

信用评级公告

联合〔2023〕6279号

联合资信评估股份有限公司通过对建发房地产集团有限公司及其拟面向专业投资者公开发行的2023年企业债券（第二期）的信用状况进行综合分析和评估，确定建发房地产集团有限公司主体长期信用等级为AAA，建发房地产集团有限公司2023年面向专业投资者公开发行企业债券（第二期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年十一月一日

建发房地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行企业债券（第二期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：15.00 亿元（含）

本期债券期限：10 年期，第 5 年末附公司赎回选择权、调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，于兑付日一次性兑付本金及最后一期利息

募集资金用途：扣除发行费用后，拟用于钟宅北苑安置房二期工程项目建设以及补充营运资金

评级时间：2023 年 11 月 1 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V4.0.202208
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发地产”）作为厦门市国有控股的大型房地产开发商，承担了部分城市更新改造和大型公建项目的代建工作，其在区域内处于领先地位且股东支持力度较大，国有企业的背景保障了公司融资渠道的通畅。2020—2022 年，公司签约销售金额在行业下行期内仍逐年增长，经营韧性强，截至 2022 年底，公司资产流动性较好，债务结构合理。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到在房地产行业下行背景下，公司土储购置规模较大，或存在一定资本支出压力，项目销售利润空间可能进一步收窄，且公司项目面临一定去化压力及跌价风险；公司城市更新改造业务占用资金较多；合作开发规模大，项目运营、资源管控难度有所增加以及若合作方流动性紧张或对合作项目产生影响等不利因素对公司经营发展带来的负面影响。

2022 年，公司经营活动现金流入量对本期债券发行后长期债务的保障能力较好，EBITDA 对发行后长期债务的保障能力一般。

未来随着公司储备项目的陆续销售，以及城市更新改造、代建等项目的持续推进，公司有望保持良好的经营状况。

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

优势

1. **公司股东背景良好，区域品牌优势明显。**公司作为全国性大型房地产开发商，开发资质齐全，行业经验丰富，产品品质良好，区域性品牌优势较强。同时，国有企业的背景保障了公司通畅的融资渠道。
2. **控股股东支持力度较大。**公司承担了部分城市更新改造和大型公建项目的代建工作，上述业务对公司收入及利润形成有效补充。控股股东对公司提供担保支持，截至 2023 年 3 月底，控股股东对公司提供担保合计 264.51 亿元。
3. **公司签约销售金额保持增长。**2020—2022 年，公司签约销售金额快速增长，年均复合增长 30.97%。2022 年，在房

本次评级模型打分表及结果：

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	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	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：--				
个体信用等级			aa ⁺	
外部支持调整因素：股东支持			+1	
评级结果			AAA	

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

分析师：曹梦茹（项目负责人） 宋莹莹

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

地产市场大幅降温的背景下，公司仍实现销售金额同比小幅增长。

4. 公司资产流动性较好，债务结构合理。公司资产受限比例一般，整体资产流动性较好；公司全部债务以长期债务为主，债务结构合理。

关注

1. 在行业下行压力下，公司经营风险增加。2020—2022 年，公司土储购置规模较大，债务规模持续增长，存在一定资本支出压力。同时，公司于部分热点城市拿地价格较高，且有部分三四线城市项目去化较慢，考虑到目前房地产行业下行压力大，公司未来项目销售利润空间可能进一步收窄，且公司部分项目面临一定去化压力及跌价风险。
2. 城市更新改造业务投资规模大，资金占用较多。截至 2023 年 3 月底，公司现有城市更新改造业务尚需投资金额合计 203.72 亿元，仍存在较大规模的投资需求，该业务收入受政府土地出让政策影响较大，回款波动性大。
3. 合作开发规模大，项目运营及资源管控难度有所增加，少数股东权益占比较高。随着公司合作开发项目增长较多，资源管控的难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求，同时，若合作方资金紧张或对项目开发将产生不利影响。2020—2022 年，公司少数股东权益持续增长；截至 2023 年 3 月底，公司少数股东权益占比 59.38%，权益稳定性较弱。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	339.69	521.97	537.75	671.90
资产总额（亿元）	2359.56	3797.39	4222.52	4566.27
所有者权益（亿元）	512.99	829.50	1011.49	1012.03
短期债务（亿元）	83.65	99.53	104.90	99.01
长期债务（亿元）	605.68	737.82	788.72	797.16
全部债务（亿元）	689.33	837.35	893.63	896.18
营业收入（亿元）	619.79	723.78	1069.22	29.40
利润总额（亿元）	77.03	93.85	98.16	0.04
EBITDA（亿元）	92.41	106.29	108.49	--
经营性净现金流（亿元）	59.28	28.21	64.89	163.84
营业利润率（%）	19.92	18.42	15.71	21.77
净资产收益率（%）	10.36	8.23	6.85	--
资产负债率（%）	78.26	78.16	76.05	77.84
调整后资产负债率（%）	69.32	65.69	60.46	60.68
全部债务资本化比率（%）	57.33	50.24	46.91	46.96
流动比率（%）	172.80	156.68	158.02	150.42
经营现金流动负债比（%）	4.82	1.27	2.70	--
现金短期债务比（倍）	4.06	5.24	5.13	6.79
EBITDA 利息倍数（倍）	2.46	2.32	2.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.46	7.88	8.24	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	677.00	854.70	865.81	912.22
所有者权益（亿元）	118.15	182.96	210.11	209.34
全部债务（亿元）	211.11	204.27	261.67	264.75
营业收入（亿元）	7.51	0.21	0.23	0.06
利润总额（亿元）	4.99	17.62	9.78	0.90
资产负债率（%）	82.55	78.59	75.73	77.05
全部债务资本化比率（%）	64.12	52.75	55.46	55.84
流动比率（%）	181.96	171.63	223.40	207.28
经营现金流动负债比（%）	24.34	22.02	-31.68	--

注：1. 2023 年一季度财务数据未经审计；2. 公司供应链 ABS、供应链 ABN 和供应链非标计入短期债务核算，长期应付款中及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务核算；3. 公司 2020 - 2022 年底及 2023 年 3 月底所有者权益中包含永续债券

资料来源：公司提供，联合资信整理

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2023/08/08	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
AAA	稳定	2019/06/17	刘艳婷 王爽	房地产行业企业信用评级方法（2018 年）/--	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/05/12	叶青 张丽	房地产行业企业信用评级方法（2009 年）/--	阅读全文
AA	稳定	2014/05/27	叶青 李洁	房地产行业企业信用评级方法（2009 年）/--	阅读全文
AA ⁻	稳定	2011/11/21	刘献荣	房地产行业企业信用评级方法（2009 年）/--	阅读全文
A ⁺	稳定	2008/07/21	张成 孙炜	--	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

声 明

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

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

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

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

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

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

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

建发房地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者 公开发行企业债券（第二期）信用评级报告

一、主体概况

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发地产”）成立于1998年7月28日，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）与下属企业厦门建发物业管理有限公司共同设立，原名厦门建发房地产集团有限公司。截至2023年3月底，公司实收资本为20亿元，其中建发股份出资10.93亿元，建发集团出资9.07亿元，实际控制人为厦门市国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门国资委”）。

公司主营房地产开发销售及城市更新改造业务¹。截至2023年3月底，公司本部内设财务资金中心、投资资本中心、品牌舆情中心、产品研发中心、数字流程中心和党委人事中心等职能部门。

截至2022年底，公司合并资产总额4222.52亿元，所有者权益1011.49亿元（含少数股东权益600.88亿元）；2022年，公司实现营业总收入1069.22亿元，利润总额98.16亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额4566.27亿元，所有者权益1012.03亿元（含少数股东权益600.99亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入29.40亿元，利润总额0.04亿元。

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38楼；法定代表人：赵呈闽。

二、本期债券概况

本期债券名称为“建发房地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行企业债券（第二期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为 15.00 亿元（含）。本期债券期限为 10 年期，第 5 年末附公司赎回选择权、调整票面

利率选择权和投资者回售选择权。本期发行的公司债券为固定利率债券，采取单利按年计息，不计复利。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于钟宅北苑安置房二期工程项目建设以及补充营运资金。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境

2023 年上半年，随着经济社会全面恢复常态化运行，生产需求逐步恢复，消费和服务业加快修复，就业、物价总体稳定，经济运行整体回升向好。经初步核算，上半年我国 GDP 为 59.30 万亿元，按不变价格计算，同比增长 5.5%。随着前期积压需求在一季度集中释放，二季度经济表现低于市场预期，但 6 月 PMI 止跌回升、工业增加值、服务业生产指数、社会消费品零售总额等指标两年平均增速加快，反映出生产、消费等领域出现边际改善，是经济向好的积极信号，但回升动能依然较弱，恢复势头仍需呵护。信用环境方面，2023 年上半年，社融规模小幅扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。银行间市场流动性先紧后松，实体经济融资成本稳中有降。

展望未来，宏观政策调控力度将进一步加大，着力扩大内需、提振信心、防范风险，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。当前房地产市场供给仍处在调整阶段，房地产开发投资或将保持低位运行；在制造业利润低迷、外需回落以及产能利用率偏低等因素的影响下，制造业投资或将保持温和增长；就业形势整体好转，消费市场有望维持复苏态势，但修复到 2019 年水平仍需耐心等待；作为稳增长的重要

¹ 公司城市更新改造业务原为土地一级开发业务

抓手，在经济下行压力较大、出口承压、房地产疲弱等背景下，基建投资仍将发挥经济支撑作用。总体来看，2023年下半年随着基数的升高，三、四季度增速较二季度或将有所回落，但当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，实现全年5%的增长目标可期。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2023年上半年）》](#)。

四、行业分析

2023年上半年房地产市场呈现“先扬后抑”的特点，其中一季度短暂回暖复苏，但基础薄弱，二季度以来房地产行业销售及投资再次降温。土地市场“量跌价涨”，分化明显且冷热不均，城投兜底现象逐步退去，房企仍面临资金压力。2023年以来调控政策延续宽松态势，考虑到房地产市场供求关系已发生深刻变化，中央定调要适时调整优化房地产政策，为后续利好政策的出台埋下伏笔，但仍需观察后续政策力度及传导效果，预计下半年房地产行业仍将处于底部运行状态。完整版行业分析详见[《2023年半年度房地产行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底，公司注册资本为20.00亿元，其中建发股份出资10.93亿元，建发集团出资9.07亿元，实际控制人为厦门国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司作为厦门市大型房地产开发商之一，承担了部分城市更新改造及大型公建项目的代建工作，区域品牌优势明显，综合竞争力较强。

建发集团是经市政府授权国有资产投资的资产经营一体化公司，承担着执行厦门市政府社会经济发展和产业结构调整部署的重要职责，现为福建省最大的国有企业集团，连续多年位居福建省企业集团100强首位。

作为建发集团的下属核心企业，公司承担了厦门市保障性安居工程的开发、建设及运营

管理，同时公司还参与了厦门市城市基础设施项目的建设，拥有房地产开发企业和物业服务企业一级资质证书。公司旗下港股上市公司建发国际投资集团有限公司（HK.01908）及建发物业管理集团有限公司（HK.02156）业务遍及全国70余座城市。同时，公司负责福建省内部分城市更新及保障房业务；并承担了部分厦门地标性建筑及市政道路的城市基础设施建设任务。

公司在中国房地产研究会、中国房地产业协会和中国房地产测评中心三家单位联合主办的2022年中国房地产开发企业五百强中排列第16位。截至2023年3月底，公司在建项目建筑面积达2888.88万平方米。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91350200260129927P），截至2023年10月27日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录；已结清信贷记录中有关注类贷款1笔，已结清，主要系银行系统异常，非公司恶意拖欠导致。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2023年10月31日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司法人治理结构符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

作为建发集团的下属公司，公司建立了完善的法人治理结构。公司设立了股东会、董事会、监事、总经理等组织架构对公司进行经营与管理。

股东会是公司的最高权力机构，由全体股东组成，董事会是公司经营决策机构，对股东会负责，执行股东会的决定，制订公司的经营

方针、预决算方案等。目前公司设董事长 1 人，董事 6 人，共 7 人。

公司不设监事会，设监事 1 人，由股东会指定。

公司设总经理 1 人，主要负责公司的生产经营管理工作。

2. 管理水平

公司内部管理制度涵盖经营管理的主要环节，管理制度健全，财务制度规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

担保管理方面，公司对于企业外部担保行为，公司坚持风险可控的原则，实行严格的担保管理制度，将担保纳入年度预算进行管理，实行总量控制。

财务方面，公司财务部门拟订集团公司和集团整体的财务预算目标、政策，制定财务预算管理的具体措施和办法，审议、平衡财务预算方案，组织下达财务预算，协调解决财务预算编制和执行过程中的问题，组织审计、考核财务预算的执行情况，督促各企业单位完成财务预算目标；集团公司建立内部弹性预算机制。对于不影响集团整体目标的业务预算、资本预算、筹资预算之间的调整，各子公司可以按照集团内部授权批准制度执行，鼓励预算执行单位及时采取有效的经营管理对策，保证财务预算目标的实现。

资金方面，公司实行全面预算管理，对未来经营活动、筹资活动进行全面计划、分析和考核，将各项经济行为纳入预算管理轨道，增强业务和资金可控性；通过强化日常预算控制，实行滚动预算，建立月度分析和反馈机制。全面跟踪分析经营状况，各项经营收支实现了从会计核算事后控制到预算管理事前、事中控制，增强对业务和财务的可控性。

子公司方面，公司与子公司在资产、人员、业务、机构方面保持相对独立，公司主要通过行使股东权利来实现对子公司的控制和管理，包括但不限于向子公司委派董、监事人员，通

过董事会向子公司委派总经理、财务总监等公司高管，决定子公司的财务制度和财务预决算，决定子公司的重大投融资等重大事项。同时对各子公司实行经营业务年度考核，主要为年度利润指标完成情况考核制度。

七、经营分析

1. 经营概况

2020—2022 年，公司营业总收入逐年增长；受房地产开发业务毛利率下降影响，公司综合毛利率逐年下降。城市更新改造业务对毛利率影响较大，但该业务规模波动性较大。2023 年 1—3 月，公司收入同比下降但综合毛利率有所回升。

公司主营业务以房地产开发销售为主，近年来随着国家对房地产行业的从严调控，公司经营策略也不断调整，公司土地获取以招拍挂为主、收并购为辅。公司以自主开发为主、合作开发为辅，随业务规模的迅速扩大，合作开发项目体量及比例增长较快，项目运营及资源管控难度增加，同时，若合作方资金紧张或对项目开发将产生不利影响。公司合作方较多，包括全国性房企和地方城投。公司项目销售采取“自主策划、委托代理”的销售模式。在厦门区域内，公司品牌和产品质量优势突出，具有较强的区域竞争力。

2020—2022 年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长 31.34%。同期，公司房地产开发业务收入年均复合增长 35.35%，呈现持续增长态势，主要系公司加大外埠市场项目的开发和销售力度，同时福建、四川、江苏和上海等地项目销售均价较高所致。公司城市更新改造收入主要来源于后埔-枋湖和钟宅项目，2020—2022 年，城市更新改造收入有所波动。

从毛利率看，2020—2022 年，受一二线城市限价及地产市场下行影响，公司房地产开发业务毛利率呈逐年下降态势；城市更新改造业务毛利率逐年下降，主要系 2021 年以来城市更新改造收入来自钟宅项目，该项目较后埔-枋

湖项目拆迁成本有所提高所致。受上述因素的影响，2020—2022 年，公司综合毛利率持续下降。

2023 年 1—3 月，受结转项目规模下降影响公司营业总收入 29.40 亿元，同比下降 48.00%，综合毛利率上升至 24.54%。

表1 2020—2022年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务类别	2020 年			2021 年			2022 年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
房地产开发业务	532.80	85.96%	18.04%	659.87	91.17%	16.60%	976.04	91.29%	14.89%
城市更新改造	64.56	10.42%	61.55%	40.73	5.63%	37.99%	57.35	5.36%	30.76%
其他	22.44	3.62%	38.76%	23.18	3.20%	51.21%	35.83	3.35%	48.81%
合计	619.79	100.00%	23.32%	723.78	100.00%	18.91%	1069.22	100.00%	16.88%

资料来源：公司提供

2. 房地产开发业务

（1）土地储备

2020—2021 年公司扩张明显；2022 年，受行业景气度大幅下降影响，公司获取土地规模有所收缩，随着公司持续开发销售，存量土地储备略有不足；公司位于上海、厦门、北京及南京等热门城市的部分地块楼面价偏高，未来利润率可能受到一定影响。2023 年一季度，受公司拿地城市能级较 2022 年有所下沉影响，拿地均价下降明显。

2020—2022 年，公司土地获取投资额波动下降。2021 年，公司保持较大土地获取力度，土地投资额同比增长 34.32%，新增土地储备建筑面积同比增长 50.58%，新增项目主要位于长沙、泉州、莆田、厦门、杭州、贵阳和无锡等城市。2022 年，受行业景气度大幅下降影响，公司拿地规模有所收缩，土地投资额同比下降 32.86%；2022 年公司加大一二线城市土地获取力度，拿地均价大幅增长，主要系厦门及北京区域拿地均价较高所致。公司位于上海、厦门、北京及南京等热门城市的部分地块楼面价较高，需关注未来利润空间。

2023 年 1—3 月，公司拿地均价大幅下降，主要系一二线城市热门地块摇号，拿地不确定性大，公司面临补货需求，三四线城市的核心地段拿地占比有小幅提升所致。

表2 公司新增项目情况

（单位：块、万平方米、亿元、万元/平方米）

获取时间	土地获取数量	新增土地建筑面积	新增土地投资额	新增土地平均楼面价
2020 年	61	816.17	911.71	1.12
2021 年	89	1228.99	1224.60	1.00
2022 年	47	407.41	822.25	2.02
2023 年 1—3 月	11	102.01	158.28	1.55

注：数据口径为全口径

资料来源：公司提供

截至 2023 年 3 月底，公司拟建、在建及完工项目总剩余可售土地储备规划建筑面积 1568.69 万平方米（预估货值 2422.37 亿元），按照公司 2022 年销售额估算，可满足公司不到两年左右销售需求，若公司保持现有销售力度，仍存在持续补库存需求。

（2）项目开发建设

2020—2022 年，公司开工力度随项目获取面积变化而有所波动，在建项目体量较大，存在一定的资金支出压力。

从经营数据看，在整体开发项目量增长的带动下，2021 年，公司房地产新开工面积、竣工面积及期末在建面积均增长较快。2022 年，公司新增项目面积下降，同时，考虑到房地产市场下行，公司把控开发进度，当期开工面积同比下降 53.91%。2022 年，公司竣工面积同比下降 7.40%。

2023 年 1—3 月，公司竣工规模较小，期末在建面积保持较大规模。

表 3 公司房地产板块主要指标

(单位: 亿元、万平方米)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
当期房屋新开工面积	721.71	1750.93	929.06	121.72
期末在建面积	1500.58	2381.43	2811.17	2888.88
当期竣工面积	356.76	781.71	600.03	44.00

注: 表中数据均为总口径数据; 表中数据不满足上期期末在建+当期开工-当期竣工=当期期末在建面积, 主要系项目竣工备案面积与施工证面积有微差导致
资料来源: 公司提供

从在建项目来看, 截至 2023 年 3 月底, 公司在建房地产开发项目全口径总投资额 4843.28 亿元, 尚需投资 1022.23 亿元, 权益口径尚需投资金额 734.29 亿元, 同时考虑到拟建项目及后续补库存需求, 公司存在一定资本支出压力。

(3) 销售情况

2020—2022 年, 公司签约销金额快速增长, 完工项目去化率较高; 公司可售项目区域集中度较低, 但三线及以下城市存在一定的去化压力。

2020—2022 年, 公司签约销售金额快速增长, 年均复合增长 30.97%, 签约销售面积波动增长。2021 年, 在前期开工力度大的带动下, 公司进入预售阶段的项目体量大幅增长, 签约销售面积和签约销售金额均大幅提升。2022 年, 在房地产行业下行的背景下, 受益于公司土地储备充裕及增加营销力度, 签约销售金额保持小幅增长, 同比增长 1.60%。2021 年公司签约销售均价变化不大; 2022 年销售均价有所增长, 主要系 2022 年销售金额中厦门、福州、上海等一二线城市占比提升所致; 从权益口径来看, 2022 年公司销售金额权益占比为 71.06%。

2023 年 1—3 月, 公司签约销售面积同比增长 77.19%, 主要系 2023 年一季度市场热度小幅回升所致; 签约销售价格变化不大。受此影响, 2022 年 1—3 月, 公司签约销售金额同比增长 83.83%。

表 4 公司房地产销售情况

(单位: 万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
回款率	102.77%	93.63%	95.62%	103.28%
签约销售面积	531.03	914.41	839.48	233.93
签约销售均价	1.96	1.92	2.12	1.96
签约销售金额	1038.82	1753.85	1781.99	457.56

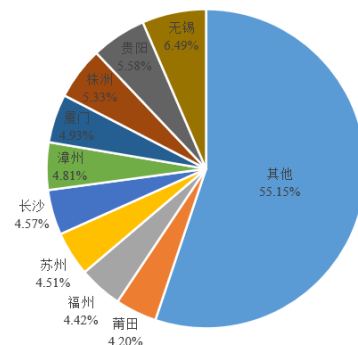
注: 表中数据均含合营及联营公司数据

资料来源: 公司提供

截至 2023 年 3 月底, 公司全口径可售面积 4909.04 万平方米, 累计签约销售面积 3340.35 万平方米, 去化率 68.04%, 其中, 部分区域因项目开盘时间较短, 销售比例较低。完工项目去化率 94.63%, 去化率较高。

从城市布局来看, 公司土地储备前五大城市合计占比 27.14%, 集中度较低。

图 1 截至 2023 年 3 月底公司可售土地储备规划建筑面积区域分布情况

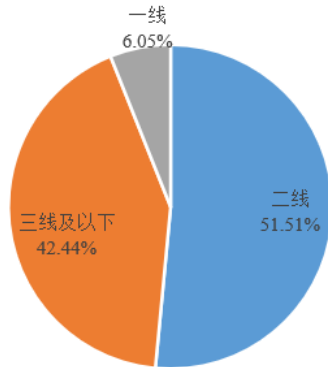


注: 其他为占比不足 4% 区域加总

资料来源: 公司提供

从城市能级来看, 截至 2023 年 3 月底, 公司剩余可售项目中三线及以下城市占比较高, 未来或存在一定的去化压力。

图2 截至2023年3月底公司可售土地储备规划建筑面积城市能级分布情况



资料来源：公司提供

3. 城市更新改造业务

公司有一定规模的城市更新改造项目，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。

公司城市更新改造业务由厦门市禾山建设发展有限公司（以下简称“禾山公司”）负责。经营模式是公司自筹资金进行项目的规划与建设、征地与拆迁、基础设施建设及公建配套建设等，在项目改造过程中可取得销售收入，在项目改造完成后由当地政府按照协议约定，通过基金预算与禾山公司结算，拨付资金作为项目改造的包干费用，公司目前有后埔-枋湖旧村改造和钟宅畲族社区旧村改造项目两个城市更新改造项目。2020—2022年，公司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。

公司对后埔-枋湖旧村改造项目预计总投资额为295.47亿元，截至2023年3月底，已投资150.59亿元。枋湖、薛岭和后埔三个片区的总用地面积73.41万平方米，可出让建筑面积159.70万平方米，截至2023年3月底，已出让面积97.06万平方米，出让比例60.78%，已回款246.26亿元。

公司对钟宅畲族旧村改造项目预计总投资171.57亿元，项目总用地面积61.00万平方米，可出让面积50.75万平方米。截至2023年3月底，该项目已投资112.73亿元，已出让建筑面积26.99万平方米，已回款71.77亿元。

4. 经营效率

公司经营效率有所波动但在同行业中处于较好水平。

2020—2022年，公司流动资产周转次数分别为0.34次、0.26次和0.29次；同期公司存货周转次数分别为0.38次、0.30次和0.36次；总资产周转次数波动下降，三年分别为0.31次、0.24次和0.27次。与同行业类似企业对比看，公司经营效率较好。

表5 2022年同行业经营效率对比情况

（单位：次）

企业名称	流动资产周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
中国铁建房地产集团有限公司	0.20	0.23	0.18
珠海华发实业股份有限公司	0.18	0.21	0.16
北京首都开发股份有限公司	0.19	0.25	0.16
公司	0.29	0.36	0.27

注：为了便于对比，上表相关数据来自 Wind

数据来源：Wind

5. 未来发展

公司未来将借助建发集团的支持以及自身较强的各项业务开发经验，拓展各项业务机会，朝多元化、综合化方向发展。

未来，公司将进一步加快项目的开发和经营，缩短营运周期，提高运营效率，扩大建设规模和提升产品品质。促进商业模式提升与转变，在提升传统生产经营模式的同时，加强资产经营和资本经营，以实现经营规模的安全快速增长。

城市基础设施建设仍作为公司主要的业务经营方向，未来公司将继续完成各项建设任务。在绿色节能住宅开发方面，公司将在现有业务的基础上，开发绿色节能住宅项目，实现“绿色建筑普及化”的规划。

在商业运营方面，公司将在经营好现有项目的基础上，打造专业的商业运营管理团队，以开发中高端精品项目为目标，积极拓展相关商业运营资源，达到具备自主设计、自主招商和自主运营的综合竞争力。

在物业管理方面，公司将以本土化收费的全新管理服务模式服务业主，最大程度提升业主享有的居住价值和市场价值。

在市场和城市布局方面，公司将积极布局若干个省会二线中心城市，扩展福建省内多个三、四线城市房地产一、二级市场的业务区域，扩大现有项目城市及周边区域的业务。同时合理优化在全国及福建省内的土地储备布局。

八、财务分析

1. 财务概况

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司提供的2020—2022年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年一季度财务报表未经审计。

截至2022年底，公司合并资产总额4222.52

亿元，所有者权益1011.49亿元（含少数股东权益600.88亿元）；2022年，公司实现营业总收入1069.22亿元，利润总额98.16亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额4566.27亿元，所有者权益1012.03亿元（含少数股东权益600.99亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入29.40亿元，利润总额0.04亿元。

2. 资产质量

2020—2022年末，随着公司房地产业务规模快速扩张，公司资产总额快速增长，资产构成以流动资产为主，合作项目增多导致其他应收款规模较大，存货存在一定的跌价风险。非流动资产主要为对联营企业投资以及投资性房地产，公司资产受限比例一般，资产流动性较好。

表 6 公司资产主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	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	2126.38	90.12	3474.23	91.49	3800.85	90.01	4121.44	90.26
货币资金	339.43	14.39	521.88	13.74	537.67	12.73	671.86	14.71
其他应收款（合计）	221.08	9.37	378.07	9.96	494.97	11.72	603.53	13.22
存货	1458.13	61.80	2392.85	63.01	2563.11	60.70	2610.65	57.17
非流动资产	233.17	9.88	323.16	8.51	421.67	9.99	444.83	9.74
长期股权投资	54.25	2.30	99.18	2.61	183.46	4.34	183.35	4.02
投资性房地产	63.79	2.70	90.97	2.40	103.81	2.46	103.81	2.27
递延所得税资产	39.52	1.67	49.98	1.32	64.99	1.54	81.99	1.80
资产总额	2359.56	100.00	3797.39	100.00	4222.52	100.00	4566.27	100.00

注：占比为占资产总额的比例

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2020—2022 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 33.77%。截至 2022 年底，公司资产以流动资产为主。

2020—2022年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长25.86%，2021年增幅较大主要系当年销售规模增加以及公司融资收到现金增加所致。公司资金以银行存款为主（占99.83%），其余为少量库存现金和其他货币资金。截至

2022年底，公司受限货币资金规模为29.36亿元（占5.46%），主要为保证金、工程监管户存款等。

公司其他应收款（合计）主要为与合营企业和联营企业的经营性资金往来及拆借。2020—2022年末，公司其他应收款（合计）持续增长，年均复合增长49.63%。截至2022年底，公司其他应收款（合计）较年初增长30.92%。

2020—2022 年末，公司存货持续增长，年均复合增长 32.58%，主要系 2021 年公司拿地及开发力度较大所致。截至 2022 年底，公司存货账面价值构成主要为开发成本（占 96.56%）和开发产品（占 3.43%）。公司存货累计计提跌价准备 46.39 亿元，计提比例 1.78%，主要系宿迁誉璟湾一期、珠海悦玺、南通鸿璟园、佛山三堂院和南宁和鸣等项目最终售价不达预期所致。公司位于上海、厦门等区域的部分项目获取均价较高，在房地产市场下行的背景下，存货仍存在一定的跌价风险。

2020—2022 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 83.90%。截至 2022 年底，公司长期股权投资较年初增长 84.98%，主要系对联营企业的投资增加所致。

2020—2022 年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长 27.57%。截至 2022 年底，公司投资性房地产较年初增长 14.11%，主要系随在建项目完工，商业自持项目增加所致。

截至 2022 年底，公司资产受限比例较低。

表 7 截至 2022 年底公司受限资产情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额 比例	受限原因
货币资金	29.36	0.70%	保证金、工程 监管户存款等
存货	449.17	10.64%	用于借款抵押
投资性房地产	51.22	1.21%	用于借款质押
在建工程	5.90	0.14%	用于借款抵押
固定资产	4.26	0.10%	用于借款抵押
无形资产	1.34	0.03%	用于借款抵押
合计	541.24	12.82%	—

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额较年初增长 8.14%，主要系流动资产增加所致。公司资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

2020—2022 年末，随着开发项目的增多，公司少数股东权益和永续债快速增长，带动公司所有者权益增长；所有者权益中未分配利润及少数股东权益占比较高，权益稳定性较弱。

2020—2022 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 40.42%。截至 2022 年底，公司所有者权益 1011.49 亿元，较年初增长 21.94%，主要系少数股东权益和永续债增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 40.59%，少数股东权益占比为 59.41%。在所有者权益中，实收资本占 1.98%、其他权益工具（永续债）占 12.82%、资本公积占 1.12%、其他综合收益 0.26%、盈余公积占 0.99% 和未分配利润占 23.42%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2023 年 3 月底，公司所有者权益 1012.03 亿元，较年初增长 0.05%；所有者权益构成变化不大。

(2) 负债

公司债务结构以长期债务为主，符合公司项目建设周期长的特点，债务结构较好。公司债务规模持续增长，整体债务负担尚可，但公司存续债券规模较大，存在一定的刚性兑付压力。

表 8 公司负债主要构成

科目	2020 年末		2021 年末		2022 年末		2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	1230.57	66.64	2217.47	74.72	2405.32	74.91	2739.96	77.09
应付账款	149.55	8.10	247.73	8.35	204.57	6.37	169.91	4.78
其他应付款（合计）	195.55	10.59	312.99	10.55	267.42	8.33	289.97	8.16
合同负债	686.83	37.20	1378.82	46.46	1663.56	51.81	1991.78	56.04
其他流动负债	62.49	3.38	123.39	4.16	128.77	4.01	154.41	4.34
非流动负债	616.00	33.36	750.41	25.28	805.71	25.09	814.28	22.91
长期借款	329.53	17.85	421.84	14.21	413.18	12.87	418.70	11.78
应付债券	161.16	8.73	178.34	6.01	252.50	7.86	255.53	7.19
其他非流动负债	95.00	5.14	136.00	4.58	121.39	3.78	121.36	3.41
负债总额	1846.57	100.00	2967.89	100.00	3211.03	100.00	3554.24	100.00

注：占比为占负债总额的比例

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020—2022年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长31.87%。截至2022年底，公司负债总额较年初增长8.19%，主要系流动负债增加所致。公司负债以流动负债为主。

2020—2022年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长39.81%。截至2022年底，公司流动负债较年初增长8.47%，主要系合同负债增加所致。

2020—2022年末，公司应付账款随项目建设推进和支付节奏变化波动增长，年均复合增长16.96%。截至2022年底，公司应付账款较年初下降17.42%，主要系应付开发成本款减少所致。公司应付账款主要为应付开发成本款（占96.08%）。

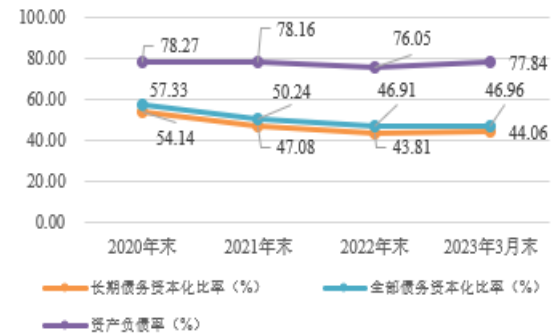
公司合同负债主要涉及公司客户的房地产销售合同中收取的预收款。2020—2022年末，公司合同负债持续增长，年均复合增长55.63%，主要系销售规模增加所致。

2020—2022年末，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长43.56%。截至2022年底，公司其他应付款（合计）较年初下降14.56%，主要系往来款减少所致。

2020—2022年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长22.20%。截至2022年底，公司长期借款较年初下降2.05%。长期借款主要由抵、质押借款和保证借款构成。

有息债务方面，2020—2022年，公司全部债务持续增长，年均复合增长13.86%。截至2022年底，公司全部债务893.63亿元，较年初增长6.72%。债务结构方面，短期债务占11.74%，长期债务占88.26%，以长期债务为主。从债务指标来看，2020—2022年末，公司调整后资产负债率分别为69.32%、65.69%和60.46%，持续下降；全部债务资本化比率分和长期债务资本化比率均持续下降。整体看，公司债务负担有所下降。

图3 公司债务指标情况



资料来源：公司提供，联合资信整理

如将永续债调整计入长期债务，2020—2022年末，公司全部债务分别为721.33亿元、932.05亿元和1023.33亿元，年均复合增长19.11%。从债务指标来看，公司资产负债率分别为79.62%、80.65%和79.12%；全部债务资本化比率分别为60.00%、55.92%和53.71%；长期债务资本化比率分别为57.00%、53.12%和51.02%，债务负担较调整前有所加重。

截至2023年3月底，公司全部债务较年初增长0.29%。债务结构方面，仍以长期债务为主。从债务指标来看，截至2023年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别提高1.79个百分点、提高0.06个百分点和提高0.25个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至2023年3月底，公司全部债务增至1025.88亿元。从债务指标看，截至2023年3月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较调整前分别上升2.84个百分点、6.80个百分点和7.17个百分点。

从公司提供的有息债务分布情况来看，公司有息债务到期期限较为分散，集中偿付压力较小。

表9 截至2023年3月底公司有息债务期限分布情况
(单位：亿元)

科目	银行借款	公司债券	非银借款	合计
1年以内	71.03	--	0.31	71.33
1~2年	148.90	--	--	148.90
2~3年	177.13	76.40	0.52	254.05

3年以上	92.15	179.45	121.36	392.96
合计	489.21	255.85	122.19	867.25

注：上表数据不包含永续债，与联合资信有息债务差异在于不包括应付票据、租赁负债和供应链ABS、供应链ABN和供应链非标

资料来源：公司提供

4. 盈利能力

近年来，随着公司经营规模不断扩大，利润规模保持快速增长，但盈利指标均有所下降，公司资产减值损失对利润产生一定影响。

公司收入分析详见前文经营概况。2020—2022年，受限价及土地成本增加影响，公司营业利润率逐年下降，分别为19.92%、18.42%和15.71%。

随着房地产业务规模不断扩大，2020—2022年，公司费用总额持续增长，年均复合增长7.24%。2022年，公司费用总额为47.19亿元，同比增长5.96%，主要系销售费用增长所致。其中，销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为84.11%、10.96%、2.36%和2.56%，以销售费用为主。2022年，公司销售费用为39.69亿元，同比增长14.27%，主要系公司广告宣传费和职工薪酬增加所致，公司销售费用增长率高于销售额增长率主要系2022年房地产市场下行，为促进销售，公司在前端营销和销售方面的投入有所增加；管理费用为5.17亿元，同比增长91.39%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为1.21亿元，同比下降81.65%，主要系利息净支出减少所致。公司管理费用规模较小，主要系公司将项目公司管理人员的费用在销售费用科目核算所致。

非经常性损益方面，2020—2022年，公司投资收益分别为4.33亿元、7.83亿元、16.84亿元，持续增长，年均复合增长97.32%，2022年增长主要系权益法核算的长期股权投资收益增加所致；公司资产减值损失分别为12.85亿元、5.75亿元和38.98亿元，主要为存货跌价损失，对营业利润产生一定影响。

盈利指标方面，2020—2022年，公司总资产收益率分别为5.61%、4.73%和4.13%，逐年下降；净资产收益率分别为10.36%、8.23%和6.85%，持续下降。公司各盈利指标有待提高。

与同行业房地产企业比较，2022年公司盈利指标处于中等水平。

表 10 2022 年同行业盈利情况对比

企业名称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
中国铁建房地产集团有限公司	13.65	1.11	6.16
珠海华发实业股份有限公司	20.18	1.70	12.71
北京首都开发股份有限公司	16.62	1.54	-1.58
公司	16.88	2.47	11.66

注：为了便于对比，上表相关数据来自 Wind

资料来源：Wind

5. 现金流

2020—2022年，公司经营活动净现金流持续净流入；投资活动现金流净额有所波动；筹资活动现金流量净额持续为正。2022年以来，地产行业下行，公司缩减拿地规模并加大销售力度，经营现金流量净额净流入规模有所扩大。随着公司到期债务规模的增长以及开发项目的资金投入，公司仍存在一定的融资需求。

表 11 2020—2022 年及 2023 年 1—3 月公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1367.71	2357.53	2120.72	436.43
经营活动现金流出小计	1308.43	2329.31	2055.83	272.59
经营现金流量净额	59.28	28.21	64.89	163.84
投资活动现金流入小计	146.90	212.18	274.71	61.11
投资活动现金流出小计	140.35	280.18	338.85	85.05
投资活动现金流量净额	6.55	-68.01	-64.14	-23.94
筹资活动前现金流量净额	65.83	-39.79	0.75	139.91
筹资活动现金流入小计	673.91	1031.91	891.88	98.70
筹资活动现金流出小计	571.54	819.80	889.95	109.08
筹资活动现金流量净额	102.38	212.10	1.93	-10.38

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2020—2022年，公司经营现金流入波动增长，年均复合增长24.52%，主要系销售回款有所波动所致；经营活动现金流出波动增长，年均复合增长25.35%，主要系项目获取及开发建设投入波动增加所致。2020—2022年，公司经营现金净额持续净流入。2022年地产行业下行，公司缩减拿地规模并加大销售力度，经营现金流量净额净流入规模有所扩大。

从投资活动来看，2020—2022年，公司投资活动现金流入持续增长，年均复合增长36.75%，主要系合作项目前期营运资金回流增加所致；投资活动现金流出持续增长，年均复合增长55.38%，主要系合作项目中公司支付合作方应承担的保证金或地价款增加所致。2020—2022年，公司投资活动现金流由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2020—2022年，公司筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长15.04%，主要系公司债权投资计划融资款有所波动所致；筹资活动现金流出年均复合增长24.78%，主要系偿还债务增加所致。2020—2022年，公司对筹资活动较为依赖。

2023年1—3月，从经营活动来看，地产行业下行，公司采取谨慎的拿地策略，经营活动

现金流持续净流入；公司对外投资规模较大，投资活动现金持续净流出；筹资活动现金流由净流入变为净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债能力指标表现较好，长期偿债能力指标表现尚可，同时考虑到公司在经营规模、股东背景以及区域竞争力等方面的优势，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2020—2022年末，公司流动比率和速动比率均波动下降。2020—2022年末，公司现金类资产对短期债务的保障程度较高。截至2023年3月底，公司流动比率小幅下降，速动比率和现金短期债务比均有所上升。整体看，公司短期偿债能力指标较好。

从长期偿债能力指标看，2020—2022年，公司EBITDA持续增长。2022年，公司EBITDA为108.49亿元，同比增长2.07%。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占7.26%）和利润总额（占90.48%）构成。2020—2022年，公司EBITDA利息倍数波动增长，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA持续增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力尚可。

表 12 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 1—3 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	172.80	156.68	158.02	150.42
	速动比率（%）	54.30	48.77	51.46	55.14
	经营现金/流动负债（%）	4.82	1.27	2.70	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.71	0.28	0.62	--
	现金短期债务比（倍）	4.06	5.24	5.13	6.79
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	92.41	106.29	108.49	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.46	7.88	8.24	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.09	0.03	0.07	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.46	2.32	2.65	--
	经营现金/利息支出（倍）	1.58	0.61	1.58	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2023年3月底，公司在多家银行获得授信总额度为1706.29亿元，尚未使用额度为836.06亿元，上述额度包括银行债券投资额度，公司间接融资渠道畅通。

截至2023年3月底，除为客户按揭贷款提供保证担保外，公司及下属子公司对外担保金额为50.61亿元，被担保对象主要为公司参股的项目公司，或有负债风险可控。

截至2023年3月底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

7. 公司本部财务分析

公司本部为债务融资主体，永续债规模较大，偿债压力较大；公司本部主要业务集中于下属子公司，收入规模较小，利润主要来源于投资收益。考虑到公司本部对子公司的控制能力强，公司本部的偿债资金来源为下属子公司项目销售收入及外部融资资金，整体债务负担可控。

2020—2022年末，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长13.09%。截至2022年底，公司本部资产总额865.81亿元，较上年底增长1.30%。其中，流动资产642.68亿元（占比74.23%）。

2020—2022年末，公司本部负债波动增长，年均复合增长8.32%。截至2022年底，公司本部负债总额655.70亿元，较上年底下降2.39%。其中，流动负债287.68亿元（占比43.87%），非流动负债368.01亿元（占比56.13%）。截至2022年底，公司本部全部债务261.67亿元，长期债务占97.78%。截至2022年底，公司本部全部债务资本化比率55.46%，公司本部对子公司的控制能力强，公司本部的偿债资金来源为下属子公司项目销售收入及外部融资资金。

2020—2022年末，公司本部所有者权益持续增长，年均复合增长33.35%。截至2022年底，公司本部所有者权益为210.11亿元，较上年底增长14.84%，主要系其他权益工具增长所致，其他权益工具全部为永续债，规模较大。

2020—2022年，公司本部营业总收入波动下降，年均复合下降82.37%；利润总额波动增长，年均复合增长39.95%。2022年，公司本部营业总收入为0.23亿元。同期，公司本部投资收益为20.17亿元。

2020—2022年，经营活动产生的现金流量净额波动下降；投资活动产生的现金流量净额持续下降；筹资活动产生的现金流量净额持续下降，年均复合下降53.47%。

截至2023年3月底，公司本部资产总额912.22亿元，所有者权益为209.34亿元，负债总额702.88亿元；公司本部资产负债率77.05%；全部债务264.75亿元，全部债务资本化比率55.84%。2023年1—3月，公司本部营业收入0.06亿元，利润总额0.90亿元，投资收益3.72亿元。2023年1—3月，公司本部经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为-5.42亿元、39.13亿元、-3.26亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券发行对公司现有债务规模影响不大；公司是厦门市大型房地产开发商，股东背景良好，区域性品牌优势明显，近年维持较大投资开发力度，房产销售收入保持增长趋势。公司整体抗风险能力极强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

如本期债券发行规模为15.00亿元，分别占2023年3月底长期债务和全部债务的1.88%和1.67%，对公司现有债务结构影响很小。以2023年3月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率上升至77.91%、47.38%和44.52%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

以2022年的财务数据为基础，考虑本期债券发行后，2022年经营活动现金流入量对发行后长期债务的保障能力较好；2022年经营活动现金净流量无法覆盖发行后长期债务；2022年EBITDA对发行后长期债务的保障能力一般。

表13 本期债券保障能力测算

项目	2022年底
发行后长期债务*（亿元）	803.72
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	2.64
经营现金流净额/发行后长期债务（倍）	0.08
发行后长期债务/EBITDA（倍）	7.41

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

十、外部支持

公司控股股东实力强，在供应链运营和房地产等业务领域具有良好的市场形象及商业信用，为公司业务开展提供了有力的支持。

1. 支持能力

公司控股股东建发股份为股份制上市公司（股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH），截至2023年3月底，建发集团持有控股股东建发股份45.15%股份。厦门国资委持有建发集团100%股权。

建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业，地产业务主体为建发地产和联发集团有限公司。建发集团的供应链运营业务由建发股份负责经营。

截至2022年底，建发集团合并资产总额7235.63亿元，所有者权益2002.89亿元（含少数股东权益1405.45亿元）；2022年，建发集团实现营业总收入8473.74亿元，利润总额153.91亿元。

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

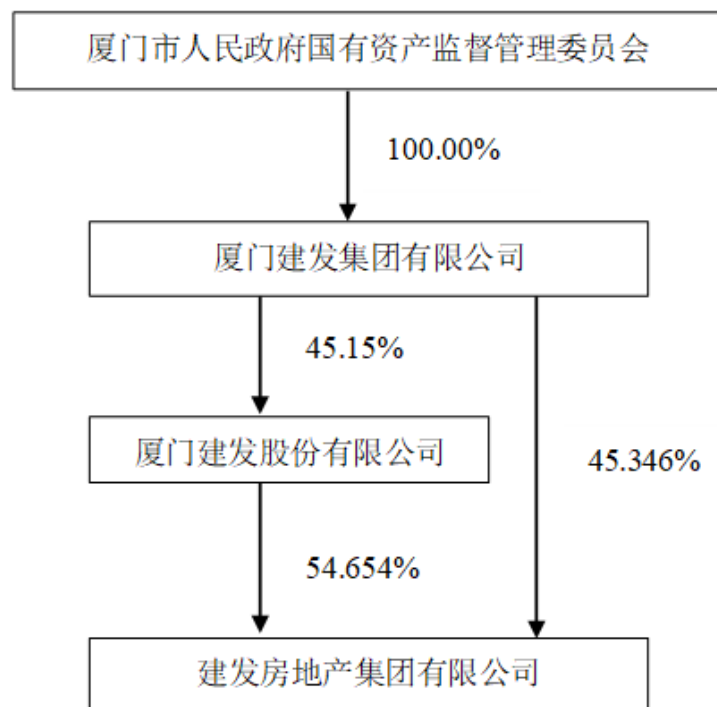
2. 支持可能性

建发集团和建发股份对公司提供担保支持，截至2023年3月底，建发集团和建发股份提供担保合计264.51亿元。公司亦承担了部分城市更新改造和大型公建项目的代建工作，国有控股股东的支持力度较大。

十一、结论

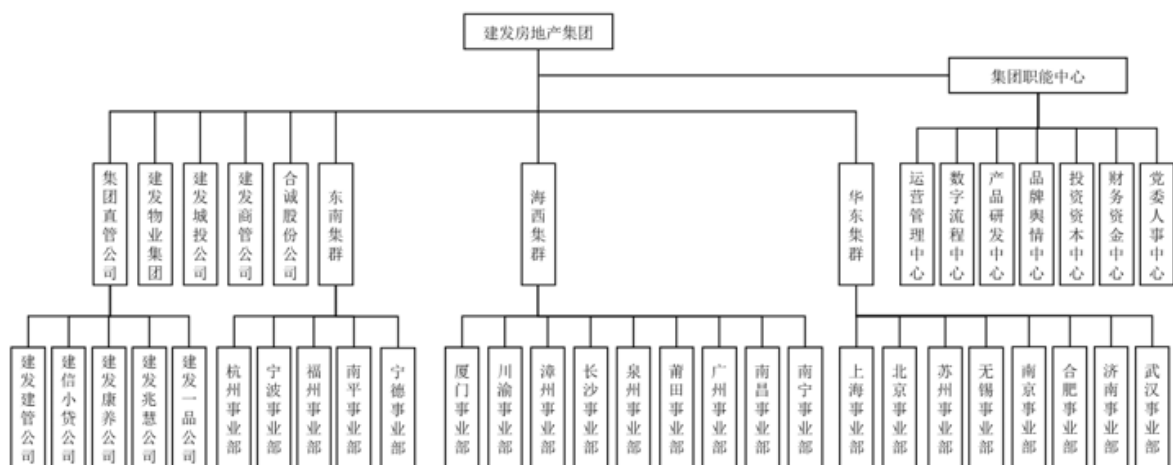
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为AAA，本期债券信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底建发房地产集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底建发房地产集团有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2023 年 3 月底建发房地产集团有限公司主要子公司情况

序号	子公司名称	主要经营地/注册地	注册地	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
					直接	间接	
1	厦门益悦置业有限公司	厦门	厦门	房地产业、投资	0	100	投资设立
2	厦门兆澄壹投资有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	100	投资设立
3	厦门市禾山建设发展有限公司	厦门	厦门	房地产业	15.71	84.29	投资设立
4	厦门兆和盛房地产开发有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	100	投资设立
5	杭州兆越房地产有限公司	杭州	杭州	房地产业	0	100	投资设立
6	厦门兆樾投资有限公司	厦门	厦门	投资管理	0	85	投资设立
7	厦门兆汇盈房地产开发有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	100	投资设立
8	上海建发盛高企业发展有限公司	上海	上海	房地产业	0	100	投资设立
9	建发国际投资集团有限公司	香港	香港	投资管理	0	60.91	非同一控制下企业合并
10	成都兆欣麟房地产开发有限公司	成都	成都	房地产业	0	100	投资设立
11	厦门兆和源房地产开发有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	100	投资设立
12	上海兆钊房地产开发有限公司	上海	上海	房地产业	0	100	投资设立
13	上海古锋房地产开发有限公司	上海	上海	房地产业	0	51	投资设立
14	厦门兆腾达房地产开发有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	100	投资设立
15	北京兆新房地产开发有限公司	北京	北京	房地产业	0	100	投资设立
16	北京兆昌房地产开发有限公司	北京	北京	房地产业	0	100	投资设立
17	成都兆蓉禧房地产开发有限公司	成都	成都	房地产业	0	100	投资设立
18	厦门兆灝隆房地产开发有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	100	投资设立
19	宁波兆信房地产有限公司	宁波	宁波	房地产业	0	100	投资设立
20	厦门兆元盛房地产开发有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	100	投资设立
21	淮安兆丰房地产开发有限公司	淮安	淮安	房地产业	0	100	投资设立
22	益能国际有限公司	香港	香港	投资管理	0	100	投资设立
23	福州兆裕房地产开发有限公司	福州	福州	房地产业	0	100	投资设立
24	厦门建益融房地产有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	51	投资设立
25	宁波兆汇房地产有限公司	宁波	宁波	房地产业	0	100	非同一控制下企业合并
26	厦门兆百俐房地产开发有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	100	非同一控制下企业合并
27	厦门兆宇盛房地产开发有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	100	投资设立
28	苏州兆创房地产开发有限公司	苏州	苏州	房地产业	0	100	投资设立
29	上海兆珑房地产开发有限公司	上海	上海	房地产业	0	100	投资设立
30	苏州兆坤房地产开发有限公司	苏州	苏州	房地产业	0	100	投资设立
31	江阴建瓴房地产开发有限公司	江阴	江阴	房地产业	0	100	投资设立
32	福建兆和房地产有限公司	漳州	漳州	房地产业	0	100	投资设立
33	厦门垚泽投资有限公司	厦门	厦门	投资管理	0	73	投资设立
34	北京兆丰建融置业有限公司	北京	北京	房地产业	0	100	投资设立
35	福州兆鑫房地产开发有限公司	福州	福州	房地产业	0	100	投资设立
36	成都华翊龙房地产开发有限公司	成都	成都	房地产业	0	100	投资设立
37	江西兆玺房地产开发有限公司	南昌	南昌	房地产业	0	70	非同一控制下企业合并
38	宁德兆裕房地产有限公司	宁德	宁德	房地产业	0	100	投资设立

序号	子公司名称	主要经营地/注册地	注册地	业务性质	持股比例(%)		取得方式
					直接	间接	
39	合肥兆悦房地产开发有限公司	合肥	合肥	房地产业	0	100	投资设立
40	益鸿国际有限公司	香港	香港	投资管理	100	0	投资设立
41	宿迁兆信房地产开发有限公司	宿迁	宿迁	房地产业	0	100	非同一控制下企业合并
42	张家港建禧房地产开发有限公司	张家港	张家港	房地产业	0	60	投资设立
43	株洲悦发房地产有限公司	株洲	株洲	房地产业	0	100	投资设立
44	厦门兆裕盛房地产开发有限公司	厦门	厦门	房地产业	0	100	投资设立
45	无锡建升房地产开发有限公司	无锡	无锡	房地产业	0	100	投资设立
46	上海兆乾房地产开发有限公司	上海	上海	房地产业	0	100	投资设立
47	莆田兆宇置业有限公司	莆田	莆田	房地产业	0	51	投资设立
48	北京兆悦房地产开发有限公司	北京	北京	房地产业	0	100	投资设立
49	厦门利璟管理咨询有限公司	厦门	厦门	投资管理	50.1247	0	投资设立
50	上海兆开企业管理有限公司	上海	上海	投资管理	0	51	投资设立

注：上述为资产总额占合并资产总额前 50 的子公司

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	339.69	521.97	537.75	671.90
资产总额（亿元）	2359.56	3797.39	4222.52	4566.27
所有者权益（亿元）	512.99	829.50	1011.49	1012.03
短期债务（亿元）	83.65	99.53	104.90	99.01
长期债务（亿元）	605.68	737.82	788.72	797.16
全部债务（亿元）	689.33	837.35	893.63	896.18
营业收入（亿元）	619.79	723.78	1,069.22	29.40
利润总额（亿元）	77.03	93.85	98.16	0.04
EBITDA（亿元）	92.41	106.29	108.49	--
经营性净现金流（亿元）	59.28	28.21	64.89	163.84
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.34	0.26	0.29	--
存货周转次数（次）	0.38	0.30	0.36	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.24	0.27	--
现金收入比（%）	152.20	208.67	132.45	1,379.14
营业利润率（%）	19.92	18.42	15.71	21.77
总资本收益率（%）	5.61	4.73	4.05	--
净资产收益率（%）	10.36	8.23	6.85	--
长期债务资本化比率（%）	54.14	47.08	43.81	44.06
全部债务资本化比率（%）	57.33	50.24	46.91	46.96
资产负债率（%）	78.26	78.16	76.05	77.84
调整后资产负债率（%）	69.32	65.69	60.46	60.68
流动比率（%）	172.80	156.68	158.02	150.42
速动比率（%）	54.30	48.77	51.46	55.14
经营现金流动负债比（%）	4.82	1.27	2.70	--
现金短期债务比（倍）	4.06	5.24	5.13	6.79
EBITDA 利息倍数（倍）	2.46	2.32	2.65	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.46	7.88	8.24	--

注：1. 2023 年一季度财务数据未经审计；2. 公司供应链 ABS、供应链 ABN 和供应链非标计入短期债务核算、长期应付款中及其他非流动负债中的有息部分计入长期债务核算；3. 公司 2020 - 2022 年底及 2023 年 3 月底所有者权益中包含永续债券

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	8.28	6.50	7.18	37.63
资产总额（亿元）	677.00	854.70	865.81	912.22
所有者权益（亿元）	118.15	182.96	210.11	209.34
短期债务（亿元）	42.23	25.92	5.82	6.16
长期债务（亿元）	168.88	178.35	255.85	258.59
全部债务（亿元）	211.11	204.27	261.67	264.75
营业收入（亿元）	7.51	0.21	0.23	0.06
利润总额（亿元）	4.99	17.62	9.78	0.90
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	71.09	80.57	-91.13	-5.42
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.17	1.67	1.60	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	107.38	2371.66	1207.86	0.00
营业利润率（%）	8.85	36.17	58.98	29.48
总资本收益率（%）	/	/	/	/
净资产收益率（%）	4.22	9.47	4.97	--
长期债务资本化比率（%）	58.84	49.36	54.91	55.26
全部债务资本化比率（%）	64.12	52.75	55.46	55.84
资产负债率（%）	82.55	78.59	75.73	77.05
流动比率（%）	181.96	171.63	223.40	207.28
速动比率（%）	181.96	171.63	223.40	207.28
经营现金流动负债比（%）	24.34	22.02	-31.68	--
现金短期债务比（倍）	0.20	0.25	1.23	6.11
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部有息债务未经调整，公司本部 2023 年 1 季度财务报表未经审计，相关指标未予年化；2. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据，相关指标未进行计算；3. 表格中“/”表示未能获取的数据，“--”表示计算后无意义的数字

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
流动资产周转次数	营业总收入/平均流动资产总额
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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收账款-合同负债) / (资产总计-预收账款-合同负债) × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计 × 100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 建发房地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发 行企业债券（第二期）的跟踪评级安排

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

建发房地产集团有限公司（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。