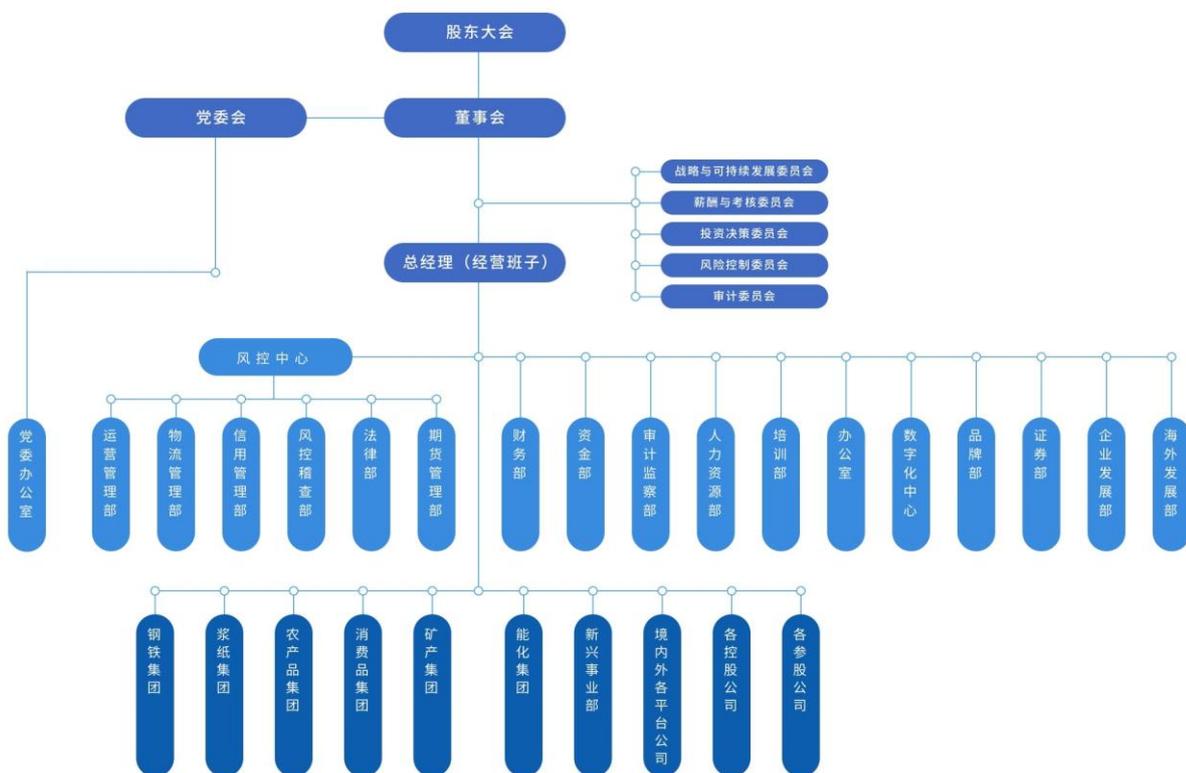
基于对公司经营风险、财务风险及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“22 建发 Y3”“22 建发 Y4”“23 建发 MTN001”“23 建发 Y1”“23 建发 Y2”“24 建发 Y1”“24 建发 Y2”“24 建发 Y4”“24 建发 Y5”“24 建发 MTN002”和“25 建发 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	1011.92	972.95	1175.49
应收账款（亿元）	209.23	191.09	277.57
其他应收款（亿元）	710.32	796.90	858.95
存货（亿元）	3701.86	3276.32	3586.98
长期股权投资（亿元）	354.97	370.56	374.71
固定资产（亿元）	82.90	97.87	108.95
在建工程（亿元）	1.79	6.12	9.98
资产总额（亿元）	8208.52	7678.67	8566.14
实收资本（亿元）	30.04	29.47	29.47
少数股东权益（亿元）	1551.28	1561.72	1560.99
所有者权益（亿元）	2246.39	2281.58	2268.00
短期债务（亿元）	695.39	671.11	1232.97
长期债务（亿元）	1207.35	1236.88	1151.37
全部债务（亿元）	1902.74	1907.99	2384.34
营业总收入（亿元）	7636.78	7012.96	1437.73
营业成本（亿元）	7304.08	6600.99	1390.17
其他收益（亿元）	9.45	10.25	3.45
利润总额（亿元）	207.92	112.39	4.92
EBITDA（亿元）	259.92	193.23	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8084.89	6436.69	1692.14
经营活动现金流入小计（亿元）	9301.61	6887.53	1915.55
经营活动现金流量净额（亿元）	293.95	112.13	-57.31
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.35	56.76	-64.10
筹资活动现金流量净额（亿元）	-314.12	-173.90	273.99
财务指标			
销售债权周转次数（次）	43.12	33.70	--
存货周转次数（次）	2.00	1.89	--
总资产周转次数（次）	1.03	0.88	--
现金收入比（%）	105.87	91.78	117.70
营业利润率（%）	4.13	5.39	3.01
总资本收益率（%）	5.01	2.88	--
净资产收益率（%）	7.50	2.55	--
长期债务资本化比率（%）	34.96	35.15	33.67
全部债务资本化比率（%）	45.86	45.54	51.25
资产负债率（%）	72.63	70.29	73.52
流动比率（%）	137.80	145.48	137.57
速动比率（%）	56.80	62.95	63.24
经营现金流动负债比（%）	6.43	2.82	--
现金短期债务比（倍）	1.46	1.45	0.95
EBITDA 利息倍数（倍）	3.14	2.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.32	9.87	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的有息部分已计入债务

资料来源：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	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	133.61	49.54	116.17
应收账款（亿元）	11.81	3.56	3.50
其他应收款（亿元）	154.24	291.69	0.00
存货（亿元）	0.24	0.08	0.39
长期股权投资（亿元）	260.36	304.75	299.15
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）	570.99	658.57	881.76
实收资本（亿元）	30.04	29.47	29.47
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	239.54	283.68	271.96
短期债务（亿元）	24.52	13.05	200.95
长期债务（亿元）	81.32	103.47	90.46
全部债务（亿元）	105.84	116.52	291.41
营业总收入（亿元）	151.75	64.14	25.67
营业成本（亿元）	142.60	53.40	23.54
其他收益（亿元）	2.87	2.96	0.95
利润总额（亿元）	18.99	44.82	10.12
EBITDA（亿元）	23.99	50.62	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	158.22	82.80	24.16
经营活动现金流入小计（亿元）	1830.57	962.37	278.16
经营活动现金流量净额（亿元）	64.61	32.03	55.12
投资活动现金流量净额（亿元）	-72.36	-89.94	-119.18
筹资活动现金流量净额（亿元）	7.39	4.83	131.23
财务指标			
销售债权周转次数（次）	24.61	8.35	--
存货周转次数（次）	172.11	336.86	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.10	--
现金收入比（%）	104.27	129.09	94.10
营业利润率（%）	5.98	16.52	8.18
总资本收益率（%）	6.95	12.58	--
净资产收益率（%）	7.93	15.71	--
长期债务资本化比率（%）	25.34	26.73	24.96
全部债务资本化比率（%）	30.64	29.12	51.73
资产负债率（%）	58.05	56.92	69.16
流动比率（%）	120.93	127.63	110.77
速动比率（%）	120.84	127.60	110.70
经营现金流动负债比（%）	25.83	11.80	--
现金短期债务比（倍）	5.45	3.80	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	--

注：1. 公司 2025 年一季度财务报表未经审计；2. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司本部其他流动负债和长期应付款中的有息部分已计入债务

资料来源：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+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