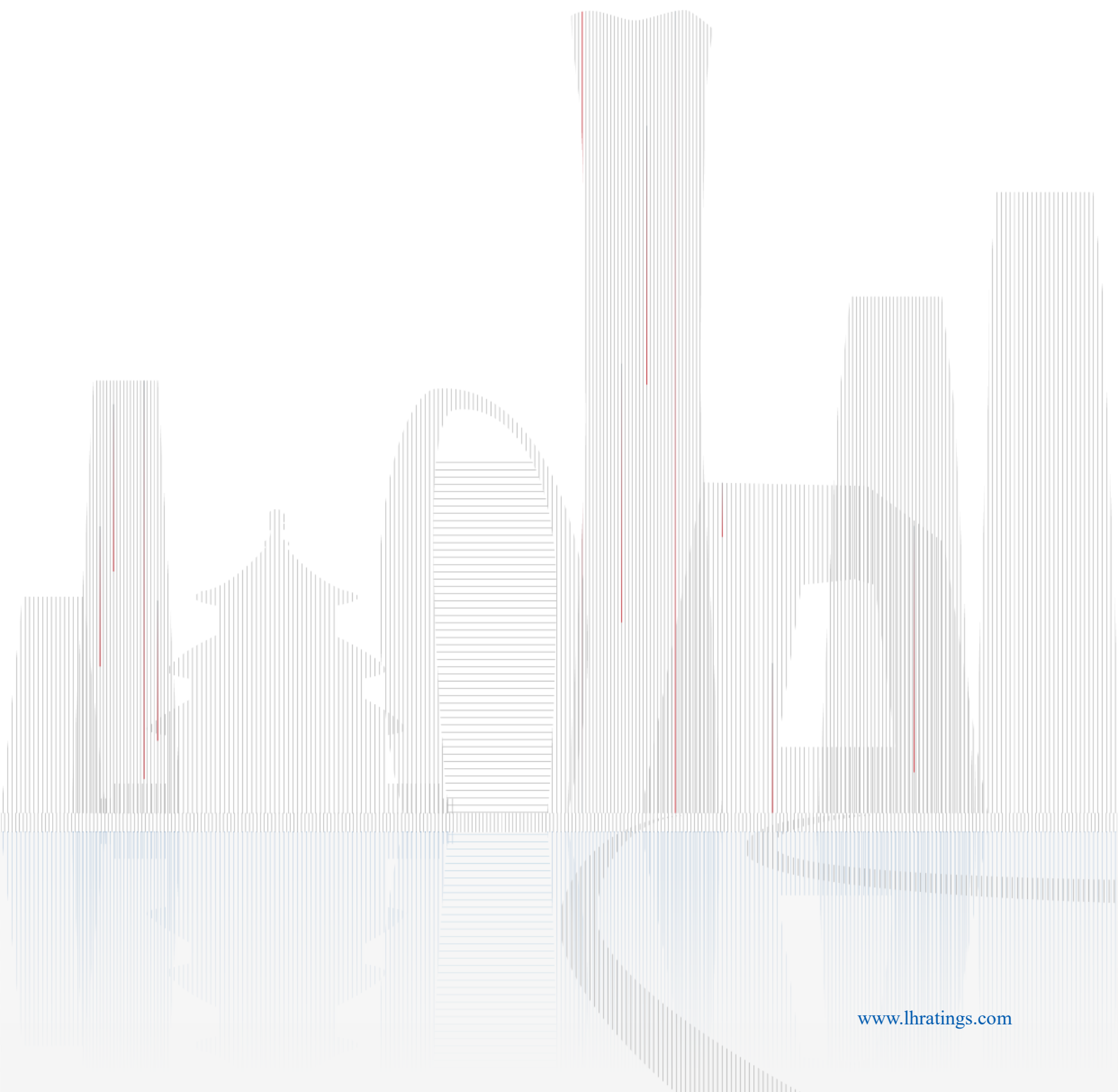


厦门建发股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



信用评级公告

联合〔2026〕3516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“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”“25 建发 MTN001”“25 建发 MTN002”“25 建发 MTN003”“25 建发 MTN004”和“26 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：

二〇二六年六月十日

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

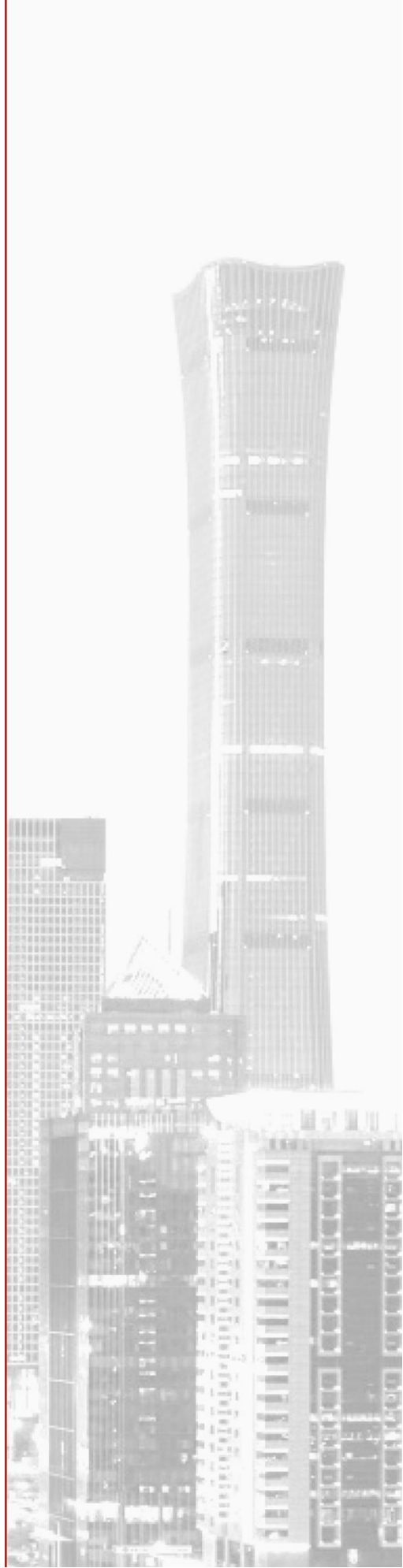
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

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

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



厦门建发股份有限公司

2026 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
厦门建发股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
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 MTN002/25 建发 MTN001/25 建发 MTN002/25 建发 MTN003/25 建发 MTN004/26 建发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/10

评级观点

厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”）是厦门市国资委下属的国有上市公司，以供应链运营、房地产与家居商场运营为主业，其中供应链运营业务在供应链全流程服务、海内外渠道布局、上下游客户资源等方面竞争优势显著，2025 年，因大宗商品市场行情变化等因素影响，供应链运营分部收入及利润有所下降；房地产板块实施差异化品牌定位，具备良好的客户口碑，综合开发实力强，开发项目及土地储备的区域分布情况较好，但受行业下行、存量项目去化放缓影响，签约销售面积和金额呈下降趋势，2025 年公司计提大额存货跌价准备，房地产业务经营承压；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，但近年来商场数量及平均租金水平均有所下降，加之由此引起的投资性房地产公允价值快速下降，美凯龙持续亏损，后续业绩改善情况有待关注；受上述因素综合影响，2025 年公司出现大额亏损。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，存在一定的管理难度。财务方面，公司资产质量较好，需关注房地产开发业务所形成存货跌价风险、往来款回收风险以及投资性房地产公允价值下降风险；权益稳定性较弱，债务负担较重，偿债指标表现一般；考虑到融资渠道畅通及有力的股东支持，公司实际偿债能力仍很强。

公司存续债券 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、25 建发 MTN001、25 建发 MTN002、25 建发 MTN003、25 建发 MTN004 和 26 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。2025 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：厦门市良好的区位优势对公司主业经营发展奠定了良好基础；控股股东建发集团在资金融通、业务开展等方面给予公司大力支持。

评级展望

未来，公司有望保持其业务规模和市场地位，考虑到控股股东背景雄厚及公司获得的外部支持情况，公司评级展望为稳定。

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一，2025 年经济实力持续增强，港口区位优势突出，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。
- **作为全球化布局的头部供应链运营服务商，公司保持显著的核心竞争优势。**跟踪期内，公司依托自研 LIFT 一体化服务体系，可为客户提供专业化、定制化的供应链全流程服务；公司贸易品类丰富齐全，海内外渠道布局广泛，在多个品类上深耕上下游优质客户，同时具备成熟的智慧物流与跨境配套能力，品牌实力突出，行业认可度很高。
- **公司房地产业务具备良好的品牌和客户口碑，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、南京等高能级城市，并形成了良好的品牌和客户口碑。根据克而瑞研究中心发布的《2025 年中国房地产企业销售榜》，按全口径销售金额计算，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。

- **融资渠道畅通。**截至 2026 年 3 月底，公司获得银行授信总额 5050.72 亿元，尚未使用额度 1993.95 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。

关注

- **房地产业务未来去化情况有待关注。**2023—2025 年，公司房地产业务分别计提存货跌价准备 29.31 亿元、58.01 亿元和 112.68 亿元，规模很大。截至 2025 年底，公司房地产类存货账面价值 2663.13 亿元，未来若去化不及预期，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。
- **家居运营业务大额亏损。**受地产及相关行业景气度不振影响，美凯龙运营商场数量和租金收入持续下滑，所持物业资产估值下降，2025 年美凯龙产生投资性房地产公允价值变动损失 234.42 亿元，对公司整体盈利能力产生很大影响。
- **债务负担较重。**2023—2025 年底及 2026 年 3 月底，公司全部债务持续增长，若将永续债调入长期债务核算，公司实际债务负担较重。
- **所有者权益稳定性较弱。**截至 2025 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 66.69%、18.45% 和 9.80%，权益结构稳定性较弱。

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	B	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	F4	现金流	资产质量	1
			盈利能力	6
			现金流量	3
		资本结构	2	
		偿债能力	4	
指示评级				a
个体调整因素: --				--
个体信用等级				a
外部支持调整因素: 股东支持				+5
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明: 由于盈利能力和偿债能力指标大幅下滑, 公司指示评级结果为 a, 个体信用等级为 a。

外部支持变动说明: 公司作为厦门市国有上市公司, 可获得控股股东在业务资源、资金融通等方面的大力支持。公司外部支持子级及调整是联合资信结合其个体信用状况, 并根据外部支持能力和支持可能性所确定的。

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。

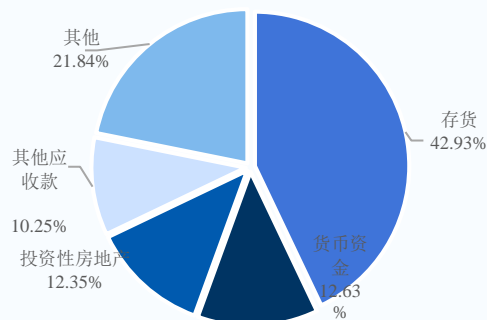
主要财务数据

项目	合并口径			
	2023年	2024年	2025年	2026年3月
现金类资产(亿元)	1011.92	972.95	946.61	1220.90
资产总额(亿元)	8208.52	7678.67	7331.24	8226.56
所有者权益(亿元)	2246.39	2281.58	1843.67	1836.69
短期债务(亿元)	695.39	671.11	792.29	1551.00
长期债务(亿元)	1207.35	1236.88	1345.99	1359.59
全部债务(亿元)	1902.74	1907.99	2138.28	2910.59
营业总收入(亿元)	7636.78	7012.96	6712.70	1401.40
利润总额(亿元)	207.92	112.39	-254.32	12.05
EBITDA(亿元)	259.92	193.23	-175.22	--
经营性净现金流(亿元)	293.95	112.13	115.89	-272.67
营业利润率(%)	4.13	5.39	5.09	3.97
净资产收益率(%)	7.50	2.55	-15.24	--
资产负债率(%)	72.63	70.29	74.85	77.67
全部债务资本化比率(%)	45.86	45.54	53.70	61.31
流动比率(%)	137.80	145.48	141.81	134.17
经营现金流动负债比(%)	6.43	2.82	2.90	--
现金短期债务比(倍)	1.46	1.45	1.19	0.79
EBITDA利息倍数(倍)	3.14	2.03	-2.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.32	9.87	-12.20	--

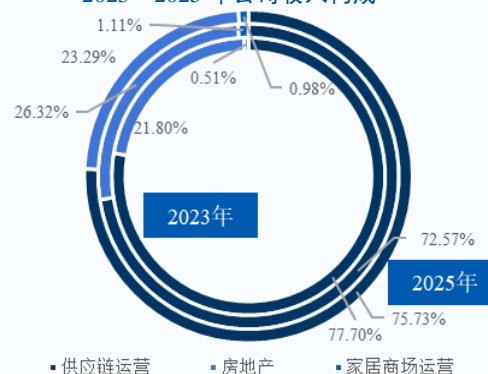
项目	公司本部口径			
	2023年	2024年	2025年	2026年3月
资产总额(亿元)	570.99	658.57	735.66	1194.70
所有者权益(亿元)	239.54	283.68	299.88	296.59
全部债务(亿元)	105.84	116.52	74.86	413.84
营业总收入(亿元)	151.75	64.14	53.62	1.90
利润总额(亿元)	18.99	44.82	15.94	4.19
资产负债率(%)	58.05	56.92	59.24	75.17
全部债务资本化比率(%)	30.64	29.12	19.98	58.25
流动比率(%)	120.93	127.63	116.11	103.87
经营现金流动负债比(%)	25.83	11.80	12.67	--

注: 1. 公司 2026 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. 合并口径和本部口径其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的有息部分已计入债务及相关指标核算
资料来源: 联合资信根据公司财务报表及公司提供资料整理

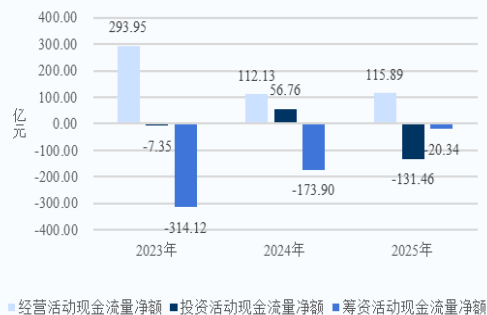
2025 年底公司资产构成



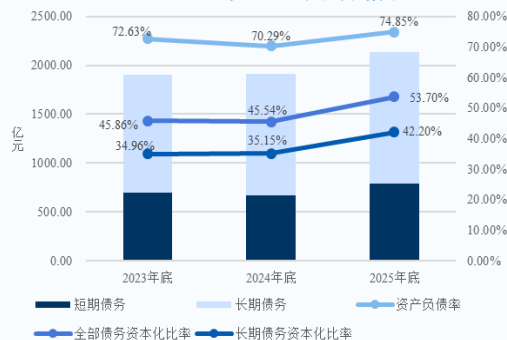
2023—2025 年公司收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 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
23 建发 Y1	10.00	10.00	2026-08-11	续期选择权、利息递延权、票面利率调整、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、利息递延权、票面利率调整、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、调整票面利率
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、调整票面利率
25 建发 MTN002	15.00	15.00	2028-06-11	延期条款、利息递延权、持有人救济条款、赎回选择权、调整票面利率
25 建发 MTN003	15.00	15.00	2028-08-07	延期条款、利息递延权、持有人救济条款、赎回选择权、调整票面利率
25 建发 MTN004	15.00	15.00	2028-11-18	延期条款、利息递延权、持有人救济条款、赎回选择权、调整票面利率
26 建发 MTN001	6.00	6.00	2029-03-18	延期条款、利息递延权、持有人救济条款、赎回选择权、调整票面利率

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时尚处于存续期的债券
资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
26 建发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2026-03-11	杨学慧 孙长征 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
25 建发 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2025-11-07	孙长征 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
25 建发 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2025-07-21	孙长征 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
25 建发 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025-06-05	孙长征 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 Y1/23 建发 Y2/24 建发 Y1/24 建发 Y2/24 建发 Y4/24 建发 Y5/24 建发 MTN002/25 建发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2025-06-13	孙长征 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
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 Y4/24 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 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

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨学慧 yangxh@lhratings.com

项目组成员：赵 兮 zhaoxi@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、资本公积转增股本以及股权激励限制性股票回购，截至2026年3月底，公司总股本为29.00亿股，其中建发集团持股46.79%，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持有建发集团100.00%股权，为公司实际控制人。

跟踪期内，公司主营业务包括供应链运营、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2025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职能部门，合并范围拥有在职员工51318人。

截至2025年底，公司合并资产总额7331.24亿元，所有者权益1843.67亿元（含少数股东权益1229.64亿元）；2025年，公司实现营业总收入6712.70亿元，利润总额-254.32亿元。

截至2026年3月底，公司合并资产总额8226.56亿元，所有者权益1836.69亿元（含少数股东权益1223.39亿元）；2026年1-3月，公司实现营业总收入1401.40亿元，利润总额12.05亿元。

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2026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“25建发MTN002”“25建发MTN003”“25建发MTN004”和“26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）
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
25建发MTN002	15.00	15.00	2025-06-11	3+N
25建发MTN003	15.00	15.00	2025-08-07	3+N
25建发MTN004	15.00	15.00	2025-11-18	3+N
26建发MTN001	6.00	6.00	2026-03-18	3+N

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至2026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141.00亿元。

其中，“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。

“24 建发 MTN002”“25 建发 MTN001”“25 建发 MTN002”“25 建发 MTN003”“25 建发 MTN004”和“26 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。2023—2025 年，公司分别派发现金红利 21.03 亿元、20.63 亿元和 20.30 亿元。公司每年分红稳定，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

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

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

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

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

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）贸易行业

2025 年，中国进出口贸易在复杂的外部环境下顶压前行，延续了稳中向好的发展势头，累计出口同比保持良好增长，韧性较强；累计进口同比保持稳定；2026 年 1—4 月，中国进出口贸易延续较快增长，进口增速高于出口。中国贸易伙伴不断扩容，积极拓展新兴市场，“一带一路”共建国家、东盟等已成为中国出口增长的主引擎，中国出口高度依赖欧美的格局已发生变化，出口目的

地结构更趋多元，但欧美需求、转口合规和贸易壁垒风险仍需关注。大宗商品价格方面，2025年，原油价格下跌，钢铁、煤炭震荡运行，黄金价格创历史新高，玉米价格略有抬升；2026年以来，原油价格强势反弹，大幅攀升，钢铁、煤炭价格有所回升，黄金价格波动加剧，玉米高位震荡后回落。贸易行业竞争格局变化不大，整体呈现“大市场、小主体”特征，行业集中度很低。政策层面，国家贸易政策持续迭代升级，在简化外贸流程、降低企业成本的同时，重点培育数字、绿色、服务等高端外贸业态，健全行业法治与标准体系，推动贸易从规模扩张向提质增效转型。展望2026年，产业升级、机电产品出口增长和市场多元化将继续为外贸提供支撑，但贸易保护主义、地缘扰动、能源航运波动和境外合规规则变化仍将对外需形成压制。国内方面，作为“十五五”开局之年，我国经济保持稳健复苏态势，内需持续回暖，为内外贸联动发展筑牢基础。依托扩大高水平对外开放、全面深化改革的政策导向，叠加产业升级、数字贸易、绿色贸易等扶持举措，营商环境持续优化。《贸易行业运行分析（2026年5月）》。

（2）房地产行业

2025年，房地产行业呈现销售低迷、投资收缩、库存高企、盈利恶化、杠杆高企、偿债趋弱的核心特征，下行趋势未改、结构分化加剧。政策持续托底但传导有限，需求修复基础不牢，房价下行压力未消，企业财务脆弱性凸显。展望未来，短期内行业政策延续宽松态势，销售降幅有望收窄，但房价止跌、信心修复、收入预期改善仍需时间，市场难以全面回暖，行业仍以去库存、防风险、稳交付为主线；长期来看，行业加快向租购并举、存量盘活、城市更新、保障房供给、“好房子”品质提升的新发展模式转型；房企从高杠杆、高周转、规模扩张转向财务稳健、产品力运营能力提升的高质量发展，分化与出清将持续。总体看，2026年房地产开发经营行业信用风险仍处很高水平，市场筑底、风险缓释、转型推进并行，头部与稳健型房企相对占优，但尾部风险仍存。详见《房地产开发经营行业分析（2026年5月）》。

2 区域环境分析

厦门市经济稳步增长，港口区位优势，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。

厦门市是中国首批经济特区、五大计划单列市之一，是外向型经济主导的现代化港口经贸城市，也是21世纪海上丝绸之路战略支点城市和新发展格局节点城市。依托世界级深水良港、自贸试验区、临港产业集群、对台融合等优势，厦门对外开放能级与经济活力持续位居全国前列。根据《厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2023—2025年，厦门市地区生产总值稳步抬升，2025年为8980.37亿元，同比增长5.7%。分产业来看，第一产业增加值24.24亿元，增长2.5%；第二产业增加值3394.74亿元，增长7.1%；第三产业增加值5561.39亿元，增长4.8%。三次产业结构为0.3:37.8:61.9，服务业占据经济主导地位，工业成为稳增长重要支撑。港口航运方面，2025年厦门港集装箱吞吐量1250.77万标箱，集装箱规模位列全国第七，临港枢纽优势持续凸显。

作为改革开放先行城市，厦门市在对外贸易、招商引资等方面享有政策优势。中国（福建）自由贸易试验区厦门片区2015年挂牌落地，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，仅以全市2.6%土地承载全市35%以上的进出口业务，在离岸贸易、航空维修、跨境电商、新能源物流等领域形成全国标杆。2023—2025年，厦门市分别实现外贸进出口总额9470.44亿元、9326.12亿元和9600.22亿元；2025年，外贸进出口总额同比增长3.0%，其中，出口5407.63亿元，增长8.6%；进口4192.58亿元，下降3.5%。其中，对共建“一带一路”国家进出口额4941.06亿元，增长6.8%；对RCEP国家进出口额3249.13亿元，增长1.1%。跨境电商进出口额206.55亿元，下降42.2%。

固定资产投资方面，2023—2025年，厦门市固定资产投资（不含农户）呈下降趋势，2025年同比下降9.0%。分产业看，第二产业投资增长1.5%；第三产业投资下降12.6%。全年基础设施投资比上年增长11.2%，其中交通运输业投资增长1.5%；工业投资增长3.0%，其中制造业投资下降3.3%；社会事业投资增长24.2%。全年房地产开发投资比上年下降41.0%。其中，住宅投资下降40.5%，办公楼投资下降21.8%，商业营业用房投资下降48.6%。全市房地产房屋施工面积2965.30万平方米，下降8.3%；房屋新开工面积243.79万平方米，下降40.7%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司是一家以供应链运营、房地产和家居商场运营业务为主业的现代服务型企业。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2026年3月底，公司总股本为29.00亿元。

(1) 供应链运营

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

公司为中国领先、全球布局的供应链运营服务商。经过 30 多年的持续深耕，针对产业链上下游客户核心诉求，搭建了集资源整合、物流规划、库存管理、风险控制、线上交易、成本优化、供应链金融、信息咨询等服务于一体的“LIFT”供应链服务体系，为客户提供以“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四大要素为基础的定制化的供应链全流程服务。

图表 2· 公司 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：公司提供

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

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，2025 年新增签约海外物流供应商约 200 家，新增海外仓超 200 个，重点布局非洲、东南亚、中东等区域的物流资源。在东南亚地区，公司已打通泰国、老挝、柬埔寨、越南等中南半岛四国的物流通路，并成立了集装箱班轮公司，积极布局集装箱班轮业务，与全球头部航运公司开展合作。截至 2025 年底，公司已稳定运营三条航线，运力规模稳定提升中；在全球的合作仓储网点超 4600 个，全国设立超 100 个自管仓，拥有 11 个期货交割库，交割商品品种包括浆纸、丁二烯橡胶、碳酸锂、工业硅、PTA 等。

产业链延伸方面，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”，2025 年底公司持股比例 40.00%）利用当地竹子资源制造竹浆，已形成 45 万吨/年的竹浆生产能力。2024 年，

公司完成对阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“祥光铜业”）67.00%股权的收购（股权取得成本 26.81 亿元，取得的净资产购买日公允价值、账面价值均为 24.41 亿元），祥光铜业拥有 40 万吨/年的阴极铜产能。

公司多年位居《福布斯》“全球企业 2000 强”；2021—2025 年，公司连续五年位居“中国上市公司品牌价值榜 TOP100”，品牌价值位列第 69 位；公司连续多年被评为“全国守合同重信用单位”“全国外贸质量效益型先进企业”，并先后入选“中国对外贸易 500 强”、商务部首批“全国供应链创新与应用示范企业”“5A 级供应链服务企业”等榜单。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

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

公司房地产业务由其下属子公司建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房产”，截至 2025 年底公司持股 64.65%）和联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，截至 2025 年底公司持股 95.00%）运营，建发房产和联发集团均拥有房地产开发一级资质。公司秉持“布局全国、区域聚焦、城市深耕”战略，现已布局海西、长三角、粤港澳大湾区等核心城市群，包括福建省以及上海、北京、杭州、成都、苏州、南京等高能级城市，形成一、二线城市强有力的互补优势，具备良好的品牌和客户口碑。

根据克而瑞研究中心发布的《2025 年中国房地产企业销售榜》，按全口径销售金额计算，建发房产位列全国第 7 名。建发房产围绕“新中式生活匠造者”的品牌定位，以建筑为载体，探索东方美学与智慧，提出“建设东方·发献大美”的产品主张，目前形成了“锦”“秀”“华”“章”四大产品系列，包括王府中式、盛世唐风、禅境中式、风雅宋韵、海派东方、诗意东方等不同风格的新中式住宅产品。2025 年，建发房产在全国 22 个城市的销售规模跻身行业前三（含县级市），依托“海晏”“观宸”等标杆项目，在北京市的操盘市占率位列全市前五。

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

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

（3）家居商场运营业务

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

2023 年，公司和控股子公司联发集团联合收购了红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）29.95%的股权，获得了美凯龙的控制权；截至 2025 年底，公司和联发集团对美凯龙分别持股 23.95%和 6.00%，所持股权均未质押。作为全国性家居装饰及家居商场运营商，美凯龙商场地域覆盖面广阔、数量多、经营面积大，在我国家居装饰及家具零售行业处于龙头地位，具备领先优势。美凯龙在一、二线城市核心地区通过自营业务模式构建行业进入壁垒，稳固其市场领先地位；通过委管及特许经营模式在三线及以下城市拓展商场网络，对下沉市场进行有效的渗透。截至 2025 年底，美凯龙经营 74 家自营商场，218 家委管商场，7 家战略合作商场，19 个特许经营家居建材项目，覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区的 181 个城市，商场总经营面积 1913.48 万平方米。美凯龙在全国主要城市落地 64 座自持家居商场，多位于一、二线城市核心地段，具有较强的区位优势。美凯龙自营商场相关物业资产多数计入投资性房地产，并采用公允价值模式进行后续计量，近年来，受房地产市场持续低迷、家居零售市场需求减弱影响，美凯龙租赁及管理收入受到较为明显的影响。2025 年，美凯龙因投资性房地产公允价值变动合计损失 234.42 亿元，截至 2025 年底，美凯龙投资性房地产公允价值为 706.50 亿元，未来若其自有商场租赁及管理费收入下滑的局面不能得以扭转，仍存在投资性房地产公允价值下降的风险。

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

(4) 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信用报告（机构信用代码：91350200260130346B），截至 2026 年 3 月 27 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，均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 2026 年 6 月 9 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

跟踪期内，公司总经理人选发生变更，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。

2026 年 4 月，公司原总经理程东方先生因工作调整，辞去公司总经理职务，由吕荣典先生担任公司总经理职务。吕荣典先生为 1977 年生人，中共党员，大学本科学历，学士学位，历任厦门建发原材料贸易有限公司副总经理、厦门建发物产有限公司总经理等职。

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。

2026 年 6 月，公司及相关负责人收到厦门证监局警示函，联合资信将对相关风险事件保持关注。

2026 年 6 月 5 日，公司收到中国证券监督管理委员会厦门监管局（以下简称“厦门证监局”）《关于对厦门建发股份有限公司、郑永达、林茂、吕荣典、许加纳、魏卓采取出具警示函措施的决定》（以下简称“警示函”），主要内容如下：经查，建发股份 2020—2022 年对个别子公司开展的部分农产品购销业务及合同管控存在缺陷，不符合公司内部管理制度的规定，导致公司相关信息披露不准确。建发股份上述行为违反了《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 40 号）第二条第一款、《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 182 号）第三条第一款、《企业内部控制基本规范》（财会〔2008〕7 号）第四条和第三十六条、《企业内部控制应用指引第 16 号——合同管理》第七条和第十一条以及《上市公司治理准则》（证监会公告〔2018〕29 号）第九十四条的规定。郑永达作为建发股份时任董事长，林茂作为公司时任总经理，吕荣典作为公司时任分管农产品业务板块的副总经理，许加纳、魏卓作为公司时任财务总监，未按照《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 40 号）第三条和第五十八条、《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 182 号）第四条和第五十一条 2 的规定履行勤勉尽责义务，对公司相关信息披露违规行为负有主要责任。

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

(三) 经营方面

1 业务经营分析

公司营业总收入主要来自供应链运营和房地产板块，自 2023 年起增加的家居商场运营板块毛利率高但收入占比小。2025 年，公司营业总收入延续下降态势，综合毛利率水平有所下降。

公司主营业务包括供应链运营业务、房地产业务和家居商场运营业务。2025 年，公司营业总收入同比下降 4.28%，主要系房地产板块景气度持续较弱，公司房地产结转收入下降所致。分板块来看，2025 年公司供应链运营业务收入较上年保持稳定；房地产业务收入同比下降 15.29%，主要系联发集团 2025 年结转收入规模大幅下降所致；家居商场运营业务受市场环境的影响，2025 年收入同比有所回落。

毛利率方面，2025 年，公司综合毛利率同比下降 0.31 个百分点。其中供应链运营业务毛利率基本保持平稳；房地产业务毛利率与当期结算项目所处区域、项目成本等存在较大关系，2025 年小幅增长；家居商场运营业务毛利率处于较高水平并呈增长趋势，主要系美凯龙优化商场品类及业态布局、停止运行部分低效率商场所致。

2026 年 1—3 月，公司营业总收入同比下降 2.53%，综合毛利率同比提升 0.92 个百分点。

图表 3 • 2023—2025 年及 2026 年 1—3 月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			2026 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	收入	占比	毛利率
供应链运营	5933.66	77.70%	2.04%	5089.36	72.57%	2.21%	5083.42	75.73%	2.17%	1319.09	94.13%	2.71%
房地产	1664.50	21.80%	11.51%	1845.84	26.32%	13.81%	1563.59	23.29%	14.39%	66.86	4.77%	20.08%
家居商场运营	38.61	0.51%	52.70%	77.76	1.11%	57.53%	65.69	0.98%	58.52%	15.45	1.10%	65.26%
合计	7636.78	100.00%	4.36%	7012.96	100.00%	5.87%	6712.70	100.00%	5.56%	1401.40	100.00%	4.23%

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

公司供应链运营业务收入以境内业务为主，境外业务比重不断提高；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。2025 年，公司供应链业务收入基本平稳，盈利能力有所下滑。

跟踪期内，公司供应链业务主要贸易品种、业务模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）占比逐步提高。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 • 2023—2025 年公司境外收入占比情况（单位：亿元）

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

注：表中境外收入是指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，2025 年，公司供应链运营分部净利润为 31.06 亿元，同比下降 11.85%。截至 2025 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（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”）和厦门建发物产有限公司（以下简称“建发物产”）。2025 年，受大宗商品价格波动以及燃油车销售下滑等因素影响，6 家主要经营主体中，建发金属、建发浆纸营业收入同比有所下滑，除建发物资外的其他主体净利润均出现不同程度的下降，其中建发浆纸和建发汽车呈亏损状态。

图表 5 • 2025 年（底）公司供应链业务部分子公司经营情况

公司名称	持股比例	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	收入 同比	净利润 同比	主要经营业务
上海建发	100.00%	348.64	53.06	1505.91	4.81	0.62%	-18.89%	建发股份设立的异地平台之一，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%	102.02	14.96	657.14	0.32	-8.79%	-75.38%	钢铁供应链运营业务
建发物资	100.00%	47.43	7.48	266.76	1.18	21.89%	25.53%	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%	141.79	30.93	512.66	-0.56	-3.80%	-118.86%	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%	52.32	13.96	131.77	-0.89	0.56%	-250.85%	从事汽车销售与服务
建发物产	100.00%	277.98	17.82	1270.32	0.45	11.92%	-15.09%	批发、零售饲料原料、油脂及油料作物、木材；经营各类商品和技术的进出口等

注：持股比例包括直接持股和间接持股比例
资料来源：公司提供

公司供应链业务经营的产品主要划分为冶金原材料、农林产品和其他产品三个大类，其中，冶金原材料主要包括矿产品、钢铁等；农林产品主要为纸浆纸张、木材和农产品等；其他产品主要包括化工、能源产品、轻纺产品、汽车和食品等（物流收入计入其

他产品收入)。2025年,大宗商品市场总体仍面对一定的价格回调压力,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3.44%。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,2025年,农林产品收入延续下降态势、毛利率有所增长;其他产品收入小幅上升,毛利率有所下降。

图表6·2023—2025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	2023年			2024年			2025年		
	收入 (亿元)	销售量 (万吨)	毛利率	收入 (亿元)	销售量 (万吨)	毛利率	收入 (亿元)	销售量 (万吨)	毛利率
冶金原材料	3148.03	12017.61	2.31%	2559.72	11708.23	1.53%	2471.69	9793.39	1.98%
农林产品	1772.51	4193.63	1.17%	1596.34	4901.76	1.41%	1564.31	4968.01	1.29%
其他产品	1013.12	/	2.70%	933.30	/	5.44%	1047.42	/	4.08%
合计	5933.66	/	2.04%	5089.36	/	2.21%	5083.42	/	2.17%

资料来源:公司提供

从结算方式看,2025年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。

图表7·公司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

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量很大,因此单一客户最高交易规模仍然较大。

图表8·2025年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	96.26	3.97%	客户一	36.41	1.47%
供应商二	92.35	3.81%	客户二	29.46	1.19%
供应商三	80.78	3.33%	客户三	29.23	1.18%

供应商四	69.07	2.85%	客户四	26.2	1.06%
供应商五	67.24	2.78%	客户五	23.09	0.93%
合计	405.70	16.74%	合计	144.39	5.84%
农林产品供应商	采购金额	占比	农林产品下游客户	销售金额	占比
供应商一	177.27	11.48%	客户一	79.36	5.07%
供应商二	88.58	5.74%	客户二	54.03	3.45%
供应商三	58.84	3.81%	客户三	50.76	3.25%
供应商四	53.17	3.44%	客户四	34.36	2.20%
供应商五	53.02	3.43%	客户五	33.46	2.14%
合计	430.88	27.90%	合计	251.97	16.11%

注：尾差系四舍五入导致
 资料来源：公司提供

(2) 房地产业务

公司地产开发项目及土地储备的区域分布以一二线城市为主。2025 年，公司拿地金额有所增长，销售面积和金额持续下降，销售回款率保持高水平；结转收入有所下降，存货跌价准备计提金额快速增长。目前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，需关注项目去化和存货跌价风险。

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

图表 9 • 2025 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	净利润	2024 年净利润
建发房产	64.65%	3922.99	1090.65	1401.03	55.18	71.11
联发集团	95.00%	1012.52	187.29	165.53	-122.06	-18.65

注：联发集团 2023—2025 年净利润亏损，主要系计提资产减值损失所致
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

土地储备方面，2025 年，公司全口径拿地金额为 788.25 亿元，较上年提升 24.13%，2025 年获取土地 51 宗，其中一、二线城市拿地金额占比约 90.0%，重点分布在北京、上海、杭州、厦门、成都等城市。截至 2025 年底，公司在一、二线城市的全口径土地储备（未售口径）货值占比约为 85%，较去年底提高约 5 个百分点；2022 年及以后获取的土地货值占比约 76%，有效增强了土储安全边际，土储结构持续优化。

开发方面，2025 年，受房地产行业景气度波动及自身开发节奏等因素影响，公司权益口径新开工面积有所增长，房屋竣工面积持续下降。2025 年，联发集团与建发房产之子公司建发国际投资集团有限公司（以下简称“建发国际”，2023 以来建发房产旗下房地产业务主要由其运营）权益口径新开工面积之和、权益口径竣工面积之和同比分别增长 9.06% 和下降 21.65%。截至 2025 年底，建发房产在建项目总投资规模为 3412.22 亿元（并表项目按 100% 列示，非并表项目按股比列示，下同），尚需投资规模为 587.28 亿元，联发集团在建项目总投资规模为 611.16 亿元，尚需投资规模为 135.73 亿元，公司在建项目尚需投资规模较大。

销售方面，2025 年，建发国际、联发集团全口径合同销售金额之和同比下降 7.46%，权益合同销售金额之和同比下降 8.75%，账面结转收入之和同比下降 14.32%。其中，建发房产实现全口径合同销售金额 1220.02 亿元，同比下降 8.59%，权益销售金额 909.32 亿元，同比下降 12.02%；联发集团实现全口径合同销售金额 257.79 亿元，同比下降 1.70%，权益销售金额 175.82 亿元，同比增长 12.96%。公司在一、二线城市的销售金额（全口径）占比超过 90%，高于土地储备（未售口径）货值占比（约 85%），其中全口径销售额超过 50 亿元的城市有 6 个，分别为杭州、上海、北京、福州、厦门和南京。回款方面，公司回款比例¹保持高水平，2025 年为 103.79%，较 2024 年提升 4.83 个百分点。

¹ 回款比例=销售回款额/合同销售额*100%

图表 10 • 2023—2025 年公司主要房地产子公司经营情况

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

注：1. 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；2. 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；3. 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；4. 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：公司年报

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，近三年，公司房地产业务分别计提存货跌价准备 29.31 亿元、58.01 亿元和 112.68 亿元，规模很大。未来若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地产市场行情，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。

（3）家居商场运营业务

2025 年，受地产及相关行业景气度不振影响，美凯龙自营及委管商场数量持续下降，加之稳商留商而采取租金优惠措施，导致营业收入持续下降；受公允价值变动损失和资产减值损失等因素影响，美凯龙大额亏损，经营现金流情况表现尚可；面对行业下行，美凯龙不断优化完善商场内品类及业态布局，后续经营业绩改善情况有待关注。

美凯龙是家居装饰及家居商场运营商和泛家居业务平台服务商，主要通过经营和管理自营商场、委管商场和特许经营商场等，为商户、消费者和合作方提供全面服务。同时，美凯龙还提供互联网零售、装修设计等泛家居消费服务。

自营模式下，美凯龙战略性地在一线和二线城市通过自建、购买或租赁的方式获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取租金及相关收入。委管模式下，美凯龙利用自身渠道和经营管理经验，通过组建管理团队，为合作方提供全面的咨询和委管服务，包括商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业以及以“红星美凯龙”品牌名称日常经营及管理合作方的家居装饰及家居商场；相应地，美凯龙根据与合作方签署的委管协议在不同参与阶段收取项目前期品牌咨询费、工程项目商业管理咨询费、招商佣金、项目年度品牌咨询费等不同费用。特许经营模式下，美凯龙利用其品牌和经营管理经验，根据合作方要求提供咨询及招商服务，授权合作方以美凯龙同意的方式使用公司旗下品牌“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，受房地产行业低迷影响，家具、家居装饰行业景气度下行，合作商户经营压力加大，美凯龙持续减少运营商场数量，2023—2025 年底，美凯龙自营商场数量累计减少 13 家，委管商场数量累计减少 57 家。出租率方面，为支持商户持续经营、留住商户，美凯龙持续通过减免租金及管理费的方式稳商留商，2025 年，自营商场平均出租率为 85.0%，较上年提升 2.00 个百分点；同期，委管商场平均出租率为 82.9%，同比基本平稳。受商场数量下降及减免租金影响，美凯龙收入持续下降，近三年分别为 115.15 亿元、78.21 亿元和 65.82 亿元，加之确认公允价值变动损失、资产减值损失和信用减值损失，净利润连续三年表现为亏损状态，分别为 -23.70 亿元、-31.90 亿元和 -254.66 亿元，其中 2025 年大额亏损系市场对未来租金预期发生了改变，租金价格短期内难以得到修复，致使投资性房地产价值显著下降；2025 年，美凯龙因投资性房地产公允价值变动合计损失 234.42 亿元，同时根据各项资产最新可回收情况，美凯龙对各类资产截至 2025 年末的可回收金额进行了测算，2025 年计提各项减值损失合计 39.04 亿元。联合

资信也注意到，美凯龙投资性房地产公允价值变动和相关减值损失等事项不直接影响其经营活动产生现金流的能力，2023—2025年，美凯龙经营活动产生的现金流量净额分别为23.64亿元、2.16亿元和8.16亿元。

图表 11 • 2023—2025 年美凯龙主要商场经营情况

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

资料来源：联合资信根据美凯龙年报整理

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

美凯龙尚有一定规模的在建、拟建自营商场和物流项目，截至2025年底，尚需投资金额合计约7.14亿元，在建项目主要位于成都、郑州、西安和宁波等城市，未来面临的资本支出压力基本可控。

2 经营效率

公司经营效率指标总体表现一般。

从经营效率指标看，2025年，公司销售债权周转率同比下滑，存货周转率基本稳定，但由于房地产业务规模相对较大，地产类存货使得公司存货周转率水平较低，总资产周转率保持稳定。

图表 12 • 2023—2025 年公司经营效率情况

对比指标	2023 年	2024 年	2025 年
销售债权周转次数（次）	43.12	33.70	30.33
存货周转次数（次）	2.00	1.89	1.97
总资产周转次数（次）	1.03	0.88	0.89

资料来源：Wind

3 未来发展

公司发展战略围绕三大主业制定，清晰明了，有望稳固综合实力。

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，加强数智化能力，提升预见力与资源力，培育第二增长曲线，从规模驱动转向效益驱动和创新驱动，朝着“提升经济效益、提升市场地位、提升海外规模”三大战略目标前行。房地产业务方面，公司将不断优化资源配置，以优质的产品和服务打动客户；持续改善体系，以精益的运营和创新提高效率；强化房开主营业务，加快培育第二曲线，深化产业链协同布局。家居商场运营业务方面，美凯龙未来战略定位明确为“家居生活新商业运营商与家居产业生态服务商”，聚焦家居行业为用户提供更美好的生活，通过提升商业内容、做好商业运营、闭环商业模式、提升空间价值；与家居商业同频共振，打造第二增长曲线平衡整体业务规模，承担服务型角色定位，将服务范围拓展至产业链上游如品牌工厂等，提升全产业链整体运作效率。

（四）财务方面

公司提供了 2025 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 2026 年一季度财务报表未经审计。合并范围方面，2025 年，公司新纳入合并范围的子公司 133 家，不再纳入合并范围的子公司 65 家；2026 年 1—3 月，公司新纳入合并范围的子公司 39 家，不再纳入合并范围的子公司 19 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

跟踪期内，受房地产板块存货的减值以及美凯龙自持物业公允价值下跌等因素影响，公司资产规模持续下降。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，账面价值易受市场波动，对公司资产价值带来较大不确定性，仍需关注进一步下跌的风险。

截至 2025 年底，公司资产总额较上年底下降 4.52%，主要系地产板块存货减少以及美凯龙自持物业公允价值下跌所致；公司资产构成以流动资产为主。

图表 13 · 公司资产主要构成

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比	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%	5660.05	77.20%	6545.67	79.57%
货币资金	983.46	11.98%	958.67	12.48%	926.10	12.63%	1193.87	14.51%
应收账款	209.23	2.55%	191.09	2.49%	232.64	3.17%	291.53	3.54%
预付款项	372.83	4.54%	237.97	3.10%	251.82	3.43%	529.95	6.44%
其他应收款	712.19	8.68%	798.20	10.39%	752.62	10.27%	797.56	9.69%
存货	3701.86	45.10%	3276.32	42.67%	3146.99	42.93%	3364.59	40.90%
非流动资产	1910.53	23.28%	1903.52	24.79%	1671.19	22.80%	1680.90	20.43%
投资性房地产	1133.60	13.81%	1127.17	14.68%	905.39	12.35%	906.01	11.01%
资产总额	8208.52	100.00%	7678.67	100.00%	7331.24	100.00	8226.56	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 2025 年底，公司流动资产较上年底下降 1.99%，主要系存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。截至 2025 年底，公司货币资金较上年底下降 3.40%，其中受限货币资金 101.61 亿元，受限比例为 10.97%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金和进口押汇保证金等。截至 2025 年底，公司应收账款账面价值较上年底增长 21.74%，主要系供应链运营业务向上下游延伸导致账期拉长，应收账款相应增加，账龄以 1 年以内占比（80.73%）为主，累计计提坏账准备 43.30 亿元，综合计提比例为 15.70%，计提较为充分，前五大欠款方期末余额合计占比 7.73%，集中度不高。截至 2025 年底，公司预付款项较上年底增长 5.82%，主要系房地产板块拿地规模小幅增长所致；预付款项余额中，账龄在 1 年以内的占 97.03%，前五名预付款客户合计占比 7.74%。公司其他应收款规模较大，主要为房地产开发业务中应收合作方、相关联营企业的经营往来款等，截至 2025 年底，公司其他应收款较上年底下降 5.66%，前五大欠款方欠款额合计占比 16.13%，其他应收款（不含应收股利）余额中账龄 1 年以上的占 47.45%，1~2 年占 9.37%，2~3 年占 12.65%，3 年以上占 30.23%，累计计提坏账准备 21.19 亿元，计提比例较低，考虑到公司其他应收款账龄较长，存在一定回收风险。截至 2025 年底，公司存货较上年底下降 3.95%，主要由开发成本（占 71.01%）和开发产品（占 14.22%）构成，累计计提跌价准备 183.61 亿元，计提比例为 5.52%。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，公司非流动资产规模较上年底下降 12.21%，主要系投资性房地产公允价值下降所致。截至 2025 年底，公司投资性房地产账面价值 905.39 亿元，其中，美凯龙的投资性房地产账面价值 706.50 亿元。美凯龙的投资性房地产采用公允价值模式后续计量，且受限比例很高。2023—2025 年，公司合并口径按公允价值计量的投资性房地产分别确认公允价值变动损失 6.23 亿元、30.36 亿元和 258.00 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 2026 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 12.21%，主要系供应链业务年初备货，带动应收账款、预付款项和存货等资产规模较快增长，符合行业经营特点。其中，流动资产占 79.57%，非流动资产占 20.43%。公司资产结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2025 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 13.91%。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 14 • 截至 2025 年底公司主要资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	101.61	监管受限资金、诉讼冻结、银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金、进口押汇保证金、工程监管户资金、公积金保证金、复垦保证金等
应收票据	0.15	已背书或贴现但尚未到期的应收票据
应收款项融资	0.48	已质押的银行承兑汇票
应收账款	0.27	质押借款
存货	184.99	抵押借款、期货交易质押
其他流动资产	0.29	存出担保保证金
债权投资	0.30	大额存单质押借款
长期股权投资	1.45	质押借款
投资性房地产	685.39	借款、CMBS、融资租赁、债券抵押
固定资产	31.21	抵押借款
无形资产	9.95	抵押借款
其他权益工具投资	3.31	质押借款
在建工程	0.27	抵押借款
合计	1019.68	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2025 年底，公司所有者权益较上年底下降明显，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 2025 年底，公司所有者权益 1843.67 亿元，较上年底下降 19.19%；其中，实收资本下降主要系公司当期回购注销限制性股票 4755.67 万股；其他权益工具增长系当期新增可续期债务融资工具所致；未分配利润下降主要系 2025 年公司大额亏损所致。截至 2025 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 33.31%，少数股东权益占比为 66.69%。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 1.57%、2.30%、9.80%和 18.45%。所有者权益结构稳定性较弱。

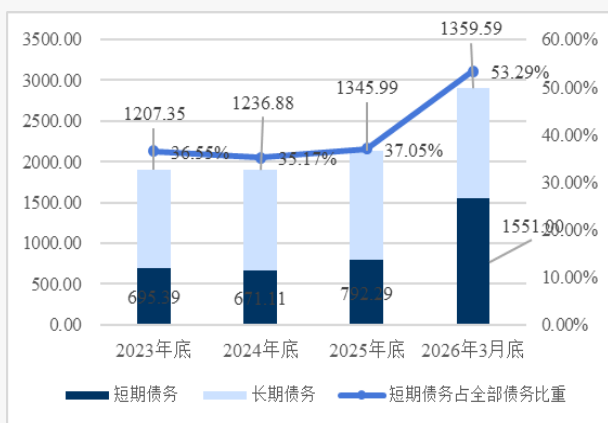
截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 1836.69 亿元，较上年底下降 0.38%，权益结构较上年底变化不大。

2025 年底，公司有息债务规模较上年底有所增长，整体债务负担较重。

截至 2025 年底，公司负债总额 5487.57 亿元，较上年底增长 1.68%；其中流动负债占 72.73%，非流动负债占 27.27%，负债结构以流动负债为主，较上年底变化不大。有息债务方面，截至 2025 年底，公司全部债务 2138.28 亿元，较上年底增长 12.07%，主要系来自长、短期借款的增长。债务结构方面，短期债务占 37.05%，长期债务占 62.95%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.85%、53.70%和 42.20%，较上年底分别提高 4.57 个百分点、提高 8.16 个百分点和提高 7.04 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 2318.92 亿元。债务结构方面，短期债务占 34.17%，长期债务占 65.83%。从债务指标看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.32%、58.24%和 47.86%，较调整前分别上升 2.46 个百分点、4.54 个百分点和 5.66 个百分点。公司债务负担较重。

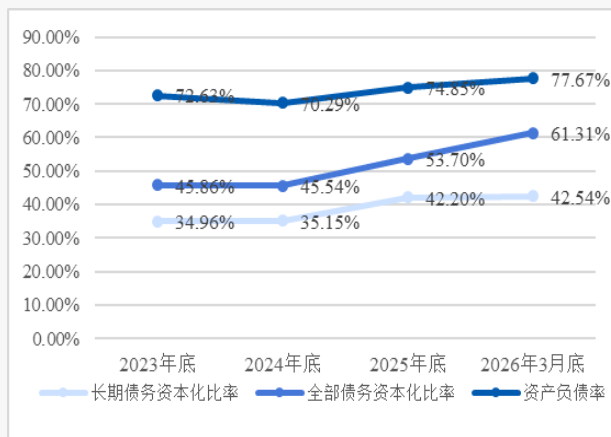
截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 2910.59 亿元，较上年底增长 36.12%，主要系年初供应链服务业务备货，带动有息债务快速增长。债务结构方面，短期债务占 53.29%，长期债务占 46.71%，短期债务占比快速提升，结构相对均衡。

图表 15 • 公司债务结构 (单位: 亿元)



资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

图表 16 • 财务杠杆水平情况



资料来源: 公司提供、联合资信根据公司财务报告整理

2025 年, 公司营业总收入同比下滑, 资产减值损失、信用减值损失和公允价值变动损失对营业利润侵蚀严重; 因美凯龙投资性房地产公允价值大幅下跌, 公司盈利显著下滑, 利润呈亏损状态。

2025 年, 公司营业总收入同比下降 4.28%, 综合毛利率同比下降 0.31 个百分点; 期间费用同比下降 5.18%, 期间费用率为 2.70%, 较上年保持稳定。2023—2025 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分别为-61.49 亿元、-105.92 亿元和-422.24 亿元, 主要系房地产业务计提的大额存货跌价准备以及投资性房地产的公允价值变动损失, 对利润侵蚀很大。受上述因素影响, 2025 年公司利润总额呈大额亏损状态。

图表 17 • 公司盈利能力情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入 (亿元)	7636.78	7012.96	6712.70	1401.40
营业成本 (亿元)	7304.08	6600.99	6339.22	1342.09
费用总额 (亿元)	162.03	191.40	181.49	39.46
投资收益 (亿元)	7.35	18.41	-2.94	0.47
资产减值损失 (亿元)	-38.96	-62.91	-150.50	-0.30
信用减值损失 (亿元)	-14.17	-13.77	-15.80	-3.77
公允价值变动收益 (亿元)	-8.35	-29.24	-255.94	-2.37
营业利润 (亿元)	108.90	111.08	-254.29	11.82
营业外收入 (亿元)	103.24 ²	5.89	5.97	0.70
利润总额 (亿元)	207.92	112.39	-254.32	12.05
营业利润率	4.13%	5.39%	5.09%	3.97%
总资本收益率	5.01%	2.88%	-5.65%	--
净资产收益率	7.50%	2.55%	-15.24%	--

资料来源: 联合资信根据公司财务报表整理

2026 年 1—3 月, 公司实现营业总收入 1401.40 亿元, 同比下降 2.53%; 营业利润率为 3.97%, 同比增长 0.96 个百分点。

公司经营活动现金持续净流入, 投资活动现金波动较大, 2025 年为大额净流出, 筹资活动现金持续净流出。考虑到公司现有债务规模以及未来各业务板块运营、投资, 公司存在较大的对外融资需求。

2023—2025 年, 公司经营活动现金流入量和流出量均持续下降, 经营活动产生的现金流量净额波动下降但保持净流入状态; 现金收入比持续下降, 主要系房地产销售的收入确认与收款存在一定的期间差异等因素所致。2023—2025 年, 公司投资活动现金流入量持续下降, 流出量波动下降, 投资活动净现金流表现波动较大, 2025 年大额净流出系房地产业务支付联营企业股权投资款

² 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

增加所致。2023—2025 年，公司筹资活动现金持续净流出，以取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金为主，考虑到公司存量债务规模，以及未来各板块可能发生的投资，公司存在较大的外部筹资需求。2026 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 272.67 亿元，投资活动现金净流出 14.12 亿元，筹资活动现金净流入 510.32 亿元。

图表 18 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	9301.61	6887.53	6552.54	1713.79
经营活动现金流出小计	9007.66	6775.40	6436.64	1986.46
经营活动现金流量净额	293.95	112.13	115.89	-272.67
投资活动现金流入小计	615.56	542.13	395.21	58.85
投资活动现金流出小计	622.91	485.37	526.67	72.97
投资活动现金流量净额	-7.35	56.76	-131.46	-14.12
筹资活动前现金流量净额	286.60	168.89	-15.57	-286.79
筹资活动现金流入小计	2333.66	2365.18	2201.52	952.18
筹资活动现金流出小计	2647.78	2539.08	2221.87	441.86
筹资活动现金流量净额	-314.12	-173.90	-20.34	510.32
现金收入比	105.87%	91.78%	89.50%	115.55%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期偿债指标表现较好，长期偿债指标表现较弱，考虑到公司融资渠道畅通，公司实际偿债能力很强。

图表 19 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	137.80%	145.48%	141.81%	134.17%
	速动比率	56.80%	62.95%	62.97%	65.20%
	经营现金流动负债比	6.43%	2.82%	2.90%	-5.59%
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.77	1.62	1.51	--
	现金短期债务比（倍）	1.46	1.45	1.19	0.79
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	259.92	193.23	-175.22	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.32	9.87	-12.20	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.15	0.06	0.05	-0.09
	EBITDA 利息倍数（倍）	3.14	2.03	-2.03	--
	经营现金/利息支出（倍）	3.55	1.18	1.34	-21.80

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较高，主要因地产生存货占比较高，速动比率表现较弱；公司销售商品提供劳务收到的现金对流动负债的保障程度尚可；公司现金类资产对短期债务的保障程度较高。2025 年，受大额亏损影响，公司 EBITDA 为负，对全部债务的本息不具有覆盖能力。银行授信方面，截至 2026 年 3 月底，公司获得银行授信总额 5050.72 亿元，尚未使用额度 1993.95 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。

未决诉讼方面，截至 2025 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 8.13 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 1.30 亿元。

对外担保方面，截至 2025 年底，子公司厦门建发融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为 27.26 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 307.02 亿元。除前述担保之外，公司对外担保余额 29.18 亿元。

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 2025 年底，公司本部资产总额 735.66 亿元，其中，流动资产和非流动资产占比分别为 59.85% 和 40.15%。流动资产主要由货币资金（占 11.73%）和其他应收款（占 83.63%）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 97.78%，主要为对子公司的投资。截至 2025 年底，公司本部货币资金为 51.63 亿元。截至 2025 年底，公司对美凯龙借款余额 99.41 亿元；对美凯龙担保余额 104.99 亿元，美凯龙已连续三年发生亏损，需关注公司本部资金回收风险及代偿风险。

截至 2025 年底，公司本部所有者权益为 299.88 亿元，其中实收资本占 9.67%，资本公积占 10.42%、未分配利润占 14.64%、盈余公积占 5.01%，其他权益工具占 60.24%。

截至 2025 年底，公司本部负债总额 435.78 亿元，流动负债和非流动负债分别占 87.03% 和 12.97%。流动负债主要为其他应付款（占 87.86%），非流动负债主要为长期借款（占 99.57%）。截至 2025 年底，公司本部资产负债率为 59.24%；本部全部债务 74.86 亿元，其中，短期债务占 24.56%、长期债务占 75.44%。截至 2025 年底，公司本部全部债务资本化比率 19.98%，如将永续债调入长期债务，本部调整后全部债务 255.50 亿元，调整后全部债务资本化比率约为 68.18%。

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。2025 年，公司本部投资收益为 11.67 亿元，利润总额为 15.94 亿元。2025 年，公司本部经营活动现金流净额为 48.06 亿元，投资活动现金流净额为 0.34 亿元，筹资活动现金流净额为 -45.36 亿元。

（五）ESG 方面

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，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司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 2025 年度纳税信用 A 级纳税人；公司注重员工安全及公平雇佣，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；公司每年职业健康及安全生产总投入超过 3000 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、外部支持

厦门市良好的区位优势对公司主业经营发展奠定了良好基础；控股股东建发集团实力雄厚，在资金融通、业务开展等方面给予公司大力支持。

厦门市作为经贸港口城市的特殊优势，为公司贸易业务的发展提供了良好的外部条件；同时稀缺的土地资源以及良好的经济环境也为公司在厦门房地产业务的开展奠定了基础。公司控股股东建发集团实力雄厚，是厦门市重要的国有资本运营平台；截至 2026 年 3 月底，建发集团资产总额 9035.46 亿元，所有者权益 2239.68 亿元；2026 年 1—3 月，建发集团实现营业总收入 1463.13 亿元，利润总额 17.85 亿元。

公司是建发集团的主要经营主体，截至 2025 年底，公司资产总额占建发集团合并口径资产总额的比重超过 90%，营业总收入占建发集团合并口径营业总收入的比重超过 96%，在建发集团体系内重要性程度非常高。自成立以来，公司在供应链服务、房地产开发等业务方面得到了建发集团的资源支持；建发集团牵头促成公司与宁德时代、海垦集团等行业龙头合作，获取稳定的农产品、新能源、金属矿产等上游货源与产业链配套资源；建发集团连续多年参加中国国际进口博览会，携公司与多家全球 500 强企业签约，共享全球客户与合作渠道。金融支持方面，建发集团在资金融通方面给予公司持续支持，公司银行授信由建发集团统一对接金融机构获取；同时，建发集团为公司下属子公司建发房产、联发集团的融资提供担保。

此外，2023—2025 年，公司获得的与日常经营相关的政府补助分别为 9.45 亿元、10.25 亿元和 10.23 亿元，计入其他收益。

八、债券偿还风险分析

截至 2026 年 6 月 5 日，公司处于存续期的永续债包括“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”“25 建发 MTN001”“25 建发 MTN002”“25 建发 MTN003”“25 建发 MTN004”和“26 建发 MTN001”，金额合计 141.00 亿元。

以 2025 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 74.85%、53.70%和 42.20%上升至 75.33%、55.28%和 44.65%；公司经营活动现金流入量为调整后长期债务的 4.41 倍，对存续期债券本息的保障能力强。

图表 20 • 公司永续债券偿还能力指标

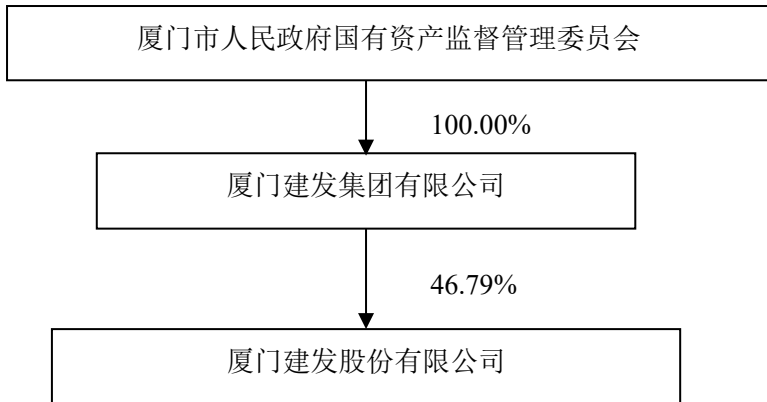
项目	2025 年
长期债务* (亿元)	1486.99
经营现金流入/长期债务 (倍)	4.41
经营现金/长期债务 (倍)	0.08
长期债务/EBITDA (倍)	-8.49

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

九、评级结论

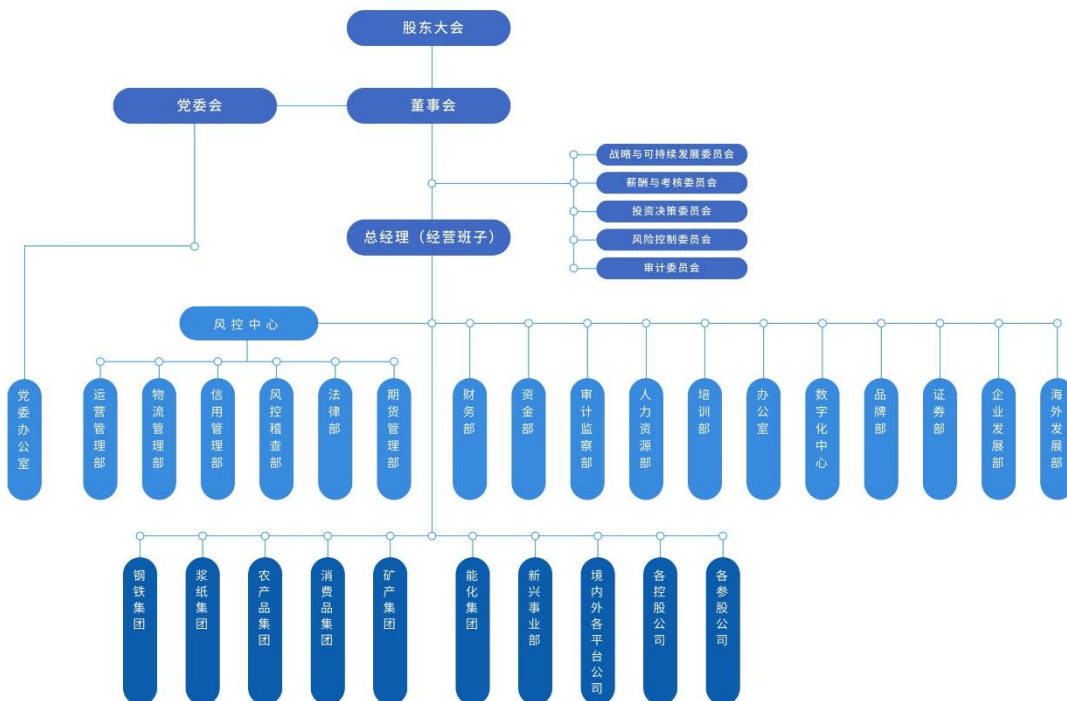
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“23 建发 Y1”“23 建发 Y2”“24 建发 Y1”“24 建发 Y2”“24 建发 Y4”“24 建发 Y5”“24 建发 MTN002”“25 建发 MTN001”“25 建发 MTN002”“25 建发 MTN003”“25 建发 MTN004”和“26 建发 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 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 2026 年 3 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	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1011.92	972.95	946.61	1220.90
应收账款（亿元）	209.23	191.09	232.64	291.53
其他应收款（亿元）	712.19	798.20	752.62	797.56
存货（亿元）	3701.86	3276.32	3146.99	3364.59
长期股权投资（亿元）	354.97	370.56	398.49	395.12
固定资产（亿元）	82.90	97.87	99.27	97.65
在建工程（亿元）	1.79	6.12	15.18	16.81
资产总额（亿元）	8208.52	7678.67	7331.24	8226.56
实收资本（亿元）	30.04	29.47	29.00	29.00
少数股东权益（亿元）	1551.28	1561.72	1229.64	1223.39
所有者权益（亿元）	2246.39	2281.58	1843.67	1836.69
短期债务（亿元）	695.39	671.11	792.29	1551.00
长期债务（亿元）	1207.35	1236.88	1345.99	1359.59
全部债务（亿元）	1902.74	1907.99	2138.28	2910.59
营业总收入（亿元）	7636.78	7012.96	6712.70	1401.40
营业成本（亿元）	7304.08	6600.99	6339.22	1342.09
其他收益（亿元）	9.45	10.25	10.23	1.52
利润总额（亿元）	207.92	112.39	-254.32	12.05
EBITDA（亿元）	259.92	193.23	-175.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8084.89	6436.69	6007.77	1619.34
经营活动现金流入小计（亿元）	9301.61	6887.53	6552.54	1713.79
经营活动现金流量净额（亿元）	293.95	112.13	115.89	-272.67
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.35	56.76	-131.46	-14.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	-314.12	-173.90	-20.34	510.32
财务指标				
销售债权周转次数（次）	43.12	33.70	30.33	--
存货周转次数（次）	2.00	1.89	1.97	--
总资产周转次数（次）	1.03	0.88	0.89	--
现金收入比（%）	105.87	91.78	89.50	115.55
营业利润率（%）	4.13	5.39	5.09	3.97
总资本收益率（%）	5.01	2.88	-5.65	--
净资产收益率（%）	7.50	2.55	-15.24	--
长期债务资本化比率（%）	34.96	35.15	42.20	42.54
全部债务资本化比率（%）	45.86	45.54	53.70	61.31
资产负债率（%）	72.63	70.29	74.85	77.67
流动比率（%）	137.80	145.48	141.81	134.17
速动比率（%）	56.80	62.95	62.97	65.20
经营现金流动负债比（%）	6.43	2.82	2.90	--
现金短期债务比（倍）	1.46	1.45	1.19	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	3.14	2.03	-2.03	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.32	9.87	-12.20	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司其他流动负债、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、联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	133.61	49.54	52.06	198.76
应收账款（亿元）	11.81	3.56	12.00	3.09
其他应收款（亿元）	154.24	291.69	367.41	--
存货（亿元）	0.24	0.08	0.17	0.10
长期股权投资（亿元）	260.36	304.75	288.78	309.32
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	570.99	658.57	735.66	1194.70
实收资本（亿元）	30.04	29.47	29.00	29.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	239.54	283.68	299.88	296.59
短期债务（亿元）	24.52	13.05	18.38	361.83
长期债务（亿元）	81.32	103.47	56.48	52.01
全部债务（亿元）	105.84	116.52	74.86	413.84
营业总收入（亿元）	151.75	64.14	53.62	1.90
营业成本（亿元）	142.60	53.40	43.17	0.32
其他收益（亿元）	2.87	2.96	1.82	0.49
利润总额（亿元）	18.99	44.82	15.94	4.19
EBITDA（亿元）	23.99	50.62	20.46	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	158.22	82.80	41.16	4.80
经营活动现金流入小计（亿元）	1830.57	962.37	930.29	90.32
经营活动现金流量净额（亿元）	64.61	32.03	48.06	-180.00
投资活动现金流量净额（亿元）	-72.36	-89.94	0.34	-6.85
筹资活动现金流量净额（亿元）	7.39	4.83	-45.36	333.52
财务指标				
销售债权周转次数（次）	24.61	8.35	6.89	--
存货周转次数（次）	172.11	336.86	351.50	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.10	0.08	--
现金收入比（%）	104.27	129.09	76.77	252.38
营业利润率（%）	5.98	16.52	19.24	81.25
总资本收益率（%）	6.95	12.58	5.40	--
净资产收益率（%）	7.93	15.71	5.24	--
长期债务资本化比率（%）	25.34	26.73	15.85	14.92
全部债务资本化比率（%）	30.64	29.12	19.98	58.25
资产负债率（%）	58.05	56.92	59.24	75.17
流动比率（%）	120.93	127.63	116.11	103.87
速动比率（%）	120.84	127.60	116.06	103.86
经营现金流动负债比（%）	25.83	11.80	12.67	--
现金短期债务比（倍）	5.45	3.80	2.83	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司 2026 一季度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