

信用评级公告

联合〔2023〕1576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发行的 2023 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第一期）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人公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二三年三月十七日

建发房地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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：不超过 10.00 亿元（含）

本期债券期限：品种一期限为 6 年期，在第 3 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；品种二期限为 7 年期，在第 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：拟用于项目建设运营

评级时间：2023 年 3 月 17 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。2019—2021 年，公司签约销售面积和金额快速增长，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”）也关注到公司持续采取扩张策略，在房地产行业下行背景下，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。

2021 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强，EBITDA 对本期债券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。截至 2022 年 3 月底，厦门建发集团有限公司和厦门建发股份有限公司对公司提供担保合计 340.40 亿元。
3. **公司签约销售面积和金额均快速增长。**2019—2021 年，公司签约销售面积及签约销售金额快速增长，签约销售

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	3
		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	1
			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 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

金额年均复合增长 55.86%，签约销售面积年均复合增长 50.31%。

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. 公司采取逆周期的投资策略，经营风险增加。2019—2021 年，公司持续扩张，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，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 2022 年 3 月底，公司现有城市更新改造业务尚需投资金额合计 228.25 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。2019—2021 年，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产生不利影响。2019—2021 年末，公司少数股东权益持续增长；截至 2022 年 3 月底，公司少数股东权益占比 57.71%，权益稳定性较弱。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	182.16	339.69	521.97	512.65
资产总额（亿元）	1680.33	2359.56	3797.39	3998.82
所有者权益（亿元）	369.72	512.99	829.50	837.19
短期债务（亿元）	123.50	83.65	99.53	109.75
长期债务（亿元）	406.09	605.68	737.82	816.76
全部债务（亿元）	529.59	689.33	837.35	926.51
营业总收入（亿元）	320.73	619.79	723.78	56.53
利润总额（亿元）	66.48	77.03	93.85	2.85
EBITDA（亿元）	75.84	92.41	106.29	--
经营性净现金流(亿元)	125.64	59.28	28.21	-54.98
营业利润率（%）	29.45	19.92	18.42	11.98
净资产收益率（%）	12.99	10.36	8.12	--
资产负债率（%）	78.00	78.26	78.16	79.06
调整后资产负债率（%）	69.71	69.33	65.69	65.49
全部债务资本化比率（%）	58.89	57.33	50.24	52.53
流动比率（%）	170.03	172.80	156.68	157.20
经营现金流动负债比（%）	13.98	4.82	1.27	--
现金短期债务比（倍）	1.48	4.06	5.24	4.67
EBITDA 利息倍数（倍）	2.55	2.46	2.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.98	7.46	7.88	--
公司本部（母公司）				
项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	518.12	677.00	854.70	921.41
所有者权益（亿元）	103.50	118.15	182.96	187.11
全部债务（亿元）	181.37	211.11	204.27	248.65
营业收入（亿元）	16.72	7.51	0.21	0.05
利润总额（亿元）	17.46	4.99	17.62	-1.29
资产负债率（%）	80.02	82.55	78.59	79.69
全部债务资本化比率（%）	63.67	64.12	52.75	57.06
流动比率（%）	200.17	181.96	171.63	180.03
经营现金流动负债比（%）	24.27	24.34	22.02	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息部分计入短期债务核算、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 2019-2021 年底及 2022 年 3 月底所有者权益中包含永续债券；4. 公司及母公司 2022 年一季度数据未经审计

资料来源：公司提供，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	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	2023/03/06	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.1.202205）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	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	2015/05/18	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 伟	--	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编号

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

建发房地产集团有限公司 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）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2022年3月底，公司实收资本为20亿元，其中厦门建发股份有限公司（以下简称“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2022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2021年底，公司合并资产总额3797.39亿元，所有者权益829.50亿元（含少数股东权益482.08亿元）；2021年，公司实现营业总收入723.78亿元，利润总额93.85亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额3998.82亿元，所有者权益837.19亿元（含少数股东权益483.12亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入56.53亿元，利润总额2.85亿元。

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

公司于2022年8月22日获得中国证券监督管理委员会证监许可（2022）1913号同意面向专业投资者发行面值不超过18.00亿元的公司债

券的注册。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公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）。本期债券发行金额为不超过10.00亿元（含）。品种一期限为6年期，在第3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；品种二期限为7年期，在第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。本期债券票面利率为固定利率，票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与簿记管理人按照有关规定，在利率询价区间内协商一致确定。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于项目建设运营。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022年全年国内生产总值121.02万亿元，不变价同比增长3.00%。分季度来看，一季度GDP稳定增长；二季度GDP同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12月防控政策优化放开后疫情冲击短期内

¹ 公司城市更新改造业务原为土地一级开发业务

加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产

业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
GDP 总额 (万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.20	8.40 (5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60 (6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90 (3.90)	5.10
房地产投资增速 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40 (5.69)	-10.00
基建投资增速 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40 (0.65)	9.40
制造业投资增速 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50 (4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50 (3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70 (3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30 (1.54)	6.10
城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10 (5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个

百分点。分项看，2022年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增1074亿元和9746亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增5275亿元、少减1.41万亿元和少减1505亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022年，全国一般公共预算收入20.37万亿元，同比增长0.60%，扣除留抵退税因素后增长9.10%。2022年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约4.20万亿元。支出方面，2022年全国一般公共预算支出26.06万亿元，同比增长6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022年，全国一般公共预算收支缺口为5.69万亿元，较上年（3.90万亿元）显著扩大，是除2020年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。2022年，全国各月城镇调查失业率均值为5.58%，高于上年0.46个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022年，全国居民人均可支配收入3.69万元，实际同比增长2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022年12月，中央经济工作会议指出2023年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社

会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022年，俄乌冲突推升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

2022年，房地产市场延续2021年下半年来低迷状态，商品房销售萎靡，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。

2022年，受宏观经济下行、新一轮新冠肺炎疫情反弹以及前期调控政策对市场传导作用的滞后显现等因素影响，国内房地产市场景气度继续下行；叠加融资端受阻，发生流动性风险的房企数量持续增加，大量项目“烂尾”引发的“停工断贷潮”进一步降低市场预期。

房地产开发投资方面，2022年，全国房地产开发投资首次出现负增长，全年房地产开发投资累计同比下降10.00%至13.29万亿元，降幅较前11月继续扩大。其中住宅投资、办公楼投资和商业营业用房投资均同比下降。

新开工方面，2022年以来房地产行业景气度尚未恢复，受“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降，2022年新开工面积同比

下降 39.40%。从施工面积看，2022 年全国房屋施工面积达 90.50 亿平方米，同比下降 7.20%。同期全国房屋竣工面积 8.62 亿平方米，同比下降 15.00%。

商品房销售方面，2022 年，商品房销售额 13.33 万亿元，商品房销售面积 13.58 亿平方米，同比分别下降 26.70%和 24.30%。其中住宅销售面积 11.46 亿平方米，同比下降 26.80%。销售的下行一方面系全国疫情多点复发下较为严格的防控措施阻碍销售，另一方面系在房企风险事件不断，全国范围内“停工断贷”等负面事件影响下市场预期持续走低。2022 年 12 月单月全国商品房销售额和面积同比分别下降 27.65%和 31.53%，降幅较上月有所收窄，但销售复苏力度仍显薄弱。商品房销售均价方面，2022 年全国商品房销售均价为 9814 元/平方米，同比下降 3.21%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。

2. 土地市场与信贷环境

2022 年以来，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资。2022 年，房地产开发到位资金同比回落，在融资端政策扶持下房企信贷环境有望逐步修复，但仍面临较大销售回款压力。

土地市场方面，2022 年，受部分地区疫情封控、部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有所下降；根据中指研究院数据，2022 年全国 300 城共推出住宅用地规划建筑面积 76632.38 万平方米，同比下降 36.29%；成交规划建筑面积 62002.26 万平方米，同比下降 31.09%；平均溢价率为 3.12%，较 2021 年

同期下降 7.8 个百分点。在土地市场低迷背景下，尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投资。据统计，2022 年地方城投企业拿地金额同比有所增长，但拿地开工率显著弱于非城投房企，托底现象较为明显。城市间土拍热度有所分化，具体来看，上海、杭州和北京为 22 城集中供地城市土地成交金额前三名，年内均完成四轮集中土拍。上海年内土拍热度保持平稳，四轮土拍保持“零流拍”记录，但冷热分化明显，过半地块仍以底价成交；杭州作为长三角热点城市，经济发展较快、人口持续净流入，土拍成交金额维持高位且本土民企参与热情高；北京土地供应规模较小，市场参与积极性保持较高，板块冷热分化亦显著。天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度持续较差。根据 CREIS 数据，2022 年 1—11 月，全国住宅用地流拍撤牌率为 21.30%，同比下降 1.30 个百分点，土地流拍率仍处高位。

2022 年受行业销售下行影响，房地产开发到位资金 14.90 万亿元，同比下降 25.90%，降幅较前 11 月扩大 0.20 个百分点。从房地产开发到位资金来源看，2022 年国内贷款同比下降 25.40%，其中 2022 年 12 月单月环比增长 50.91%，在融资端政策扶持下房企信贷环境有所修复；其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，2022 年需求端购房情绪萎靡致使其他资金同比下降 30.03%，自筹资金占比上升较快，房企面临较大销售压力，对销售回款依赖仍较强。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

资金来源	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58	17388.00	11.67
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05	78.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53	52940.00	35.54
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83	78573.00	52.74

其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76	49289.00	33.08
个人按揭贷款	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10	23815.00	15.99
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00	148979.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2022年以来，面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022年11月，融资端利好集中释放，“四箭齐发”将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

中央在“房住不炒”的总基调下，因城施策，以促进房地产业良性循环和健康发展为目标，2022年调控政策逐步松绑转向宽松。2022年4月，中央政治局会议强调支持刚需和改善

性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分城市限购限贷等政策有所放松；7月，各地“停贷”事件迅速发酵，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作；10月，中共二十大报告明确坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；12月，中央经济工作会议强调确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。具体内容见下表。

表3 2022年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持“房住不炒”定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，“稳地价、稳房价、稳预期”，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险
2022年3月	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市条件
2022年4月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022年7月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022年8月	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要用好“一城一策”政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022年9月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022年10月	中共二十大	坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度
2022年11月	国务院常务会议	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，指导地方加强政策宣传解读。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展
2022年12月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探索租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023年1月	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限

资料来源：联合资信整理

从融资层面的政策看，2022年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策持续

改善。2022年11月，从金融“16条”到“地产行业四支箭”融资政策陆续落地，融资端利好集中释放。2023年1月，相关部门起草了

《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，同时将完善针对 30 家试点房企的“三线四档”部分参数设置。当前行业供需两侧政策支持导向明显，从银行信贷支持、债券融资帮扶到股

权融资松绑层层突破，将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

表 4 2022 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定
2022 年 2 月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022 年 4 月	央行、外汇局	出台 23 条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022 年 5 月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施 REITs 试点范围
2022 年 5 月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022 年 9 月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022 年 11 月	央行、银保监会	金融“16 条”措施支持稳定房地产开发贷款投放，个人投资者贷款合理需求，开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资和资管产品融资稳定，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，房地产项目并购金融支持，延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排、鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券
2022 年 11 月	银保监会、住建部、央行	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
2022 年 11 月	证监会	密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资
2022 年 11 月	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外市场上市政策；进一步发挥 REITs 盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用
2022 年 11 月	央行、银保监会	商业银行境外分支行要加大对优质房企内外贷业务的支持力度，加快项目落地
2023 年 1 月	央行、银保监会	有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，针对专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共 21 项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间；合理延长房地产贷款集中度管理制度过渡期，完善针对 30 家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2022 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旧改及保障房业务；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2022年3月底，公司在建项目建筑面积达2558.91万平方米。

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1月4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3月1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，公司财务资金中心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、制、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

2019-2021年，公司营业收入逐年增长；受房地产开发业务毛利率下降影响，公司综合毛利率持续下降。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。2022年

1-3月，公司综合毛利率继续下降至较低水平。

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。2019年，拿地区域以重点二线城市为主，并逐步布局一线城市；2020年以来三线及以下城市占比有所提升。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。在福建区域内，公司品牌和产品质量优势突出，具有较强的区域竞争力。

2019-2021年，公司营业收入持续增长，年均复合增长50.22%。同期，公司房地产开发

业务收入年均复合增长65.51%，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，2019-2021年，城市更新改造收入有所波动。

从毛利率看，2019-2021年，受一二线城市限价影响，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2021年有所下降，主要系2021年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，2019-2021年，公司综合毛利率持续下降。

2022年1-3月，受结转项目增加影响公司营业总收入56.53亿元，同比增长66.29%，综合毛利率下降至14.91%。

表5 2019-2021年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务类别	2019年			2020年			2021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	240.88	75.10%	27.32%	532.80	85.96%	18.04%	659.87	91.17%	16.60%
城市更新改造	50.49	15.74%	62.58%	64.56	10.42%	61.55%	40.73	5.63%	37.99%
其他	29.36	9.15%	26.32%	22.44	3.62%	38.76%	23.18	3.20%	51.21%
合计	320.73	100.00%	32.78%	619.79	100.00%	23.32%	723.78	100.00%	16.21%

资料来源：公司提供

2. 房地产开发业务

(1) 土地储备

近年来公司新获土地储备逐年增加，扩张明显，但公司开工力度加大，土地储备略有不足；公司位于上海、成都及厦门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。

2019-2021年，公司持续加大土地获取力度，投资额大幅增长。2020年，公司购地支出同比大幅增长67.19%，权益口径购地支出合计778.57亿元；新增全口径土地储备建筑面积同比大幅增长71.72%，楼面价小幅增长；2021年，公司持续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1-3月，公司拿地均价大幅增长，主要系部分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偏高，未来利润空间可能进一步收窄。

表6 公司新增项目情况

（单位：块、万平方米、亿元、万元/平方米）

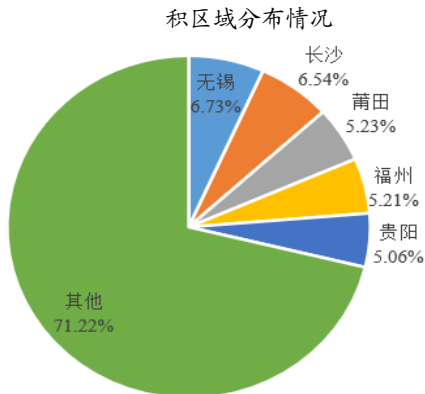
获取时间	土地获取数量	新增土地建筑面积	新增土地投资额	新增土地平均楼面价
2019年	40	585.35	545.31	0.93
2020年	61	816.17	911.71	1.12
2021年	89	1228.99	1224.60	1.00
2022年1-3月	15	105.60	209.28	1.98

注：数据口径为全口径
资料来源：公司提供

截至 2022 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 2121.15 万平方米，按公司 2021 年销售情况来看，剩余可售面积可满足公司两年左右销售，

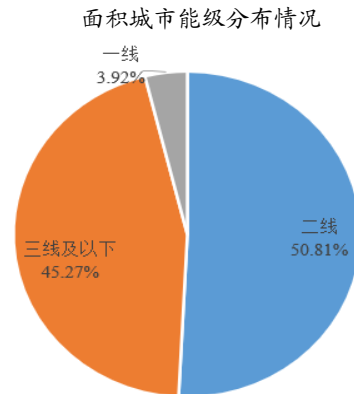
若公司保持现有扩张力度，仍存在持续补库存需求。从城市布局来看，公司土地储备前五大城市合计占比 28.78%，集中度较低。从城市能级来看，位于一二线城市比例为 54.73%，三线及以下城市占比较高。

图 1 截至 2022 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 5% 区域加总
资料来源：公司提供

图 2 截至 2022 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

(2) 项目开发建设

公司根据销售情况加大开工力度，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，2019—2021 年，公司房地产开发完成

投资持续增长，新开工面积、竣工面积及期末在建面积均增长较快。

2022 年 1—3 月，公司继续加大投资力度，期末在建面积保持较大规模。

表 7 公司房地产板块主要指标

(单位：亿元、万平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
房地产开发完成投资	633.99	1292.95	2087.83	944.08
当期房屋新开工面积	522.08	721.71	1750.93	177.48
期末在建面积	1137.71	1500.58	2381.43	2558.91
当期竣工面积	265.01	356.76	781.71	--

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 2022 年 3 月底，公司在建房地产开发项目 177 个，全口径总投资额 3747.56 亿元，尚需投资 966.62 亿元，权益口径尚需投资金额 711.08 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。

近年来公司签约销售面积和金额快速增长，2020 年签约销售均价随二线城市项目占比增加有所上升；可售项目中三线城市占比较高，存在一定的去化压力。

2019—2021 年，公司签约销售面积及签约销售金额快速增长，签约销售金额年均复合增长 55.86%，签约销售面积年均复合增长 50.31%。2020 年及 2021 年，在前期开工力度

(3) 销售情况

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。2020 年公司房屋签约销售面积及商品房销售均价均有所增长，主要系 2020 年销售中厦门、福州、上海、苏州、无锡、长沙、成都等一二线城市占比提升所致；2021 年签约销售均价变化不大。2021 年在销售面积大幅提升的影响下，2021 年公司签约销售金额同比增长 68.83%。从权益口径来看，2021 年公司权益口径销售比例为 77.48%。

2022 年 1—3 月，公司签约销售面积同比下降 18.12%，主要系推盘节奏影响所致；受公司 2022 年一季度推盘项目所在城市售价较低影响，签约销售价格同比下降 17.83%。受此影响，2022 年 1—3 月，公司签约销售金额同比下降 32.78%。公司 2021 年及 2022 年一季度获取土地楼面价相对于其近年来销售价格处于很高水平，需关注其未来销售情况。

表 8 公司房地产销售情况
(单位：万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
结转面积	206.06	325.55	373.22	33.00
回款率	94.02%	102.77%	93.63%	129.32%
签约销售面积	404.75	531.03	914.41	132.02
签约销售均价	1.78	1.96	1.92	1.89
签约销售额	721.97	1038.82	1753.85	248.90

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 2022 年 3 月底，公司全口径可售面积 5003.06 万平方米，累计签约销售面积 2881.91 万平方米，去化率 57.60%，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 91.82%，去化率较高。截至 2022 年 3 月底，公司总可售项目中三线城市及以下城市占比较高，未来或存在一定的去化压力。

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安置房销售收入，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畬族社区旧村改造项目两个城市更新改造项目。2019—2021 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 2022 年 3 月底，已投资 148.28 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 2022 年 3 月底，已出让面积 97.06 万平方米，出让比例 60.78%，已回款 245.65 亿元。

公司对钟宅畬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，可出让住宅面积 45.00 万平方米。截至 2022 年 3 月底，该项目已投资 90.51 亿元，已出让建筑面积 10.51 万平方米，已回款 37.71 亿元。

4. 其他业务

2019—2021 年，公司其他业务对公司收入形成有效补充。

公司其他业务包括代建业务和商业运营及物业管理。

公司一直参与厦门市政府大型公建项目的代建工作，包括：建发国际大厦和海峡国贸中心大厦（监管大楼）、国际会议中心及酒店、厦门海峡交流中心、国际会议展览中心、厦门档案大楼、彭州市人民医院等。2021 年，公司代建业务由原总承包模式，核算代建片区的总收入和总成本，改为核算代建业务产生的营业收入和对应成本，收入规模大幅下降。2019—2021 年，公司代建业务收入分别为 16.47 亿元、8.48 亿元和 1.62 亿元。

2019—2021年，公司商业运营及物业管理收入持续增长，主要系管理面积增加所致。2022年1—3月，公司商业运营及物业管理收入合计为5.71亿元，基本保持稳定。

表9 公司商业运营及物业管理经营情况
(单位：亿元)

年度	营业收入		
	物业	商业	合计
2019年	5.68	5.99	11.67
2020年	7.06	4.73	11.78
2021年	9.57	6.27	15.84
2022年1—3月	4.23	1.48	5.71

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：公司提供，联合资信整理

公司商业运营经营模式是采取多功能综合集中开发模式，包括五星级酒店、写字楼、大型商业和特色商业街、大型广场等，核心商业购物中心，自主经营，形成商业运营收入。目前商业地产业务主要在福建、上海、成都、南宁，通过商业招租方式出租商铺，获取租金收入为主要经营模式。

截至2022年3月底，公司商业地产可供出租面积合计34.79万平方米，已出租面积31.79万平方米，出租率均在83.00%以上，整体维持较高水平。

5. 经营效率

公司经营效率有所下降但同行业中处于较好水平。

2019—2021年，公司流动资产周转次数分别为0.25次、0.34次和0.26次；同期公司存货周转次数分别为0.23次、0.38次和0.30次。2020年公司营业收入及营业成本大幅增长，致使公司流动资产周转次数和存货周转次数较2019年有所增长。公司总资产周转次数波动增长，三年分别为0.23次、0.31次和0.24次。与同行业类似企业对比看，公司经营效率较好。

表10 2021年同行业经营效率对比情况

(单位：次)

企业名称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
中国铁建房地产集团有限公司	0.19	0.17	0.15
珠海华发实业股份有限公司	0.18	0.17	0.15
北京首都开发股份有限公司	0.30	0.25	0.21
公司	0.30	0.26	0.24

注：为了便于对比，上表相关数据来自 Wind
数据来源：Wind

6. 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2019—2021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2022年一季度财务报表未经审计。

会计政策变更方面，公司已按照最新的财务会计准则编制财务报表，并于2019年执行新金融工具准则。

截至2021年底，公司合并资产总额3797.39亿元，所有者权益829.50亿元（含少数股东权益482.08亿元）；2021年，公司实现营业总收入723.78亿元，利润总额93.85亿元。

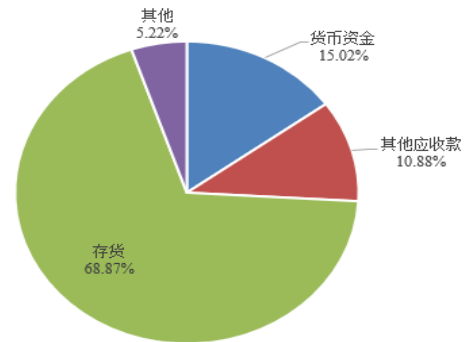
截至2022年3月底，公司合并资产总额3998.82亿元，所有者权益837.19亿元（含少数股东权益483.12亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入56.53亿元，利润总额2.85亿元。

2. 资产质量

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。非流动资产主要为应收代建项目成本、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。

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长50.33%。截至2021年底，公司合并资产总额3797.39亿元，较上年底增长60.94%，主要系流动资产增长所致。公司资产以流动资产（占91.49%）为主，符合房地产开发企业特征。

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长50.77%。截至2021年底，流动资产3474.23亿元，较上年底增长63.39%，主要系存货增加所致。



资料来源：公司财务报告

2019—2021年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长70.32%。截至2021年底，公司货币资金521.88亿元，较上年底增长53.75%，主要系2021年回款金额增长以及融资收到现金增加所致。公司货币资金以银行存款为主（占99.84%），其余为少量库存现金和其他货币资金。截至2021年底，公司受限货币资金规模为16.79亿元（占比3.22%），主要为工程监管户存款及保函保证金。

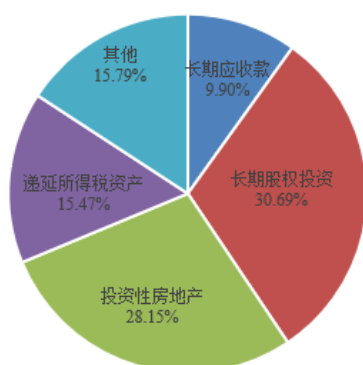
公司其他应收款主要为与合营企业和联营企业的经营性资金往来及拆借。2019—2021年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长31.44%。截至2021年底，公司其他应收款378.07亿元，较上年底增长71.01%，主要系合并范围外关联方及合作方经营往来款项增加所致。

2019—2021年末，公司拿地及开发力度上升，存货快速增长，年均复合增长51.75%。截至2021年底，公司存货2392.85亿元，较上年底增长64.10%。从存货账面价值构成上看，主要为开发成本（占95.86%）和开发产品（占4.13%）。公司存货计提跌价准备10.07亿元，计提比例0.42%，主要系珠海·建发悦玺和福州·建发榕墅湾项目政府限价，最终售价不达预期所致。公司上海厦门等区域项目获取均价较高，在房地产市场下行的背景下，存货存在一定的跌价风险。

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长45.80%。截至2021年底，公司非流动资产323.16亿元，较上年底增长38.59%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致。

图3 截至2021年底公司流动资产构成

图 4 截至 2021 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2019—2021年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长87.01%。截至2021年底，公司长期股权投资99.18亿元，较上年底增长82.83%，主要系对联营企业的投资增加所致。2021年，权益法下确认的投资损益合计为4.91亿元。

2019—2021年末，公司投资性房地产持续增长，年均复合增长34.14%。截至2021年底，公司投资性房地产90.97亿元，较上年底增长42.61%，主要系存货转入所致。公司投资性房地产主要位于厦门、上海、合肥、成都、杭州以及南宁等一、二线城市。截至2021年底，公司投资性房地产中未办妥产权证书的账面价值13.21亿元，产权证书正在办理中。

截至 2021 年底，公司受限资产总额为 542.80 亿元，受限比例为 14.29%，公司资产受限比例不高。

表 11 截至 2021 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	16.79	0.44%	保证金、工程监管户存款等
存货	506.69	13.34%	用于借款抵押
长期股权投资	12.40	0.33%	用于借款抵押
固定资产	0.15	0.00%	用于借款抵押
投资性房地产	6.70	0.18%	用于借款抵押
无形资产	0.08	0.00%	用于借款抵押
合计	542.80	14.29%	—

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 3998.82 亿元，较上年底增长 5.30%。其中，流

动资产占 91.42%，资产结构较上年底变化不大。截至 2022 年 3 月底，流动资产 3655.61 亿元，较上年底增长 5.22%；公司非流动资产 343.20 亿元，较上年底增长 6.20%，主要系对外投资增加所致。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

随着并表合作开发项目的增多，公司少数股东权益快速增长，带动公司所有者权益稳步增长；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。

2019—2021 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 49.79%。截至 2021 年底，公司所有者权益 829.50 亿元，较上年底增长 61.70%，主要系并表合作开发项目的增多所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 41.88%，少数股东权益占比为 58.12%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.41%、11.42%、0.74%、0.67%和 25.44%。公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性较弱。截至 2021 年底，公司其他权益工具同比增长 195.94%，主要系公司新增永续债规模较大所致。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 837.19 亿元，较上年底增长 0.93%。所有者权益结构变化不大，稳定性仍较弱。

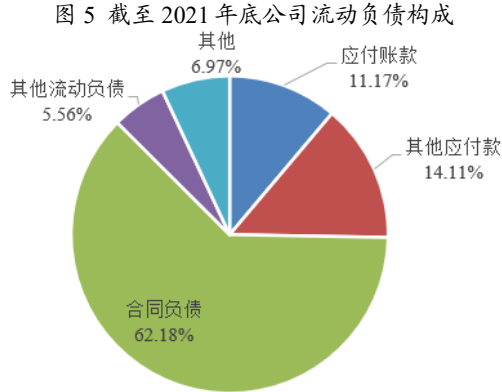
(2) 负债

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。

2019—2021年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长50.48%。截至2021年底，公司负债总额2967.89亿元，较上年底增长60.72%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占74.72%，非流动负债占25.28%。公司负债以流动负债为主。

2019—2021年末，公司流动负债持续增长，

年均复合增长57.07%。截至2021年底，公司流动负债2217.47亿元，较上年底增长80.20%，主要系销售规模扩大、合同负债增加所致。公司流动负债主要构成如图所示。



资料来源：公司财务报告

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 56.11%。截至 2021 年底，公司应付账款 247.73 亿元，较上年底增长 65.65%，主要系公司新开工项目较多，应付开发成本款增长所致。公司应付账款主要为应付开发成本款（占 98.46%）。

2020年起公司新增合同负债科目，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。截至2021年底，公司合同负债1378.82亿元，较上年底增长100.75%，主要系销售规模增加所致。

2019—2021年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长32.30%。截至2021年底，公司其他应付款312.99亿元，较上年底增长60.06%，主要系往来款增加所致。公司其他应付款构成主要为往来款220.79亿元以及预提税金及费用66.51亿元。

2019—2021年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长290.17%。截至2021年底，公司其他流动负债123.39亿元，较上年底增长97.47%，主要系待转销项税额增加所致。

2019—2021年末，公司非流动负债持续增

长，年均复合增长35.00%。截至2021年底，公司非流动负债750.41亿元，较上年底增长21.82%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占56.21%）、应付债券（占23.77%）和其他非流动负债（占18.12%）构成。

2019—2021 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 33.49%。截至 2021 年底，公司长期借款 421.84 亿元，较上年底增长 28.02%，长期借款主要由抵、质押借款和保证借款构成。

2019—2021 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 14.88%。截至 2021 年底，公司应付债券 178.34 亿元，较上年底增长 10.66%，主要系新发债券规模较大所致。公司存续债券规模较大，存在一定的刚性兑付压力。

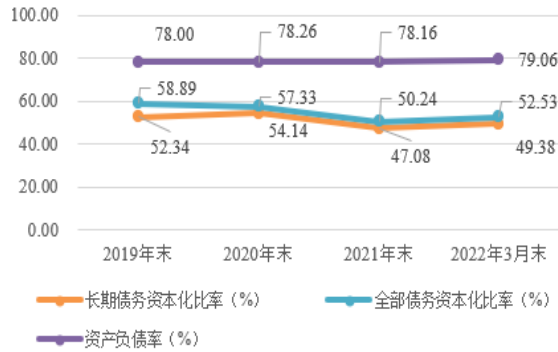
2019—2021 年末，公司其他非流动负债持续增长，年均复合增长 133.24%。截至 2021 年底，公司其他非流动负债 136.00 亿元，较上年底增长 43.16%，主要系公司债权投资计划规模增加所致。

从有息债务看，考虑计入其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息部分，2019—2021 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 25.74%。截至 2021 年底，公司全部债务 837.35 亿元，较上年底增长 21.47%，主要系公司加速规模扩张、融资增加所致。债务结构方面，短期债务占 11.89%，长期债务占 88.11%，以长期债务为主。

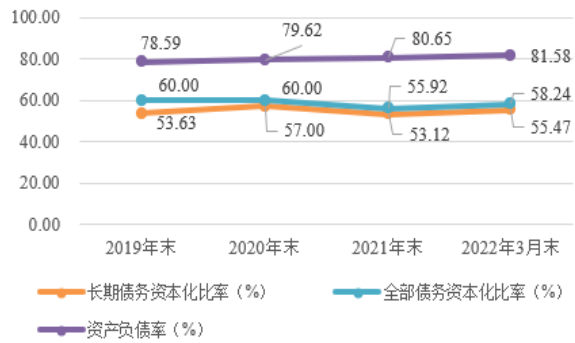
从债务指标来看，2019—2021 年末，公司资产负债率变化不大，全部债务资本化比率逐年下降，长期债务资本化比率波动下降。若将永续债调入长期债务，2019—2021 年末，公司全部债务分别为 539.59 亿元、721.33 亿元和 932.05 亿元，年均复合增长 31.43%。从债务指标来看，资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本率均上升，债务负担有所加重。2019—2021 年末，公司调整后资产负债率为 69.71%、69.33%和 65.69%。

图 6 公司债务指标情况

图 7 永续债计入债务后公司债务指标情况



资料来源：公司提供，联合资信整理



公司提供，联合资信整理

截至 2022 年 3 月底，公司负债总额 3161.63 亿元，较上年底增长 6.53%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 73.55%，负债结构较上年底变化不大。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 926.51 亿元，较上年底增长 10.65%，主要系新增融资增加所致。债务结构方面，短期债务占 11.85%，长期债务占 88.15%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期

债务资本化比率均较年底有所上升。

如将永续债调入长期债务，截至 2022 年 3 月底，公司全部债务增至 1027.21 亿元；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 2.52 个百分点、5.71 个百分点和 6.09 个百分点。截至 2022 年 3 月底，公司债务到期期限较为分散，融资渠道主要为银行借款、公司债券和保险债权计划（202.70 亿元）。

表 12 截至 2022 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	51.30	42.73	--	94.03
1~2 年	139.34	0.31	--	139.65
2~3 年	167.61	38.00	21.00	226.61
3 年以上	163.22	191.55	202.70	557.47
合计	521.47	272.59	223.70	1017.76

注：上表数据包含永续债，与联合资信有息债务差异在于不包括应付票据和租赁负债

资料来源：公司提供

表 13 截至 2022 年 3 月底公司重要财务杠杆指标情况

指标	剔除预收账款后的资产负债率	净负债率	现金短期债务比 (倍)
公司	65.50%	49.43%	4.67

注：剔除预收账款后的资产负债率=（负债-合同负债）/（资产-合同负债）；
净负债率=（全部债务-现金类资产）/所有者权益

资料来源：联合资信根据公司财务报告计算

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。2019—2021年，公司营业成本持续增长，年均复合增长 64.99%，主要系结转项目成本增加所致。2019—2021年，受限价及土地成本增加影响，公司营业利润率持续下降，分别为 29.45%、19.92% 和 18.42%。

公司期间费用以销售费用和财务费用为主，随着房地产业务规模不断扩大，公司期间费用持续增长。2019—2021年，公司费用总额年均复合增长 26.96%。2021年，公司费用总额为 44.54 亿元，同比增长 8.54%，主要系销售费用增加所致。其中，销售费用为 34.74 亿元，同比增长 32.80%，主要系公司签约销售规模增加，广告宣传费和职工薪酬随之增加所致；管理费用为 2.70 亿元，同比增长 35.18%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用为 6.59 亿元，同比下降 48.83%，主要系利息资本化金额增加所致。公司管理费用与同规模房企相比规模很小，联合资信将对公司管理费用变化情况保持关注。

非经常性损益方面，2019—2021年，公司

投资收益分别为3.24亿元、4.33亿元、7.83亿元，持续增长，年均复合增长55.50%，2021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-3.16亿元、-12.85亿元和-5.75亿元。2021年，公司资产减值损失主要为存货跌价损失（为-5.41亿元）。公司资产减值损失对营业利润产生一定影响。

盈利指标方面，2019—2021年，公司总资本收益率分别为6.10%、5.61%和4.67%，持续下降；净资产收益率分别为12.99%、10.36%和8.12%，持续下降。公司各盈利指标有待提高。

与同行业上市房地产企业比较，公司销售毛利率处于中等水平，净资产收益率处于较高水平。

项目	中国铁建房地产集团有限公司	珠海华发实业股份有限公司	北京首都开发股份有限公司	公司
销售毛利率（%）	15.34	25.80	19.81	18.91
净资产收益率（%）	9.90	15.30	1.83	14.12

注：为了便于对比，上表相关数据来自 Wind
资料来源：Wind

2022年1—3月，受结转项目增加影响公司营业总收入56.53亿元，同比增长66.29%，营业成本48.10亿元，同比增长68.87%；营业利润率为11.98%，同比变化不大。

5. 现金流

2019—2021年，公司经营活动净现金流持续净流入，但净流入规模下降明显；投资活动现金流净额有所波动。2021年，公司经营活动净现金流无法覆盖投资需求，公司处于扩张期，对融资较为依赖。2022年1—3月，公司拿地和对外投资规模大，经营活动现金流净额和投资活动现金流净额为负。随着公司到期债务规模的增长以及开发项目的资金投入，公司存在一定的融资需求。

表 14 2021 年同行业盈利情况对比

表 15 2019—2021 年及 2022 年 1—3 月公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	1038.08	1367.71	2357.53	318.81
经营活动现金流出小计	912.44	1308.43	2329.31	373.79
经营现金流量净额	125.64	59.28	28.21	-54.98
投资活动现金流入小计	82.88	146.90	212.18	40.93
投资活动现金流出小计	176.97	140.35	280.18	48.36
投资活动现金流量净额	-94.09	6.55	-68.01	-7.43
筹资活动前现金流量净额	31.55	65.83	-39.79	-62.41
筹资活动现金流入小计	474.51	673.91	1031.91	194.56
筹资活动现金流出小计	415.70	571.54	819.80	147.77
筹资活动现金流量净额	58.82	102.38	212.10	46.79

资料来源：公司财务报告

从经营活动来看，2019—2021年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长50.70%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出持续增长，年均复合增长59.78%，主要系项目获取及开发建设投入增多所致。2019—2021年，公司经营活动现金净额持续净流入，但净流入规模逐年下降。

从投资活动来看，2019—2021年，公司投资活动现金流入持续增长，年均复合增长60.00%，主要系合作项目前期营运资金的分回增加所致；投资活动现金流出波动增长，年均复合增长25.82%，2021年投资活动现金流出同比增长99.63%，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。2019—2021年，公司投资活动现金净额有所波动。

2019—2021年，公司筹资活动前现金流量净额有所波动。2021年，随着公司加大扩张力度，经营活动净现金流无法覆盖投资需求。

从筹资活动来看，2019—2021年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长47.47%，主要系公司债权投资计划融资款持续增长所致；筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长40.43%，主要系偿还债务增加所致。2019—2021年，公司筹资活动现金净额持续净流入且规模持续增长。

2022年1—3月，从经营活动来看，受公司拿地力度较大影响，公司经营活动现金流为净流出；公司对外投资规模较大，投资活动现金流持续净流出；筹资活动现金流持续净流入。公司对筹资较为依赖。

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，2019—2021年，公司流动比率波动下降；速动比率逐年下降。2019—2021年，公司现金类资产对短期债务的保障程度较高。截至2022年3月底，公司流动比率小幅上升，速动比率和现金短期债务比均有所下降。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，2019—2021年，公司EBITDA持续增长。2021年，公司EBITDA为106.29亿元，同比增长15.02%。从构成看，公司EBITDA主要为计入财务费用的利息支出（占9.92%）和利润总额（占88.30%）。2019—2021年，公司EBITDA利息倍数逐年下降，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 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
短期偿债能力指标	流动比率（%）	170.03	172.80	156.68	157.20
	速动比率（%）	54.43	54.30	48.77	46.99
	经营现金/流动负债（%）	13.98	4.82	1.27	-2.36
	现金短期债务比（倍）	1.48	4.06	5.24	4.67
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	75.84	92.41	106.29	--
	全部债务/EBITDA（倍）	6.98	7.46	7.88	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.55	2.46	2.32	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年3月底，公司在多家银行获得授信总额度为1481.94亿元，尚未使用额度为851.77亿元，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2022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39.95亿元，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2022年3月底，公司无重大未决诉讼或仲裁事项。

7. 母公司财务分析

母公司为债务融资主体，永续债规模较大，

偿债压力较大；母公司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。考虑到母公司对子公司的控制能力强，母公司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。

2019—2021年末，母公司资产总额持续增长，年均复合增长28.44%。截至2021年底，母公司资产总额854.70亿元，较上年底增长26.25%，主要系其他应收款和长期股权投资增加所致。其中，流动资产628.04亿元（占比73.48%）。

2019—2021年末，母公司负债持续增长，年均复合增长27.28%。截至2021年底，母公

司负债总额671.74亿元，较上年底增长20.20%，主要系其他应付款增加所致。其中，流动负债365.92亿元（占比54.47%），非流动负债305.82亿元（占比45.53%）。截至2021年底，母公司全部债务204.27亿元，债务规模较大。其中，短期债务占12.69%、长期债务占87.31%。截至2021年底，母公司全部债务资本化比率52.75%。公司母公司对子公司的控制能力强，母公司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。

2019—2021年末，母公司所有者权益持续增长，年均复合增长32.96%。截至2021年底，母公司所有者权益为182.96亿元，较上年底增长54.85%，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。

盈利能力方面，2019—2021年，母公司营业总收入持续下降，年均复合下降88.90%；2021年，母公司营业总收入为0.21亿元，利润总额为17.62亿元。同期，母公司投资收益为27.25亿元。

2019—2021年，经营活动产生的现金流量净额持续增长，年均复合增长17.64%；投资活动产生的现金流量净额持续净流出；筹资活动产生的现金流量净额波动下降，但持续净流入。

截至2022年3月底，母公司资产总额921.41亿元，所有者权益为187.11亿元，负债总额734.30亿元；母公司资产负债率79.69%；全部债务248.65亿元，全部债务资本化比率57.06%。2022年1—3月，母公司营业收入0.05亿元，利润总额-1.29亿元，投资收益2.32亿元。2022年1—3月，公司母公司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-67.51亿元、44.07亿元、44.87亿元。

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

公司本期债券发行规模为不超过10.00亿元，假设发行规模为10.00亿元，分别占2022年3月底长期债务和全部债务的1.22%和1.08%，对公司现有债务结构影响很小。以2022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分别上升至79.12%、52.80%和49.69%，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2021年的财务数据为基础，考虑本期债券发行后，2021年经营活动现金流入量对发行后长期债务的保障能力较强；2021年经营活动现金净流量对发行后长期债务覆盖程度一般；2021年EBITDA对发行后长期债务的保障能力一般。

表 17 本期债券保障能力测算

项目	2021 年底	2022 年 3 月底
发行后长期债务*（亿元）	747.82	826.76
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	3.15	0.39
经营现金流净额/发行后长期债务（倍）	0.04	-0.07
发行后长期债务/EBITDA（倍）	7.04	--

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。

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2022年3月底，建发集团持控股股东建发股份47.38%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 3 月底，建发集团合并资产总额 7497.07 亿元，所有者权益 1803.37 亿元（含少数股东权益 1177.53 亿元）；2022 年 1—3 月，建发集团实现营业总收入 1538.46 亿元，利润总额 12.46 亿元。

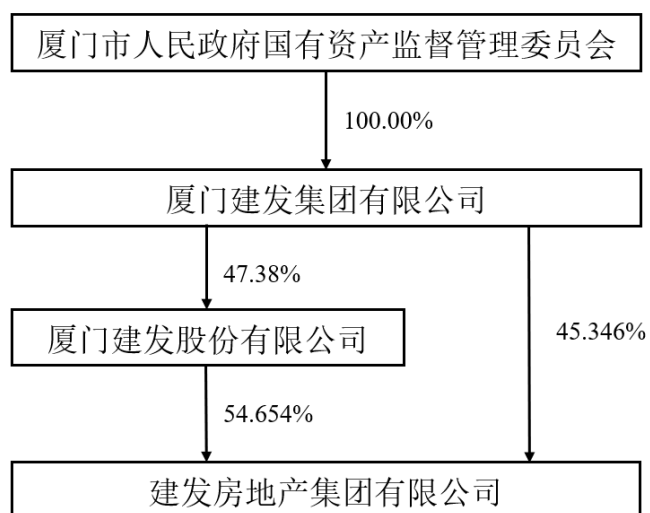
截至 2022 年 3 月底，建发股份合并资产总额 6885.20 亿元，所有者权益 1401.87 亿元（含少数股东权益 883.82 亿元）；2022 年 1—3 月，建发股份实现营业总收入 1505.99 亿元，利润总额 17.32 亿元。

截至 2022 年 3 月底，建发集团和建发股份对公司提供担保合计 340.40 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

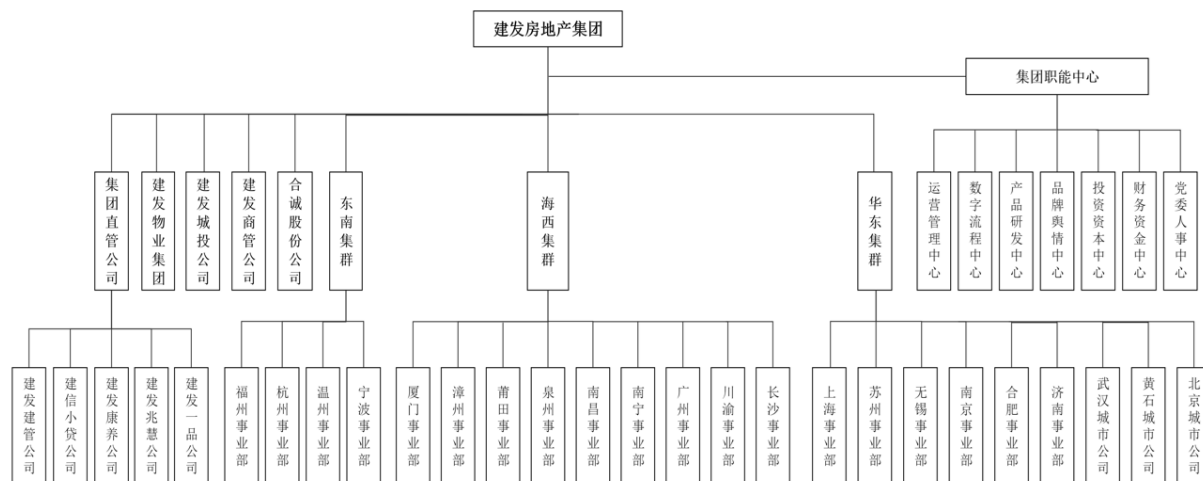
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 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 2022 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 2022 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	厦门品仕置业顾问有限公司	厦门	厦门	咨询服务	95.00	5.00	投资设立
2	厦门峰尚商业地产经营管理有限公司	厦门	厦门	咨询服务	95.00	5.00	投资设立
3	厦门建发兆信建设运营管理有限公司	厦门	厦门	代建	95.00	5.00	投资设立
4	厦门利源投资有限公司	厦门	厦门	投资管理	100.00	--	投资设立
5	建发房地产集团福州有限公司	福州	福州	房地产业	95.00	5.00	投资设立
6	成都建发置业有限公司	成都	成都	房地产业	100.00	--	投资设立
7	益鸿国际有限公司	香港	香港	投资管理	100.00		投资设立
8	建发房地产集团成都有限公司	成都	成都	房地产业	95.00	5.00	投资设立
9	厦门建发峰道商业资产管理有限公司	厦门	厦门	资产物业管理	--	100.00	投资设立
10	厦门建发嘉润城市建设投资有限公司	厦门	厦门	房地产业	96.84	3.16	投资设立
11	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
12	苏州兆祥房地产开发有限公司	苏州	苏州	房地产业	--	100.00	投资设立
13	建发房地产集团上海有限公司	上海	上海	房地产业	95.00	5.00	投资设立
14	苏州兆坤房地产开发有限公司	苏州	苏州	房地产业	--	100.00	投资设立
15	福建兆和房地产有限公司	漳州	漳州	房地产业	--	100.00	投资设立
16	建发房地产集团合肥有限公司	合肥	合肥	房地产业	95.00	5.00	投资设立
17	建发房地产集团南京有限公司	南京	南京	房地产业	95.00	5.00	投资设立
18	建发房地产集团（深圳）有限公司	深圳	深圳	房地产业	95.00	5.00	投资设立
19	长沙兆禧房地产有限公司	长沙	长沙	房地产业	--	100.00	投资设立
20	建发房地产集团杭州置业有限公司	杭州	杭州	房地产业	95.00	5.00	投资设立
21	利百控股有限公司	香港	香港	投资及物业租赁	--	100.00	非同一控制下企业合并
22	厦门益悦置业有限公司	厦门	厦门	房地产业、投资	--	100.00	投资设立
23	厦门建发建设运营管理有限公司	厦门	厦门	房地产业	--	100.00	投资设立
24	建发国际投资集团有限公司	香港	香港	投资管理	--	60.49	非同一控制下企业合并
25	建发物业管理集团有限公司	香港	BVI	投资	--	63.67	投资设立
26	建发房地产集团南宁有限公司	南宁	南宁	房地产业	95.00	5.00	投资设立
27	无锡建悦房地产开发有限公司	无锡	无锡	房地产业	--	100.00	投资设立
28	广州建穗房地产开发有限公司	广州	广州	房地产业	--	100.00	投资设立
29	南平市建阳区兆盛房地产有限公司	南平	南平	房地产业	--	100.00	投资设立
30	珠海斗门益发置业有限公司	珠海	珠海	房地产业	--	100.00	投资设立
31	厦门万鑫联商业保理有限公司	厦门	厦门	保理公司	--	100.00	投资设立
32	建发物业服务集团有限公司	厦门	厦门	物业管理	--	100.00	投资设立
33	厦门建发一品文化发展有限公司	厦门	厦门	文化服务	--	100.00	投资设立
34	莆田兆玺置业有限公司	莆田	莆田	房地产业	--	100.00	投资设立
35	张家港保税区鑫悦房地产有限公司	张家港	张家港	房地产业	--	100.00	投资设立
36	宁德兆投房地产有限公司	宁德	宁德	房地产业	--	100.00	投资设立
37	无锡建新房地产开发有限公司	无锡	无锡	房地产业	--	100.00	投资设立
38	贵州中天浩宇房地产开发有限公司	贵州	贵州	房地产业	--	90.00	非同一控制下企业合并
39	厦门恒融晨房地产开发有限公司	厦门	厦门	房地产业	--	80.00	非同一控制

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	
							下企业合并
40	泉州兆源置业有限公司	泉州	泉州	房地产业	--	100.00	投资设立
41	淮安兆丰房地产开发有限公司	淮安	淮安	房地产业	--	100.00	投资设立
42	重庆兆晟捷房地产开发有限公司	重庆	重庆	房地产业	--	100.00	投资设立
43	成都兆鑫麟房地产开发有限公司	成都	成都	房地产业	--	100.00	投资设立
44	宁波兆瑞房地产有限公司	宁波	宁波	房地产业	--	100.00	投资设立
45	绍兴兆盛房地产有限公司	绍兴	绍兴	房地产业	--	100.00	非同一控制下企业合并
46	上饶兆昱置业有限公司	上饶	上饶	房地产业	--	100.00	投资设立
47	柳州兆宸房地产开发有限公司	柳州	柳州	房地产业	--	100.00	非同一控制下企业合并
48	宿迁兆悦房地产开发有限公司	宿迁	宿迁	房地产业	--	100.00	投资设立
49	佛山市兆裕房地产开发有限公司	佛山	佛山	房地产业	--	100.00	投资设立
50	九江兆益房地产有限公司	九江	九江	房地产业	--	100.00	投资设立
51	长沙兆祥房地产有限公司	长沙	长沙	房地产业	90.00	--	投资设立
52	济南兆发房地产开发有限公司	济南	济南	房地产业	--	100.00	投资设立
53	江门市建鑫置业有限公司	江门	江门	房地产业	--	100.00	投资设立
54	黄石悦发房地产有限公司	黄石	黄石	房地产业	--	100.00	投资设立
55	徐州兆祥房地产开发有限公司	徐州	徐州	房地产业	--	100.00	投资设立
56	江西兆骏房地产有限公司	南昌	南昌	房地产业	--	100.00	投资设立
57	江阴鑫茂房地产有限公司	江阴	江阴	房地产业	--	38.00	非同一控制下企业合并
58	合诚工程咨询集团股份有限公司	厦门	厦门	科学研究和技术服务	--	29.01	非同一控制下企业合并
59	厦门建发广悦商业管理有限公司	厦门	厦门	租赁和商务服务业	--	100.00	非同一控制下企业合并
60	北京兆昌房地产开发有限公司	北京	北京	房地产业	--	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 1-4 截至 2022 年 3 月底公司城市更新改造业务土地出让明细

地块编号	地块用途	成交时间	出让面积		成交价（万元）	已确认收入金额（万元）
			土地（平方米）	建筑（平方米）		
2009G45	城镇住宅、批发零售用地（商业）	2009 年	13513.72	58390.00	58000.00	48700.00
2010P14	城镇住宅、批发零售用地（商业）	2010 年	26315.48	95460.00	93400.00	74378.94
2011P20	城镇住宅、批发零售用地（商业）	2011 年	10198.19	38800.00	49972.00	41749.80
2011P22	城镇住宅、批发零售用地（商业）	2011 年	21159.06	83800.00	92970.00	78350.11
2013P10	城镇住宅、批发零售用地（商业）	2013 年	36132.08	140900.00	310000.00	260865.00
2018P02	城镇住宅、批发零售用地（商业）	2018 年	61841.68	149600.00	570000.00	484500.00
2018P03	城镇住宅、批发零售用地（商业）	2018 年	27719.81	97340.00	380500.00	323425.00
2019P01	城镇住宅、批发零售用地（商业）	2019 年	33651.14	131700.00	594000.00	504900.00
2019P05	城镇住宅、批发零售用地（商业）	2019 年	50394.03	174500.00	752500.00	639625.00
2021P04	城镇住宅、批发零售用地（商业）	2021 年	33969.49	105110.00	531000.00	377779.95
合计	--	--	314894.68	1075600.00	3432342.00	2834273.80

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 1-5 截至 2022 年 3 月底公司商业运营情况

项目	可供出租面积（万平方米）	已出租面积（万平方米）	资产价值（亿元）	出租单价（元/平方米·月）	出租率	位置
龙海美一城	3.26	2.84	3.41	73	87%	漳州
厦门湾悦城	4.73	4.73	9.56	154	100%	厦门
悦享中心	5.71	5.23	9.40	99	92%	厦门
南平悦城中心	5.25	5.02	3.63	43	95%	南平
南宁项目	1.92	1.79	6.02	134	93%	南宁
成都鹭洲里	6.25	5.76	11.36	104	92%	成都
上海芳汇广场	1.71	1.48	6.34	159	86%	上海
上海星汇广场	5.94	4.93	13.21	71	83%	上海
合计	34.79	31.79	62.94	--	--	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	182.16	339.69	521.97	512.65
资产总额（亿元）	1680.33	2359.56	3797.39	3998.82
所有者权益（亿元）	369.72	512.99	829.50	837.19
短期债务（亿元）	123.50	83.65	99.53	109.75
长期债务（亿元）	406.09	605.68	737.82	816.76
全部债务（亿元）	529.59	689.33	837.35	926.51
营业总收入（亿元）	320.73	619.79	723.78	56.53
利润总额（亿元）	66.48	77.03	93.85	2.85
EBITDA（亿元）	75.84	92.41	106.29	--
经营性净现金流（亿元）	125.64	59.28	28.21	-54.98
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.25	0.34	0.26	--
存货周转次数（次）	0.24	0.38	0.30	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.31	0.24	--
现金收入比（%）	201.89	152.20	208.67	522.76
营业利润率（%）	29.45	19.92	18.42	11.98
总资产收益率（%）	6.10	5.61	4.67	--
净资产收益率（%）	12.99	10.36	8.12	--
长期债务资本化比率（%）	52.34	54.14	47.08	49.38
全部债务资本化比率（%）	58.89	57.33	50.24	52.53
资产负债率（%）	78.00	78.26	78.16	79.06
调整后资产负债率（%）	69.71	69.33	65.69	65.49
流动比率（%）	170.03	172.80	156.68	157.20
速动比率（%）	54.43	54.30	48.77	46.99
经营现金流动负债比（%）	13.98	4.82	1.27	--
现金短期债务比（倍）	1.48	4.06	5.24	4.67
EBITDA 利息倍数（倍）	2.55	2.46	2.32	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.98	7.46	7.88	--

注：1. 2022 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息部分计入短期债务核算、将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 2019 - 2021 年底及 2022 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	5.10	8.28	6.50	27.93
资产总额（亿元）	518.12	677.00	854.70	921.41
所有者权益（亿元）	103.50	118.15	182.96	187.11
短期债务（亿元）	34.25	42.23	25.92	27.47
长期债务（亿元）	147.12	168.88	178.35	221.19
全部债务（亿元）	181.37	211.11	204.27	248.65
营业收入（亿元）	16.72	7.51	0.21	0.05
利润总额（亿元）	17.46	4.99	17.62	-1.29
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	58.22	71.09	80.57	-67.51
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.78	2.17	1.67	--
存货周转次数（次）	2,186.03	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.04	0.01	0.00	--
现金收入比（%）	97.62	107.38	2,371.66	12.58
营业利润率（%）	15.28	8.85	36.17	-7.64
总资产收益率（%）	/	/	/	/
净资产收益率（%）	16.41	4.22	9.47	--
长期债务资本化比率（%）	58.70	58.84	49.36	54.17
全部债务资本化比率（%）	63.67	64.12	52.75	57.06
资产负债率（%）	80.02	82.55	78.59	79.69
流动比率（%）	200.17	181.96	171.63	180.03
速动比率（%）	200.17	181.96	171.63	180.03
经营现金流动负债比（%）	24.27	24.34	22.02	--
现金短期债务比（倍）	0.15	0.20	0.25	1.02
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 2022 年一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	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
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 行公司债券（第一期）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。