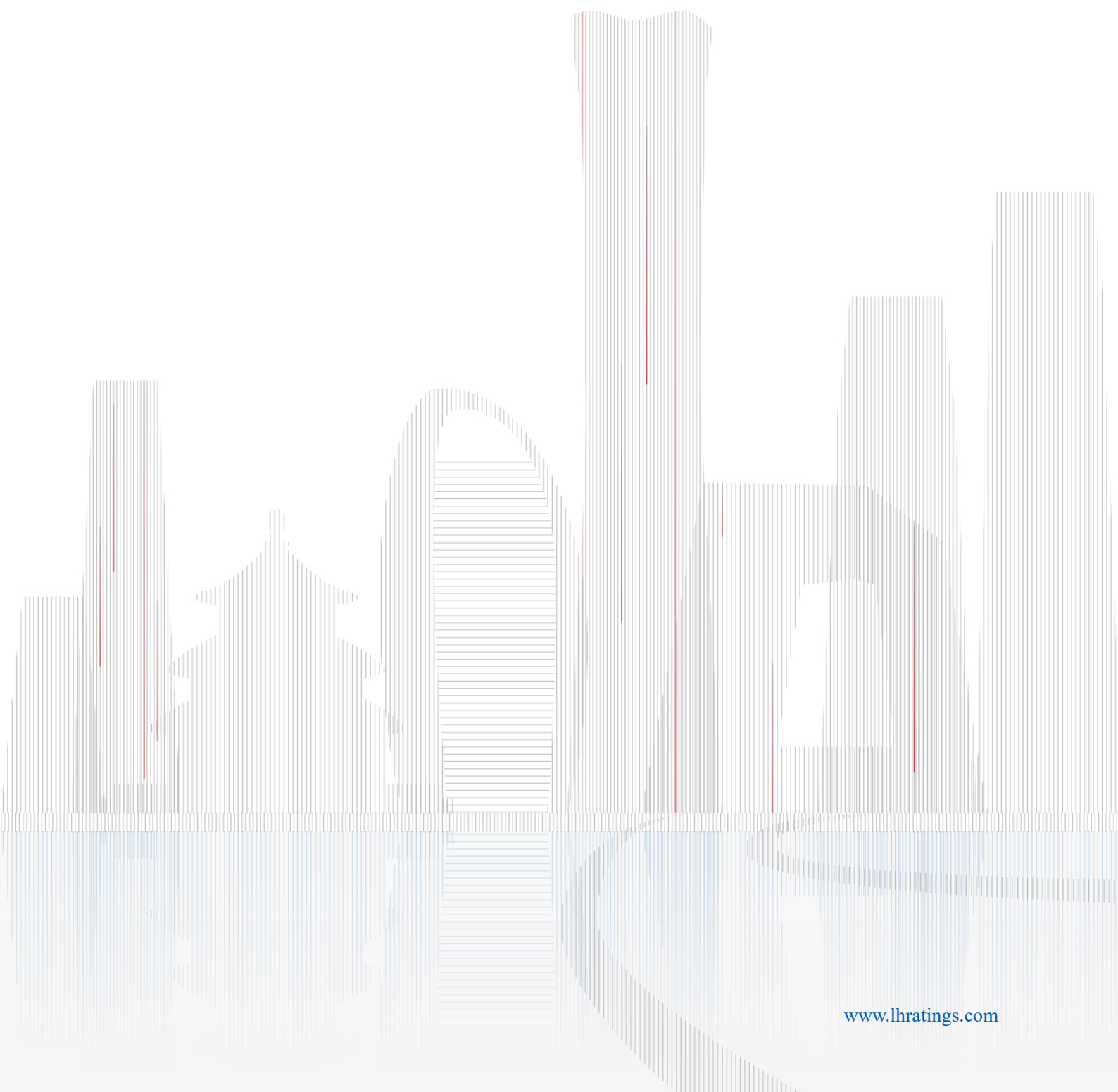


# 建发房地产集团有限公司

## 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〕4418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主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持建发房地产集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“19 建房 01”“19 建房 03”“19 建房 05”“20 建房 01”“21 建发地产 MTN005”“21 建房 01”“22 建发地产 MTN001B(并购)”“22 建发地产 MTN002B(并购)”“22 建发地产 MTN003B”“22 建房 F2”“22 建房 G1”“22 建房 G2”“22 建房债 01”“22 建房债 02”“23 建发地产 MTN001”“23 建房 01”“23 建房 F2”“23 建房 F4”“23 建房 G1”“23 建房 G2”“23 建房债 01”“23 建房债 02”“24 建发地产 MTN001”“24 建发地产 MTN002”“24 建发地产 MTN003”“24 建房 01”“24 建房 03”“24 建房 04”“24 建房 05”“25 建发地产 MTN001A”“25 建发地产 MTN001B”“25 建发地产 MTN002”“25 建发地产 MTN003”“25 建发地产 MTN004”“25 建发地产 MTN005”“25 建发地产 MTN006”“25 建发地产 MTN007”“25 建房 01”“25 建房 02”“26 建发地产 MTN001”“26 建发地产 MTN002”和“26 建发地产 MTN003”的信用等级为 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：

二〇二六年六月二十二日

# 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建发房地产集团有限公司（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。

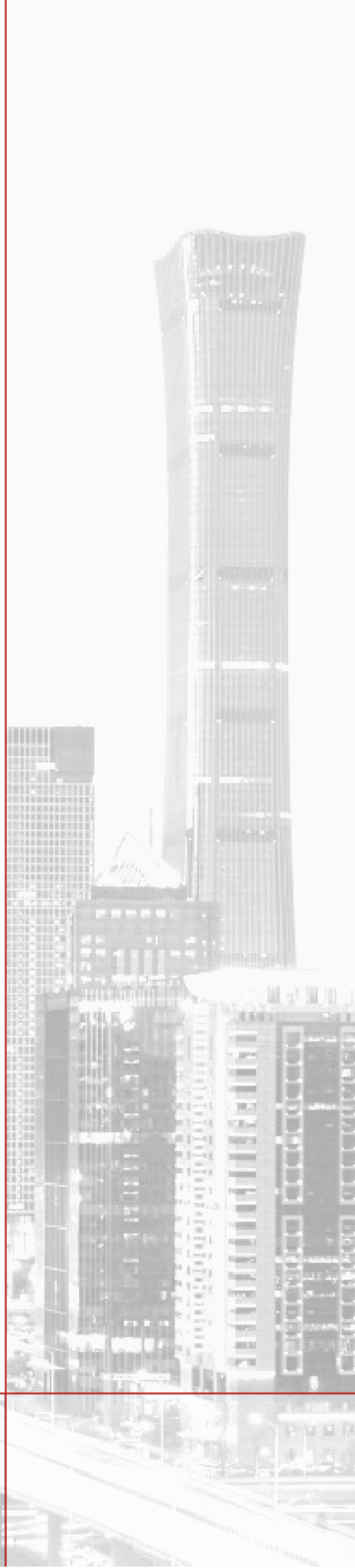
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



# 建发房地产集团有限公司

## 2026 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	评级时间
建发房地产集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
21 建发地产 MTN005/22 建发地产 MTN001B（并购）/22 建发地产 MTN002B（并购）/22 建发地产 MTN003B/23 建发地产 MTN001/24 建发地产 MTN001/24 建发地产 MTN002/24 建发地产 MTN003/25 建发地产 MTN001A/25 建发地产 MTN001B/25 建发地产 MTN002/25 建发地产 MTN003/25 建发地产 MTN004/25 建发地产 MTN005/25 建发地产 MTN006/25 建发地产 MTN007/26 建发地产 MTN001/26 建发地产 MTN002/26 建发地产 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/22
19 建房 01/19 建房 03/19 建房 05/20 建房 01/21 建房 01/22 建房 F2/22 建房 G1/22 建房 G2/22 建房债 01/22 建房债 02/23 建房 01/23 建房 F2/23 建房 F4/23 建房 G1/23 建房 G2/23 建房债 01/23 建房债 02/24 建房 01/24 建房 03/24 建房 04/24 建房 05/25 建房 01/25 建房 02	AAA/稳定	AAA/稳定	

### 评级观点

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发房产”）作为厦门市国有控股的大型房地产开发商，业务定位高，公司除房地产业务外还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可获得的股东支持力度较大，国有企业的背景保障了公司融资渠道的通畅。2025 年，随着房地产行业景气度下行，公司项目销售受到较大冲击，签约销售额同比下降；但考虑到公司在行业中竞争力强，新增土地储备质量较高，销售额降幅低于行业平均水平，公司经营可持续能力强。财务方面，随着公司项目布局的持续优化，公司资产质量有所提升，存货的减值空间对公司整体影响可控；公司债务负担较轻，债务结构合理，综合考虑公司项目销售回款、再融资能力以及股东支持等因素，公司偿债能力极强。综合评估，公司信用风险极低。

厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）主体长期信用等级为 AAA<sub>pi</sub><sup>1</sup>，评级展望为稳定。公司发行的“20 建房 01”“19 建房 01”“19 建房 03”和“19 建房 05”由建发集团提供不可撤销连带责任保证担保，建发集团的担保实力极强，其担保对上述债券还本付息的保障具有积极意义。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**股东综合实力强，在项目获取及担保等方面对公司支持力度较大。

### 评级展望

地产行业尚未完全止跌企稳，但随着公司加大核心城市的补库存力度，公司在行业中销售排名预计变动不大；随着在建项目规模的下降，公司在建项目投资压力将有所减缓，且考虑到公司债务期限结构合理、再融资能力强以及持续的股东支持等因素，公司偿债风险极低；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：**若公司在建发集团中的定位下降，且建发集团对公司支持力度下降；公司举债扩张，债务杠杆显著增加，偿债压力增大；公司经营业绩大幅下滑，对现金流产生较大负面影响。

### 优势

- **公司股东背景强且对公司支持力度较大。**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；建发集团业务多元且综合实力强。公司作为建发集团旗下房地产开发业务的主要运营载体，在项目获取及担保等方面可获得股东较大的支持力度。

<sup>1</sup>本评级结果为主动评级结果（pi 代表主动评级），评级资料主要来源于公开信息，与委托评级相比，评级调查工作（可能无）和评级信息存在不充分等局限性。联合资信不对评级报告所记载内容的真实性、完整性、及时性作任何保证。本评级结果和评级报告中记载的内容不应作为对任何投资行动的建议，联合资信不对因使用此评级结果或评级报告中记载的内容所造成的任何损失承担任何责任。

- **公司持续优化项目城市布局，较高毛利率的城市更新项目提供一定的利润补充。**2025年，在行业整体销售低迷的背景下，公司在克而瑞销售排行榜中排名前茅，具有一定的经营韧性，此外公司土地获取聚焦核心一二线城市项目，优化项目城市布局。公司城市更新业务毛利率较高，能为公司提供一定的利润补充。
- **公司持续压降债务，融资渠道畅通。**公司整体债务负担较轻，债务结构合理，公司持续压降有息债务规模，偿债压力将继续下降；公司资产受限比例低，再融资空间大，融资渠道畅通。

## 关注

---

- **房地产市场运行存在一定不确定性。**2023年以来房地产市场景气度下行，行业整体销售规模和利润率下降，未来房地产市场运行存在一定不确定性。
- **公司弱能级城市项目存在去化及盈利风险。**截至2026年3月末，公司全口径土地储备剩余可售面积合计1100.47万平方米，布局城市较多，管理难度较大；公司在销售市场较差的城市仍有一定的库存，上述项目销售流速较慢，且随着价格的下降有一定减值风险。

## 本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法及模型 房地产开发经营企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	盈利能力	3	
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
指示评级				aa <sup>+</sup>
个体调整因素: --				--
个体信用等级				aa <sup>+</sup>
外部支持调整因素: 股东支持				+1
模型级别				AAA

**个体信用状况和外部支持调整变动说明:** 因联合资信于 2026 年 5 月及 6 月对《外部支持评估方法》和《房地产开发经营企业信用评级方法与模型》进行修订, 本次评级适用最新评级方法。

**其他说明:** 受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

## 主要财务数据

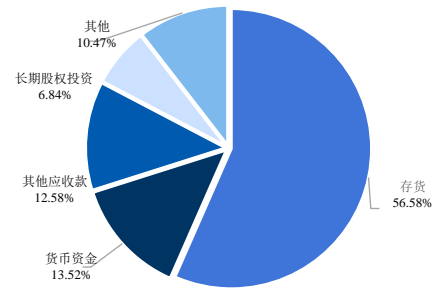
合并口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产 (亿元)	559.39	596.71	530.73	526.64
资产总额 (亿元)	4610.60	4339.86	3922.99	3971.48
所有者权益 (亿元)	1132.38	1197.74	1090.65	1082.52
短期债务 (亿元)	75.77	125.72	114.46	93.10
长期债务 (亿元)	712.47	650.55	647.38	667.10
全部债务 (亿元)	788.24	776.27	761.84	760.20
营业总收入 (亿元)	1386.88	1495.79	1401.03	34.42
利润总额 (亿元)	95.60	111.48	99.50	0.14
EBITDA (亿元)	103.72	121.46	108.48	--
经营性净现金流 (亿元)	137.48	100.25	167.59	18.21
营业利润率 (%)	11.87	13.78	15.30	25.30
总资产报酬率 (%)	2.19	2.73	2.70	--
资产负债率 (%)	75.44	72.40	72.20	72.74
调整后资产负债率 (%)	59.82	58.03	60.71	59.16
全部债务资本化比率 (%)	41.04	39.32	41.13	41.25
流动比率 (%)	149.08	155.24	158.42	157.67
经营活动现金流入/ (流动负债-合同负债) (倍)	2.83	1.60	1.48	--
现金短期债务比 (倍)	7.38	4.75	4.64	5.66
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.03	4.11	4.08	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.60	6.39	7.02	--

公司本部口径				
项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额 (亿元)	859.07	872.68	753.49	746.10
所有者权益 (亿元)	188.34	129.68	97.46	76.77
全部债务 (亿元)	286.15	307.09	304.27	308.70
营业总收入 (亿元)	1.27	0.33	0.22	0.09
利润总额 (亿元)	12.07	11.17	4.42	0.82
资产负债率 (%)	78.08	85.14	87.07	89.71
全部债务资本化比率 (%)	60.31	70.31	75.74	80.09
流动比率 (%)	236.21	163.89	162.24	159.25

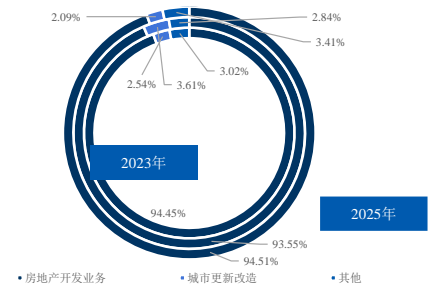
注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 公司合并口径供应链 ABS、供应链 ABN 和供应链非标计入短期债务核算、其他非流动负债中的有息部分计入长期债务核算; 3. 2026 年 1 季度财务数据未经审计; 4. “--”表示数据不适用

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

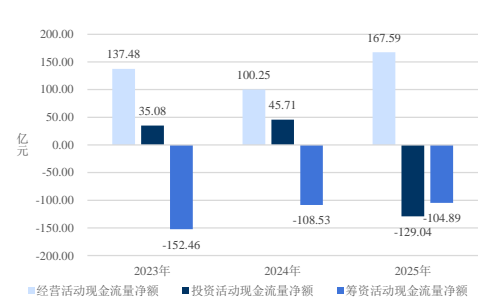
2025 年末公司资产构成



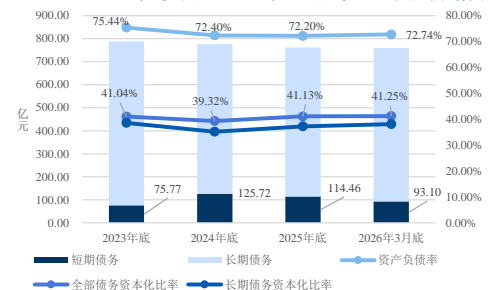
2023—2025 年公司收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年末及 2026 年 3 月末公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日	回售日
19 建房 01	10.00	1.40	2026-07-09	2024-07-09
19 建房 03	5.00	0.25	2026-08-08	2024-08-08
19 建房 05	10.00	0.80	2026-09-02	2024-09-02
20 建房 01	7.00	0.30	2027-06-23	2025-06-23
21 建发地产 MTN005	4.40	4.40	2026-11-22	--
21 建房 01	6.95	6.95	2028-07-13	2026-07-13
22 建发地产 MTN001B(并购)	4.00	4.00	2029-01-26	2027-01-26
22 建发地产 MTN002B(并购)	5.00	5.00	2027-02-23	--
22 建发地产 MTN003B	5.00	5.00	2029-03-29	2027-03-29
22 建房 F2	12.00	12.00	2029-06-06	2027-06-06
22 建房 G1	10.00	10.00	2032-04-28	2027-04-28
22 建房 G2	10.00	10.00	2032-06-27	2027-06-27
22 建房债 01	10.00	10.00	2032-04-28	2027-04-28
22 建房债 02	10.00	10.00	2032-06-27	2027-06-27
23 建发地产 MTN001	10.00	10.00	2030-03-15	2028-03-15
23 建房 01	6.70	6.70	2029-12-15	2026-12-15
23 建房 F2	10.00	10.00	2030-04-06	2028-04-06
23 建房 F4	8.00	8.00	2030-06-26	2028-06-26
23 建房 G1	10.00	10.00	2033-04-27	2028-04-27
23 建房 G2	9.00	9.00	2033-11-23	2028-11-23
23 建房债 01	10.00	10.00	2033-04-27	2028-04-27
23 建房债 02	9.00	9.00	2033-11-23	2028-11-23
24 建发地产 MTN001	10.00	10.00	2030-01-22	2027-01-22
24 建发地产 MTN002	10.00	10.00	2030-03-05	2027-03-05
24 建发地产 MTN003	10.00	10.00	2030-12-13	2027-12-13
24 建房 01	8.60	8.60	2030-07-10	2027-07-10
24 建房 03	6.00	6.00	2030-09-06	2027-09-06
24 建房 04	2.00	2.00	2032-09-06	2029-09-06
24 建房 05	5.95	5.95	2030-11-25	2027-11-25
25 建发地产 MTN001A	12.00	12.00	2031-01-15	2028-01-15
25 建发地产 MTN001B	2.00	2.00	2033-01-15	2030-01-15
25 建发地产 MTN002	7.00	7.00	2031-02-20	2028-02-20
25 建发地产 MTN003	12.00	12.00	2031-05-12	2028-05-12
25 建发地产 MTN004	16.00	16.00	2031-06-09	2028-06-09
25 建发地产 MTN005	10.00	10.00	2031-07-28	2028-07-28
25 建发地产 MTN006	10.00	10.00	2031-09-01	2028-09-01
25 建发地产 MTN007	11.50	11.50	2031-10-24	2028-10-24
25 建房 01	5.90	5.90	2031-06-24	2028-06-24
25 建房 02	17.50	17.50	2031-07-14	2028-07-14
26 建发地产 MTN001	9.50	9.50	2032-01-19	2029-01-19
26 建发地产 MTN002	10.10	10.10	2031-04-28	2029-04-28
26 建发地产 MTN003	13.00	13.00	2031-06-05	2029-06-05

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

## 评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
26 建发地产 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/05/26	王晴 苏柏文	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
26 建发地产 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/04/20	王晴 张超 苏柏文	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
26 建发地产 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/01/08	张超 郭察理	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 建发地产 MTN007	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/09/18	张超 郭察理	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 建发地产 MTN006	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/08/25	张超 郭察理	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 建发地产 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/21	张超 郭察理	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 建房 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/07/01	张超 郭察理	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
21 建发地产 MTN005/22 建发地产 MTN001B (并购)/22 建发地产 MTN002B (并购)/22 建发地产 MTN003B /23 建发地产 MTN001/24 建发地产 MTN001/24 建发地产 MTN002/24 建发地产 MTN003/25 建发地产 MTN001A/25 建发地产 MTN001B/25 建发地产 MTN002/25 建发地产 MTN003/25 建发地产 MTN004/19 建房 01/19 建房 03/19 建房 05/20 建房 01/21 建房 01/22 建房 G1/22 建房 G2/22 建房债 01/22 建房债 02/22 建房 F1/22 建房 F2/22 建房 01/23 建房债 01/23 建房债 02/23 建房 F2/23 建房 F4/23 建房 G1/23 建房 G2/23 建房 01/24 建房 01/24 建房 03/24 建房 04/24 建房 05	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/23	张超 郭察理	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/10	张超 郭察理	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 建发地产 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/30	张超 郭察理	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 建发地产 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/28	张超 郭察理	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 建发地产 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/17	张超 郭察理	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 建发地产 MTN001B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/08	张超 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
25 建发地产 MTN001A	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/08	张超 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 建发地产 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/12/05	张超 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 建房 05	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/18	张超 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 建房 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/16	张超 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 建房 03	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/16	张超 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/24	张超 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 建发地产 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/02/19	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
24 建发地产 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/01/02	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/08	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23 建房债 02/23 建房 G2	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/11/01	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23 建房 F4	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/05	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23 建房债 01/23 建房 G1	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/3/29	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23 建房 F2	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/3/17	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
23 建发地产 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/3/6	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 V4.0.202208</a> <a href="#">房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208</a>	<a href="#">阅读全文</a>
22 建房债 02/22 建房 G2	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/06/09	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
22 建房 F2	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/05/19	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
22 建房债 01/22 建房 G1	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/3/21	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
22 建发地产 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/03/15	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
22 建发地产 MTN002B (并购)	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/02/11	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
22 建发地产 MTN001B (并购)	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/01/14	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
21 建发地产 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/10/09	曹梦茹 宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法 (2019)</a> <a href="#">V3.0.201907/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>

21 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/06/18	曹梦茹 张文韬	<a href="#">房地产企业信用评级方法（2019）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
20 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/05/27	曹梦茹 罗星驰	<a href="#">原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2019年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 建房 05	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/08/11	罗星驰 宋莹莹	<a href="#">原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2019年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 建房 03	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/07/17	罗星驰 宋莹莹	<a href="#">原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2019年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
19 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/06/12	罗星驰 宋莹莹	<a href="#">原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2019年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号  
 资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：王 晴 [wangqing@lhratings.com](mailto:wangqing@lhratings.com)

项目组成员：苏柏文 [subw@lhratings.com](mailto:subw@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://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”）关于建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发房产”）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

公司成立于 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”）与其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 2025 年末，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”）持有公司 64.654% 股权，建发集团直接持有公司 35.346% 股权，公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

公司主营房地产开发销售及城市更新改造业务，按照联合资信行业分类标准属于房地产开发经营行业。

截至 2025 年末，公司合并资产总额 3922.99 亿元，所有者权益 1090.65 亿元（含少数股东权益 698.45 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 1401.03 亿元，利润总额 99.50 亿元。截至 2026 年 3 月末，公司合并资产总额 3971.48 亿元，所有者权益 1082.52 亿元（含少数股东权益 710.53 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 34.42 亿元，利润总额 0.14 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：林伟国。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已全部使用。跟踪期内，除部分债券尚未到第一个付息日外，其余债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	回售日
19 建房 01	10.00	1.40	2026-07-09	2024-07-09
19 建房 03	5.00	0.25	2026-08-08	2024-08-08
19 建房 05	10.00	0.80	2026-09-02	2024-09-02
20 建房 01	7.00	0.30	2027-06-23	2025-06-23
21 建发地产 MTN005	4.40	4.40	2026-11-22	--
21 建房 01	6.95	6.95	2028-07-13	2026-07-13
22 建发地产 MTN001B(并购)	4.00	4.00	2029-01-26	2027-01-26
22 建发地产 MTN002B(并购)	5.00	5.00	2027-02-23	--
22 建发地产 MTN003B	5.00	5.00	2029-03-29	2027-03-29
22 建房 F2	12.00	12.00	2029-06-06	2027-06-06
22 建房 G1	10.00	10.00	2032-04-28	2027-04-28
22 建房 G2	10.00	10.00	2032-06-27	2027-06-27
22 建房债 01	10.00	10.00	2032-04-28	2027-04-28
22 建房债 02	10.00	10.00	2032-06-27	2027-06-27
23 建发地产 MTN001	10.00	10.00	2030-03-15	2028-03-15
23 建房 01	6.70	6.70	2029-12-15	2026-12-15
23 建房 F2	10.00	10.00	2030-04-06	2028-04-06
23 建房 F4	8.00	8.00	2030-06-26	2028-06-26
23 建房 G1	10.00	10.00	2033-04-27	2028-04-27
23 建房 G2	9.00	9.00	2033-11-23	2028-11-23
23 建房债 01	10.00	10.00	2033-04-27	2028-04-27
23 建房债 02	9.00	9.00	2033-11-23	2028-11-23
24 建发地产 MTN001	10.00	10.00	2030-01-22	2027-01-22
24 建发地产 MTN002	10.00	10.00	2030-03-05	2027-03-05
24 建发地产 MTN003	10.00	10.00	2030-12-13	2027-12-13
24 建房 01	8.60	8.60	2030-07-10	2027-07-10
24 建房 03	6.00	6.00	2030-09-06	2027-09-06

24 建房 04	2.00	2.00	2032-09-06	2029-09-06
24 建房 05	5.95	5.95	2030-11-25	2027-11-25
25 建发地产 MTN001A	12.00	12.00	2031-01-15	2028-01-15
25 建发地产 MTN001B	2.00	2.00	2033-01-15	2030-01-15
25 建发地产 MTN002	7.00	7.00	2031-02-20	2028-02-20
25 建发地产 MTN003	12.00	12.00	2031-05-12	2028-05-12
25 建发地产 MTN004	16.00	16.00	2031-06-09	2028-06-09
25 建发地产 MTN005	10.00	10.00	2031-07-28	2028-07-28
25 建发地产 MTN006	10.00	10.00	2031-09-01	2028-09-01
25 建发地产 MTN007	11.50	11.50	2031-10-24	2028-10-24
25 建房 01	5.90	5.90	2031-06-24	2028-06-24
25 建房 02	17.50	17.50	2031-07-14	2028-07-14
26 建发地产 MTN001	9.50	9.50	2032-01-19	2029-01-19
26 建发地产 MTN002	10.10	10.10	2031-04-28	2029-04-28
26 建发地产 MTN003	13.00	13.00	2031-06-05	2029-06-05

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

## 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。工企利润高位增长，“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重大变量：中东冲突引发的能源价格上涨风险正在逐步传导，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、行业分析

2025 年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央国企拿地与新增货值占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望 2026 年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。完整版行业分析详见[《2026 年房地产开发经营行业分析》](#)。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

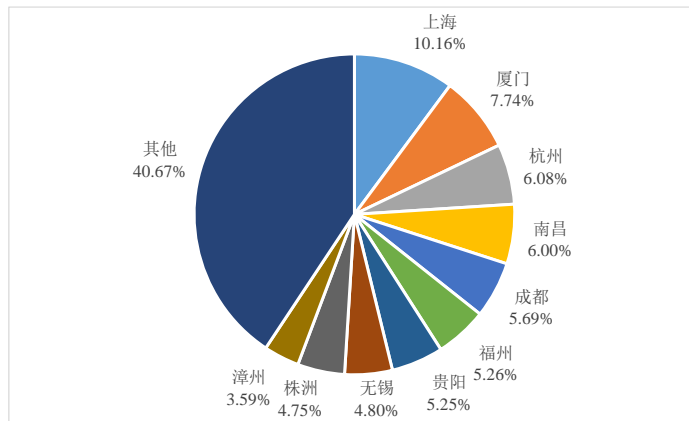
公司作为大型房地产开发国有企业，综合竞争力强；近年来在行业下行阶段，公司竞争力持续提升。

建发集团是经厦门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。公司作为建发集团下核心的房地产开发企业，业务地位高。

公司近年来逆势扩张，在行业内竞争力持续提升；公司 2023 年以来持续优化城市布局。在行业景气度下行期间，公司凭借其股东背景、资本实力、品牌力等优势在全国拓展业务，销售规模快速增长，公司在克而瑞房企销售榜中排名由 2021 年的第 21 名上升至 2025 年的第 7 名，2025 年实现签约销售金额 1222.88 亿元。公司作为全国性房企，项目布局以厦门、福州、福建省内三四线城市以及北京、上海、杭州、成都、苏州等核心一、二线城市为主，在城市中区位分布较核心；此外公司早年在三四线城市（含株洲、宿迁、淮安、黄石等）也有一定的存量项目。2023 年以来，行业景气度持续下行，公司为实现快速销售回笼资金，获取项目持续向核心城市核心区优化。

公司整体拿地成本一般，利润空间尚可；其中弱能级城市项目仍有减值计提空间，但对公司的影响可控。截至 2026 年 3 月末，公司全口径土地储备（全部项目剩余可售面积）1100.47 万平方米，整体规模尚可，区域分布以福建省内城市及省外核心一二线城市为主。其中公司 2023 年以来获取的项目城市能级及区位分布较好，叠加部分城市取消限价，上述项目利润空间尚可。公司项目布局的三四线城市主要包括株洲、漳州、淮安、宿迁、黄石等城市，此轮行业下行中上述城市的房价降幅更大，且部分项目为在拿地竞争激烈的 2021 年及 2022 年获取，拿地成本较高；截至 2025 年末，公司存货累计计提减值准备 80.99 亿元。当前行业景气度未见明显好转迹象，公司存量项目仍有减值计提空间，但综合考虑城市布局、拿地成本、市场景气度等情况，上述项目未来的减值情况对公司影响可控。

图表 2 • 截至 2026 年 3 月末公司全口径土地储备剩余可售面积区域分布情况



资料来源：公司提供

公司产品体系健全，在福建品牌知名度高。公司从福建起家，深耕福建市场多年，熟知当期居民的需求偏好，在当地品牌知名度高。公司近年来专注于提升产品力，2025 年以来，围绕“新中式生活匠造者”的品牌定位，推出了王府中式、禅境中式、盛世唐风、风雅宋韵、诗意东方、海派东方等不同风格的新中式住宅产品。同时，公司以客户需求为导向，聚焦“好房子”的“安全、舒适、绿色、智慧”等核心特征，获得克而瑞 2025 年度中国房地产企业产品力 TOP100 排名第八名。

### （二）信用状况

公司过往债务履约情况良好。根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 4 月 17 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，2010 年发生、2011 年正常还款，涉及金额 3632 万元，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，联合资信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 19 日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、

国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

### （三）管理水平

跟踪期内，公司根据《中华人民共和国公司法》以及国务院国资委关于深化国有企业监事会改革实施方案的要求不再设立监事和监事会；董事长、总经理等人员发生变化，内部控制制度及治理结构延续。

林伟国先生，1978年9月出生，本科学历，高级会计师。历任建发房地产集团有限公司财务部总经理、建发房地产集团有限公司财务总监、建发房地产集团有限公司副总经理、建发房地产集团有限公司总经理兼董事等职，现任公司法定代表人兼董事长。

田美坦先生，1978年10月出生，硕士学历，中级经济师。历任建发房地产集团有限公司苏州事业部总经理、建发房地产集团有限公司华东区域总经理、建发房地产集团有限公司副总经理等职，现任公司总经理。

图表3·公司董事、监事、高级管理人员发生的变更情况

变更人员姓名	变更人员类型	变更职务	变更类型	决定（议）时间或聘任生效时间
黄文洲	董事	董事	离任	2025年05月12日
郑永达	董事	董事	离任	2025年05月12日
林芳	监事	监事	离任	2025年03月20日
许晓曦	董事	董事	就任	2025年05月12日
林伟国	董事	董事长	就任	2026年01月23日
赵呈闻	董事	董事长	离任	2026年01月23日
田美坦	高级管理人员	总经理	就任	2026年01月23日
林伟国	高级管理人员	总经理	离任	2026年01月23日
程东方	董事	董事	就任	2026年04月20日
田美坦	董事	董事	就任	2026年04月20日

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

### （四）经营方面

#### 1 经营概况

2025年，公司房地产结转收入同比有所下降，毛利率有所上升；随着存量土地的出让完成，公司城市更新改造收入出现下降。2026年1—3月，受项目结转规模收缩影响，公司营业总收入同比大幅下降。

图表4·2023—2025年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		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发业务	1309.85	94.45%	10.86%	1399.38	93.55%	13.15%	1324.05	94.51%	13.82%
城市更新改造	35.17	2.54%	29.72%	53.87	3.60%	37.62%	29.26	2.09%	77.68%
其他	41.86	3.02%	47.12%	42.54	2.84%	46.81%	47.72	3.41%	41.35%
合计	1386.88	100.00%	12.43%	1495.79	100.00%	14.98%	1401.03	100.00%	16.09%

注：1. 公司其他业务主要为房地产金融、酒店运营，餐饮、教育等；2. 尾差系四舍五入造成  
资料来源：公司提供

公司主营业务以房地产开发销售和城市更新业务为主。2025年，公司房地产开发业务收入同比有所下降；公司房地产开发业务毛利率水平尚可。公司城市更新改造业务收入主要来自后埔-枋湖和钟宅畚族旧村改造项目，2025年，随着上述高毛利率项目逐步进入尾声，该板块收入同比大幅下降，毛利率大幅提升主要是钟宅项目征迁成本结余3.60亿元以及出让A15地块形成收入4.90亿元（成本在过往年度已结转）。2026年1—3月，受项目结转规模收缩影响，公司营业总收入34.42亿元，同比下降67.42%，综合毛利率为27.20%，主要系房地产开发板块前期跌价计提，板块毛利率阶段性升高。

## 2 业务经营分析

随着房地产行业深度调整，公司动态调整拿地节奏，并向核心城市聚焦，2025年补库存规模略有提升，2026年一季度受供给侧和需求侧双重影响，拿地策略较为保守。

公司主要通过招拍挂方式获取土地，采用“以销定投”的拿地策略。2025年，公司在核心城市存在补库存需求，拿地力度提升，获取42个项目，在上海、北京、杭州、厦门和成都拿地支出合计超过75%，其他新增项目主要集中在福建省内二线城市及省外新一线城市。2026年一季度，受供给端政策控增量和需求端景气度下行双重影响，公司仅在宁波和厦门新增2个项目。

图表5·公司新增项目情况（单位：块、万平方米、亿元、万元/平方米）

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
2023年	76	765.75	1158.30	1.51
2024年	21	229.66	500.66	2.18
2025年	42	348.76	669.51	1.92
2026年1-3月	2	12.50	14.37	1.15

注：数据口径为全口径  
资料来源：公司提供

2025年，公司新开工项目面积略有上升，竣工面积维持高位，公司施工面积处于下降态势。截至2026年3月末，公司在建房地产开发项目未来三年预计总投资（全口径）616.54亿元，整体支出压力尚可。

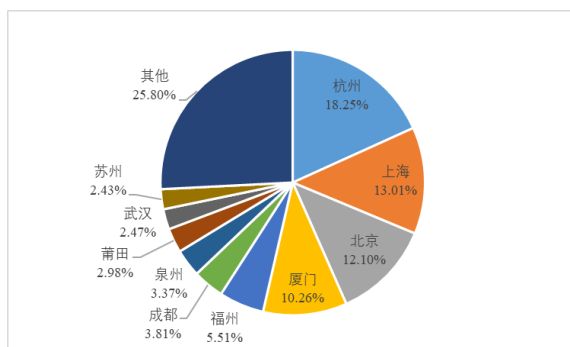
图表6·公司房地产开发及销售情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

时间	2023年	2024年	2025年	2026年1-3月
房屋新开工面积	908.62	631.56	645.88	35.19
房屋施工面积	2271.65	1735.87	1333.00	1368.19
当期竣工面积	1281.52	1167.35	976.65	--
签约销售面积	903.45	645.91	503.98	95.45
签约销售均价	2.09	2.07	2.43	2.65
签约销售额	1891.34	1335.08	1222.88	252.88

注：数据口径为全口径；2024年部分项目在建设过程中尚未确认与合作方的产权归属，暂时全计入公司统计，同时部分项目规划面积变更，综合致使2024年与2025年房屋施工面积统计口径差异  
资料来源：公司提供

2025年，公司项目销售受到冲击，签约销售金额同比下降，销售均价保持较高水平。公司销售贡献以一二线城市为主。2025年，随着行业景气度持续下降，叠加公司推盘项目减少，公司销售金额同比下降8.40%，低于行业整体销售降幅。2025年，公司销售城市主要集中在福建省内城市和杭州、上海、北京、成都、苏州等省外城市。公司项目布局向上述高能级城市倾斜，签约销售均价保持较高水平。2026年1-3月，受市场景气度下行影响，公司签约销售金额同比下降20.82%。

图表7·2025年公司全口径销售额城市分布情况



资料来源：公司提供

公司城市更新项目剩余可转让规模不大，未来贡献收入预计将下降。公司城市更新改造业务由厦门市禾山建设发展有限公司负责，主要为后埔-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。截至 2026 年 3 月末，后埔-枋湖旧村改造项目预计总投资额为 295.47 亿元，已投资 207.25 亿元；该项目可出让建筑面积 159.70 万平方米，已出让面积 97.06 万平方米，已回款 246.26 亿元。钟宅畲族旧村改造项目预计总投资 171.57 亿元，已投资 160.00 亿元；项目可出让面积 50.59 万平方米，已出让面积 50.59 万平方米，已回款 163.84 亿元。后埔项目未来规划尚未确定，钟宅项目已出让完成，公司未来城市更新改造业务收入预计将进一步下降。

### 3 经营效率

2025 年，公司主要经营效率指标略有增长。

从经营效率指标看，2024 年和 2025 年，公司存货周转次数分别为 0.49 次和 0.50 次，总资产周转次数分别为 0.33 次和 0.34 次，均略有增长。

### 4 未来发展

公司未来将借助建发集团、建发股份的支持以及自身较强的开发经验，聚焦开发业务及城市更新业务。

未来，公司将密切关注房地产行业宏观调控政策和城镇化发展趋势，提升管理水平。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。在市场和城市布局方面，公司将积极布局一、二线核心城市，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。城市基础设施建设仍作为公司的业务经营方向，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。

## （五）财务方面

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2025 年财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2026 年 1—3 月公司财务数据未经审计。

### 1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司货币资金充足，受销售速度下降影响，公司存货中开发产品增长较快，且部分城市项目仍有计提存货跌价可能；公司资产流动性较好。整体看公司资产质量很好。

公司资产以货币资金、存货、其他应收款、长期股权投资和投资性房地产为主。截至 2025 年末，公司货币资金规模略有下降但规模充足；其他应收款主要为关联方及合作项目往来款，累计计提坏账准备 3.65 亿元，账龄以 3 年以内为主，符合房地产开发特征；公司存货规模有所下降，主要系公司结转项目规模较大但新获取项目数量减少所致，随着行业销售速度下降，公司 2025 年末存货中完工开发产品较年初增长 33.31%至 298.41 亿元，截至 2025 年末公司存货累计计提 80.99 亿元存货跌价准备，考虑到公司在弱能级城市有一定库存，未来去化情况仍不明朗，存货仍有计提减值可能；公司投资性房地产采用公允价值法计量，其中用于抵押融资规模占比为 31.73%。公司受限资产主要为存货和投资性房地产，截至 2025 年末资产受限比例为 5.42%，较年初下降 7.40 个百分点。截至 2026 年 3 月末，公司资产总额及结构较上年末变动不大。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	4104.92	89.03%	3845.08	88.60%	3433.35	87.52%	3475.13	87.50%
货币资金	559.36	12.13%	596.65	13.75%	530.47	13.52%	526.62	13.26%
其他应收款（合计）	536.08	11.63%	607.54	14.00%	494.49	12.60%	525.42	13.23%
存货	2740.18	59.43%	2442.00	56.27%	2219.65	56.58%	2207.66	55.59%

非流动资产	505.68	10.97%	494.78	11.40%	489.64	12.48%	496.35	12.50%
长期股权投资	225.68	4.89%	235.32	5.42%	268.37	6.84%	265.62	6.69%
投资性房地产	146.06	3.17%	156.25	3.60%	140.88	3.59%	141.97	3.57%
资产总额	4610.60	100.00%	4339.86	100.00%	3922.99	100.00%	3971.48	100.00%

注：表中占比为占总资产比例  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高；公司债务杠杆水平较低，且期限结构和融资结构合理。

截至 2025 年末，公司所有者权益较上年末有所下降。构成上，所有者权益主要由实收资本（占 1.83%）、其他权益工具（占 4.13%）、未分配利润（占 27.74%）和少数股东权益（占 64.04%）构成，永续债规模降幅较大。截至 2026 年 3 月末，公司所有者权益规模与结构较上年末变动不大。

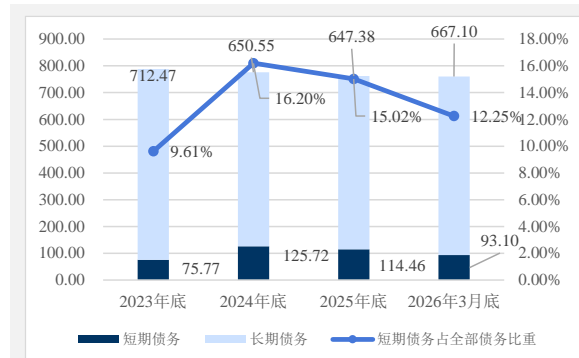
公司负债以有息债务、应付账款、合同负债和其他应付款为主。截至 2025 年末，公司应付账款主要为应付工程款；其他应付款主要为公司应付联合营企业的往来款、公司子公司的少数股东及其他合作方向子公司提供的垫付款和借款。公司全部债务略有下降。若将永续债计入债务测算，2025 年末公司全部债务为 806.84 亿元，全部债务资本化比率为 43.55%，整体债务杠杆水平仍属一般。截至 2026 年 3 月末，公司全部债务较上年末变化不大，为 760.20 亿元，全部债务资本化比率为 41.25%。根据公司提供数据，截至 2026 年 3 月末，公司融资结构由银行借款（占 56%）、债券（占 40%）和其他借款（占 4%）构成；债务到期结构看，1 年内到期债务规模占 11.45%，1~2 年内占 8.71%，2~3 年内占 34.95%，期限结构合理。

图表 9 · 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	2753.51	79.16%	2476.91	78.83%	2167.24	76.52%	2204.00	76.29%
应付账款	340.51	9.79%	301.75	9.60%	316.68	11.18%	219.14	7.59%
其他应付款（合计）	345.05	9.92%	382.26	12.17%	449.32	15.86%	431.53	14.94%
合同负债	1791.77	51.51%	1485.25	47.27%	1146.60	40.48%	1320.20	45.70%
非流动负债	724.72	20.84%	665.21	21.17%	665.09	23.48%	684.96	23.71%
长期借款	310.39	8.92%	321.48	10.23%	351.34	12.40%	372.51	12.89%
应付债券	279.26	8.03%	253.12	8.06%	263.14	9.29%	267.65	9.26%
负债总额	3478.22	100.00%	3142.12	100.00%	2832.33	100.00%	2888.96	100.00%

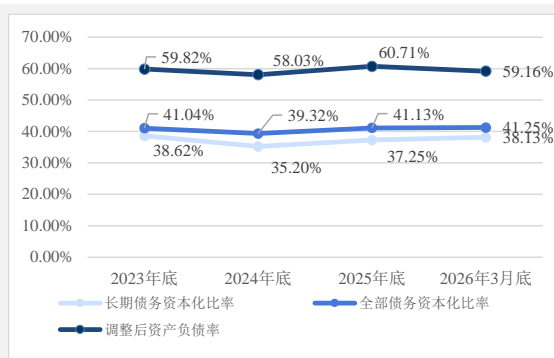
注：表中占比为占总负债比例  
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 · 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 11 · 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025 年，公司收入和利润规模同比下降，资产减值损失对公司利润侵蚀较为严重；2026 年一季度，公司结转规模大幅收缩，利润规模较小。未来看，公司短期内盈利能力仍将承压。

2025 年，公司营业总收入和利润总额同比下降。公司费用控制能力较强，期间费用主要为销售费用，随着销售市场景气度和公司销售策略有所上升。公司资产减值损失规模大且有所增长，对公司利润产生较大侵蚀，考虑到当前房价处于下降趋势，公司存

续项目仍有减值计提可能；公司投资收益有所下降，主要与合作表外项目确认收益规模有关。公司营业利润率小幅上升，总资本收益率和净资产收益率同比有所下降，总资产报酬率有所上升。2026年1—3月，公司项目结转规模大幅收缩，营业总收入同比下降67.42%，利润规模由上年同期的1.96亿元回落至0.14亿元。

图表 12 · 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）	1386.88	1495.79	1401.03	34.42
营业成本（亿元）	1214.48	1271.65	1175.63	25.05
期间费用（亿元）	56.37	57.55	59.88	8.30
资产减值损失（亿元）	-14.17	-37.12	-41.64	-0.27
投资收益（亿元）	2.49	7.32	3.34	-0.03
利润总额（亿元）	95.60	111.48	99.50	0.14
营业利润率（%）	11.87	13.78	15.30	25.30
总资产报酬率（%）	2.19	2.73	2.70	--
总资本收益率（%）	3.95	3.96	3.33	--
净资产收益率（%）	6.22	5.94	5.06	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2025年，公司经营活动现金流保持净流入状态，公司当前主动压降有息债务规模，筹资活动现金流呈净流出状态。2025年，公司经营活动现金流净额保持较大规模的净流入，销售回款有所下降；公司投资活动现金流主要为往来款，2025年由净流入转为净流出，其中收购项目公司债权部分支付126亿元包括上海新江湾及弘寿里地块123亿元、温州桃花岛地块3亿元；随着公司主动压降有息债务规模，2025年筹资活动净现金流保持大规模净流出。2026年1—3月，公司经营活动净现金流为18.21亿元，筹资活动净现金流净流出，未来公司仍有压降债务规模计划。

图表 13 · 公司现金流量表情况（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	2723.91	1583.14	1506.71	279.30
销售商品、提供劳务收到的现金	1586.91	1237.30	1110.65	231.32
经营活动现金流出小计	2586.42	1482.89	1339.12	261.09
<b>经营现金流量净额</b>	<b>137.48</b>	<b>100.25</b>	<b>167.59</b>	<b>18.21</b>
投资活动现金流入小计	242.09	119.13	165.62	36.56
投资活动现金流出小计	207.01	73.42	294.65	34.59
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>35.08</b>	<b>45.71</b>	<b>-129.04</b>	<b>1.97</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>172.56</b>	<b>145.96</b>	<b>38.55</b>	<b>20.18</b>
筹资活动现金流入小计	665.02	517.02	556.33	75.21
筹资活动现金流出小计	817.48	625.55	661.22	98.67
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-152.46</b>	<b>-108.53</b>	<b>-104.89</b>	<b>-23.46</b>

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

## 2 偿债指标变化

综合考虑公司整体资质、股东背景及支持等情况，公司实际偿债能力极强。

图表 14 · 公司偿债指标

项目	指标	2023年	2024年	2025年	2026年3月末
短期偿债指标	流动比率	149.08%	155.24%	158.42%	157.67%
	速动比率	49.56%	56.65%	56.00%	57.51%

长期偿债指标	经营现金/短期债务（倍）	1.81	0.80	1.46	--
	现金短期债务比（倍）	7.38	4.75	4.64	5.66
	经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	2.83	1.60	1.48	0.32
	EBITDA（亿元）	103.72	121.46	108.48	--
	全部债务/EBITDA（倍）	7.60	6.39	7.02	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.17	0.13	0.22	--
	EBITDA/利息支出（倍）	3.03	4.11	4.08	--
	经营现金利息支出（倍）	4.01	3.40	6.30	--

注：1. 经营现金指经营活动现金流量净额；2. “—”表示该指标不适用  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司短期偿债指标表现好；长期偿债指标表现尚可，公司存货质量较好，预计存货未来计提减值对公司影响可控。考虑到公司整体竞争实力强，再融资渠道畅通，股东支持力度大，公司实际偿债能力极强。

截至 2026 年 3 月末，公司对外担保余额 18.98 亿元，全部为对公司参股的项目公司按股比提供的担保。

未决诉讼方面，截至 2026 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

截至 2026 年 3 月末，公司获得的银行授信额度 2027.50 亿元，尚未使用额度 1244.77 亿元，授信额度充足。

### 3 公司本部财务分析

**公司本部口径资产以其他应收款和对外投资为主；公司本部债务规模较大，但实际偿债压力可控。**

截至 2025 年末，公司本部资产以其他应收款和长期股权投资为主；公司本部负债以其他应付款和应付债券为主，应付债券较年初变动不大，为 263.14 亿元；公司本部债务规模较大，考虑到公司本部对项目公司控制能力强，且公司本部再融资渠道畅通，其实际偿债压力可控；公司本部所有者权益为 97.46 亿元，较年初下降主要系偿还永续债所致。

2025 年，公司本部营业总收入规模不大，利润总额为 4.42 亿元，投资收益的大幅下降导致利润总额同比下降 60.41%。同期，公司本部经营活动现金流量净额-0.64 亿元，投资活动现金流量净额 101.90 亿元，筹资活动现金流量净额-104.36 亿元。

## （六）ESG 方面

**公司 ESG 表现对其持续经营无负面影响。**

公司下属上市子公司建发国际投资集团有限公司（以下简称“建发国际”，股票代码 01908.HK）在 2025 年年度报告中披露，建发国际董事会对 ESG 事宜及其汇报承担全部责任，已建立以董事会为决策层、ESG 工作小组和各职能中心为执行层的 ESG 治理架构。

环境方面，为应对气候变化，建发国际发布《高边坡安全管控应急措施》等内部规定，并制定针对极端天气的应急预案，同时加强风险排查及举行应急演练，以减少极端天气事件对运营和项目开发产生的负面影响。

社会责任方面，2025 年，建发国际共计开展 6265 次覆盖董事和员工的廉洁文化建设培训，共培训约 8377 小时，参训人次约为 16712 人。2025 年，建发国际作出慈善捐款 3170 万元。

公司作为国有企业，治理结构和内控制度完善，运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

## 七、外部支持

### 1 支持能力

**建发集团业务多元，综合实力强。**

建发集团为厦门市国资委全资企业，在房地产投资及供应链业务方面能得到厦门市国资委的支持。建发集团业务多元，整体实力强。截至 2025 年末，建发集团所有者权益合计 2226.09 亿元，当年实现营业总收入 6974.08 亿元。

建发集团的供应链运营业务由建发股份负责经营。截至 2025 年末，建发股份所有者权益 1843.67 亿元，当年实现营业总收入 6712.70 亿元。

## 2 支持可能性

**建发集团和建发股份在业务获取及担保方面对公司支持力度较大。**

公司是建发集团下核心的房地产开发企业，建发集团和建发股份对公司提供担保支持，截至 2025 年末，建发集团为公司提供担保 77.75 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。

# 八、债券偿还能力分析

## 1 普通债券

**公司现金类资产和经营活动现金流入对跟踪债券的覆盖倍数较好，EBITDA 对跟踪债券的覆盖倍数一般。**

截至 2026 年 6 月 15 日，由联合资信评级的公司存续债券余额合计 341.85 亿元，公司现金类资产、经营活动现金流入及 EBITDA 对上述存续债券的覆盖倍数分别为 1.55 倍、4.41 倍和 0.32 倍。

## 2 担保债券

### （一）担保方基本情况

建发集团原名厦门建设发展公司，是经厦门市人民政府和福建省厦门经济特区管委会批准，于 1981 年 1 月设立的综合性国有独资有限公司。截至 2026 年 3 月底，建发集团持有上市公司建发股份 46.79% 的股份（无质押），为建发股份控股股东。截至 2025 年底，建发集团注册资本和实收资本均为 100.00 亿元，厦门市国资委为建发集团唯一出资人和实际控制人。

建发集团主营业务包括供应链运营、房地产、家居商场运营、城市建设与运营、旅游会展、医疗健康、新兴产业投资等多个领域，合并口径营业收入以供应链运营为主，按照联合资信行业分类标准划分为贸易企业。

截至 2025 年底，建发集团合并资产总额 8087.08 亿元，所有者权益 2226.09 亿元（含少数股东权益 1563.47 亿元）；2025 年，建发集团实现营业总收入 6974.08 亿元，利润总额-239.82 亿元。截至 2026 年 3 月底，建发集团合并资产总额 9035.46 亿元，所有者权益 2239.68 亿元（含少数股东权益 1562.45 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。

建发集团注册地址：福建省厦门市思明区环岛东路 1699 号建发国际大厦 43 楼；法定代表人：许晓曦。

### （二）担保方竞争实力

建发集团主营业务涉及供应链运营、房地产开发、家居商场运营、城市建设与运营、旅游会展、医疗健康和新兴产业投资等诸多领域，2023—2025 年，建发集团收入和毛利润主要来自供应链运营、房地产开发和家居商场运营等板块。供应链运营、房地产开发和家居商场运营业务的经营主体主要为建发股份及其下属子公司。

#### （1）供应链运营

**建发股份是全球化布局的头部供应链运营服务商，核心竞争优势显著；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；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。**

建发集团供应链业务主要由建发股份下属的建发（上海）有限公司、厦门建发金属有限公司等多家子公司运营。建发股份为中国领先、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 15 • 建发股份 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：联合资信根据公开资料整理

建发股份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，建发股份深耕中国云南、埃塞俄比亚、巴西、哥伦比亚等全球核心产区，在市场端，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。建发股份通过上控资源、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，建发股份推进“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”实时监控系統，助力实现物流资源整合和生态协同。建发股份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，建发股份已打通泰国、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，建发股份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，建发股份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。建发股份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，建发股份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。

## （2）房地产业务

建发集团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。

建发集团房地产业务由其下属子公司建发房产和联发集团运营，建发房产和联发集团均拥有房地产开发一级资质。建发集团秉持“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”排名第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，建发集团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，建发股份和联发集团联合收购了美凯龙29.95%的股权，获得了美凯龙的控制权；截至2025年底，建发股份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。

#### **建发集团本部历史债务履约情况良好。**

根据建发集团提供的《企业信用报告》（机构信用代码：91350200154990617T），截至2026年5月19日，建发集团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中长期借款3笔、短期借款7笔，不良类中长期借款1笔，最后一次还款日期均在2010年4月底之前，最后一次还款形式均为“正常还款”；关注类银行保函1笔，关闭日期为2007年9月26日，垫款标志为“否”。

根据建发集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现建发集团存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至2026年6月17日，联合资信未发现建发集团被列入全国失信被执行人名单，未发现建发集团存在重大税收违法失信案件信息，未发现建发集团存在证券期货市场失信记录，未发现建发集团存在行政处罚信息、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，未发现建发集团存在严重失信信息。

## （三）担保方经营分析

### ①经营概况

2023—2025 年，建发集团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；建发集团营业总收入持续下降，综合毛利率水平波动上升。

建发集团主营业务以供应链运营、房地产开发和家具商场运营为主，以旅游、会展服务、物业租赁及信托投资服务等为辅。2023—2025 年，建发集团营业总收入持续下降，年均复合下降 5.65%，主要系供应链运营业务收入不断下滑以及房地产业务收入波动下降所致。2025 年，建发集团营业总收入同比下降 3.65%，主要系房地产板块景气度持续较弱，建发集团房地产结转收入下降所致。分板块来看，供应链运营业务收入持续下降，主要系受大宗商品价格波动、建发集团收缩低效业务以及调整部分贸易业务收入确认方式所致；2025 年收入同比下降 0.12%。房地产业务方面，2023—2025 年，建发集团房地产业务收入波动下降，2025 年同比下降 15.29%，主要系联发集团 2025 年结转收入规模大幅下降所致。家居商场运营业务方面，2023 年建发集团家居商场运营业务收入实际为美凯龙 2023 年 9—12 月（美凯龙纳入合并范围后）的收入，因此 2024 年该项收入较上年大幅增长，2025 年同比有所回落。

毛利率方面，2023—2025 年，建发集团综合毛利率波动上升。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，近三年平稳增长；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，建发集团实现营业总收入 1463.13 亿元，同比下降 2.28%；营业利润率为 4.44%，同比增长 1.02 个百分点。

图表 16· 建发集团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		
	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	5933.3	75.74%	2.04%	5088.57	70.30%	2.21%	5083.12	72.89%	2.17%
房地产业务	1663.89	21.24%	11.51%	1844.00	25.48%	13.82%	1562.96	22.41%	14.36%
家居商场运营业务	38.61	0.49%	52.70%	77.76	1.07%	57.53%	65.69	0.94%	58.52%
旅游饮食业务	15.72	0.20%	37.60%	16.66	0.23%	31.02%	34.31	0.49%	18.47%
会展业务	6.29	0.08%	32.65%	6.67	0.09%	32.32%	5.90	0.08%	30.62%
城服业务	14.04	0.18%	19.86%	13.39	0.18%	23.66%	15.39	0.22%	23.99%
医疗业务	161.89	2.07%	8.31%	189.59	2.62%	8.13%	206.17	2.96%	8.66%
其他业务	0.54	0.01%	37.69%	1.71	0.02%	72.16%	0.53	0.01%	85.16%
合计	7834.28	100.00%	4.56%	7238.34	100.00%	6.06%	6974.09	100.00%	5.78%

注：2023 年家居商场运营业务数据仅为 9—12 月的收入  
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

## ②业务经营分析

建发集团供应链运营业务主要由建发股份及其子公司承担。近年来，建发股份供应链运营业务收入以境内业务为主，境外业务比重有所提高；收入占比较高的冶金原材料和农林产品业务上下游集中度较低，不存在过度依赖单一供应商或客户的情况；供应链业务对建发股份营运资金占用规模可控。2023—2025 年，受收缩低效业务规模、贸易品结构变化、商品价格波动以及部分业务收入确认方式调整等综合影响，建发集团供应链业务收入呈下降趋势，盈利能力有所下滑。

建发集团供应链运营业务主要由建发股份及其子公司承担。2023—2025 年，建发股份供应链运营板块收入主要来自境内，随着建发股份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。建发股份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 17· 建发股份境外收入占比情况（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：表中境外收入是指建发集团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建发集团供应链运营业务分部收入的比例  
 资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

建发股份对各项业务按照业务分部进行核算，2023—2025 年，建发股份供应链运营分部净利润分别 39.19 亿元、35.24 亿元和

31.06 亿元，2025 年同比下降 11.85%。

建发股份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）。2023 年以来，大宗商品市场总体面对较大的价格回调压力，建发股份压缩部分低毛利业务规模，冶金原材料销售量持续下降，加之铁矿石、钢材等商品价格整体有所下降，冶金原材料收入持续下降。建发股份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，2023—2025 年，农林产品收入持续下降、毛利率波动增长；其他产品收入波动上升，毛利率亦波动增长。

图表 18 • 建发股份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%
<b>合计</b>	<b>5933.66</b>	<b>/</b>	<b>2.04%</b>	<b>5089.36</b>	<b>/</b>	<b>2.21%</b>	<b>5083.42</b>	<b>/</b>	<b>2.17%</b>

资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

从结算方式看，近年来建发股份各品种平均货款回收账期基本稳定，上下游对建发集团资金占用规模可控。从客户结构和上下游集中度来看，建发股份上游供应商、下游客户的集中度较低，不存在过度依赖单一供应商或单一客户的情况。

图表 19 • 2025 年建发股份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%
<b>合计</b>	<b>405.70</b>	<b>16.74%</b>	<b>合计</b>	<b>144.39</b>	<b>5.84%</b>
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%
<b>合计</b>	<b>430.88</b>	<b>27.90%</b>	<b>合计</b>	<b>251.97</b>	<b>16.11%</b>

资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

**建发股份拥有较为严格的风控体系和完善的供应链风控管理制度；2026 年 6 月，建发股份及相关责任人收到厦门证监局警示函，联合资信对相关风险事件保持关注。**

在风控体系方面，建发股份采用三级风险管理架构：第一级由董事会下设的风险控制委员会履行风险管控职责；第二级由经营班子和总部多个职能管理部门履行风险管控职责；第三级由子公司经营管理层和相关职能部门履行风险管控职责；通过分级管理，建发股份在防范风险的同时兼顾灵活、适度和高效。

在风控制度层面，建发股份制定了《内控手册》《供应链业务运作管理条例》《供应链业务流程管理条例》《物流管理条例》《信用管理条例》《期货业务管理规定》《供应链业务价格风险管理办法》等一系列制度，并不断加强、优化流程管控和关键风险点的管控。建发股份动态调整关键风险指标，并将关键风险指标与薪酬挂钩，促进经营单位重视并加强风险防范。依托数据挖掘、机器学习等大数据技术，搭建形成了以 E 风控系列产品为代表的“智能风控体系模型”，为经营决策提供有力支持。

在风控执行层面，对于大宗商品的价格风险，建发股份根据不同的商品和业务模式采取相应的管理方案：对于上下家客户锁定的业务，通过选择优质客户、收取保证金和跌价追补的方式进行管控，并对履约异常业务及时进行处置止损；对于非上下家客户锁定的业务，进行单边敞口量控制，采用浮动定价和指数定价的结算方式，同时对单边敞口价格风险进行合理的期货套保或期权保护；同时，建发股份密切关注相关商品市场价格和外界形势变化，督促经营单位加快周转，以降低价格风险。此外，为避免贸易商品的价格波动带来的风险，建发股份在上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所买卖期货以进行套期保值。但由于金融衍生品交易专业性较强，复杂程度较高，因此建发股份在进行套期保值交易时可能因为对未来商品走势的判断不准确，某些套期保值交易将可能抵消或在某种程度上限制未来可能获得的利润。此外可能出现在期货交易过程中因保证金不足而被强行平仓、产品不能按期交割的风险。信用风险方面，建发股份根据各业务板块的商品特性和交易特征，建立与行业相匹配的交易客商准入制度，评估客户资质和信用风险，建发股份制定了授信管理办法，执行集中授信方式，由总部统一控制信用额度审批；建发股份通过内外外部信息渠道获取行业变化及客商信息，动态跟踪并及时调整客商授信策略和管控方案。此外，建发股份还借助出口信用险、国内信用险等多种措施，控制信用风险。货权风险方面，建发股份建立了覆盖业务全流程的货权风险管控体系，相关职能管理部门从事前、事中、事后进行业务风险评估、物流方案制定、货物安全检查和执行规范稽核。汇率风险方面，建发股份对汇率风险实行总部统一管理，并制定相关的管理规定和执行细则；建发股份根据风险承受能力、整体资金状况、汇率趋势等综合因素，统筹涉及汇率风险的各类外汇业务的总量限额，对各经营单位涉及汇率风险的业务由总部资金部根据具体情况逐笔审批；建发股份汇率管理小组和资金部在对冲风险原则下运用衍生金融工具，规避汇率波动风险。

2026年6月5日，建发股份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，不符合建发股份内部管理制度的规定，导致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，林茂作为建发集团时任总经理，吕荣典作为建发集团时任分管农产品业务板块的副总经理，许加纳、魏卓作为建发集团时任财务总监，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的规定履行勤勉尽责义务，对建发集团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。

**建发集团地产开发项目及土地储备的区域分布以一二线城市为主。2023—2025年，建发集团收缩拿地与放缓开工节奏，销售面积和金额持续下降，销售回款率保持在高水平；结转收入波动下降，存货跌价准备计提金额快速增长。目前建发集团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。**

建发集团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 20 • 2025 年建发集团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：联合资信根据建发股份公开信息整理

土地储备方面，2023—2025年，建发集团全口径拿地金额分别约为1320.28亿元、635.00亿元和788.25亿元，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，建发集

团在一、二线城市的全口径土地储备（未售口径）货值占比约为 85%，较上年底提高约 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，2023—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，建发集团权益口径新开工面积波动下降，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（以下简称为“建发国际”，2023 年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，建发集团在建项目尚需投资规模较大。

销售方面，2023—2025 年，建发集团房地产板块全口径合同销售金额、权益合同销售额均持续下降，账面结转收入波动下降，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%。建发集团在一、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，建发集团回款比例<sup>2</sup>保持高水平，2025 年为 103.79%，较 2024 年提升 4.83 个百分点。

图表 21 • 建发集团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：合同销售金额与合同销售面积的计算方式为：子公司、联营企业、合营企业的所有项目均全额计入；上表中“权益口径”项目的计算方式为：并表项目和非并表项目均乘以股权比例再计入；期末土地储备包含待开发的和已开发的所有尚未出售的项目建筑面积，但不包含建发集团开发的一级土地；2023—2024 年，建发房产旗下房地产开发业务主要由建发国际运营，建发集团仅披露了建发国际的相关数据  
资料来源：联合资信根据公开信息整理

联合资信关注到，建发集团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，2023—2025 年，建发集团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。未来若建发集团项目去化不及预期，项目所处区域房价不能止跌，可能导致建发集团继续计提存货跌价准备，从而对建发集团盈利和偿债能力造成不利影响。建发集团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，建发集团地产存货去化及跌价风险有待关注。

2023—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，加之其为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，美凯龙利润持续亏损，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。

<sup>2</sup> 回款比例=销售回款额/合同销售额\*100%

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建发集团旗下品牌“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，2023—2025 年，自营商场平均出租率分别为 82.8%、83.0%和 85.0%，呈增长趋势；同期，委管商场平均出租率分别为 85.7%、82.5%和 82.9%，呈波动下降趋势。受商场数量下降及减免租金影响，2023—2025 年，美凯龙收入持续下降，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 3 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 22 • 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，最终撬动带单销售额超过 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。

#### 医疗业务对建发集团收入和利润形成了一定补充。

建发集团医疗业务主要包括医疗器械供应链和医疗健康服务，运营主体主要为厦门建发医疗健康投资有限公司（建发集团直接、间接持股合计 100%）和其子公司上海建发致新医疗科技集团股份有限公司（以下简称“建发致新”，证券代码：301584.SZ，于 2025 年 9 月在创业板上市）运营。

建发集团医疗业务主要收入来自医疗器械供应链部分，医疗器械供应链具体分为直销和分销。建发集团为全国 31 个省、自治区、直辖市超过 4000 家医疗机构提供上万种规格型号产品的直销业务服务，建发集团作为链接上游生产厂商和二级经销商的枢纽，为上下游提供仓储、物流及渠道管理等服务。此外建发集团还提供医用耗材集约化运营（SPD）服务，为供应链上下游提供管理服务，作为服务提供商，建发集团为医院在供应商管理环节、院内一级仓管理、院内二级仓管理环节提供服务。医疗健康服务方面，

建发集团管理及运营弘爱医院（三级综合医院）、弘爱康复医院（三级专科医院）、弘爱妇产医院（三级专科医院）、弘爱养护院、弘爱大药房、建发健康科技公司等医疗服务机构。

2023—2025 年，建发集团医疗业务营业收入分别为 161.89 亿元、189.59 亿元和 206.17 亿元，毛利率分别为 8.31%、8.13%和 8.66%，对收入和利润形成了一定补充。

#### （四）担保方财务分析

建发集团披露了 2023—2025 年财务报告，中审众环会计师事务所（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；建发集团披露的 2026 年一季度财务报表未经审计。合并范围变化方面，2023—2025 年末，建发集团纳入合并范围的一级子公司数量分别为 16 家、18 家和 20 家，对财务数据可比性存在一定影响。

**2023—2025 年底，受房地产板块拿地及开发节奏变化以及美凯龙自持物业公允价值下跌等因素影响，建发集团资产规模持续下降。建发集团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，对建发集团资产价值带来较大不确定性，仍需关注进一步下跌的风险。**

2023—2025 年底，建发集团资产总额持续下降，年均复合下降 4.53%。截至 2025 年底，建发集团资产总额较上年底下降 3.69%，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；建发集团资产构成以流动资产为主。

图表 23 · 建发集团资产主要构成

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>6471.35</b>	<b>72.94</b>	<b>5986.40</b>	<b>71.29</b>	<b>5879.65</b>	<b>72.70</b>
货币资金	1043.83	11.76	1027.97	12.24	986.32	12.20
应收账款	275.38	3.10	264.56	3.15	326.54	4.04
预付款项	377.15	4.25	243.92	2.90	258.16	3.19
其他应收款	713.55	8.04	798.57	9.51	748.76	9.26
存货	3735.68	42.10	3319.32	39.53	3188.12	39.42
<b>非流动资产</b>	<b>2401.13</b>	<b>27.06</b>	<b>2410.91</b>	<b>28.71</b>	<b>2207.44</b>	<b>27.30</b>
长期股权投资	499.92	5.63	526.65	6.27	560.21	6.93
投资性房地产	1155.44	13.02	1145.85	13.65	922.78	11.41
<b>资产总额</b>	<b>8872.48</b>	<b>100.00</b>	<b>8397.31</b>	<b>100.00</b>	<b>8087.08</b>	<b>100.00</b>

资料来源：联合资信根据公开信息整理

流动资产方面，2023—2025 年底，建发集团流动资产持续下降，年均复合下降 4.68%；截至 2025 年底，建发集团流动资产较上年底下降 1.78%，主要系存货减少所致。建发集团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，建发集团货币资金较上年底下降 4.05%，其中受限货币资金 103.76 亿元，受限比例为 10.52%，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，建发集团应收账款账面价值较上年底增长 23.43%，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（83.22%）为主，累计计提坏账准备 45.73 亿元，综合计提比例为 12.28%，计提较为充分，前五大欠款方期末余额合计占比 8.09%，集中度不高。截至 2025 年底，建发集团预付款项较上年底变化不大，账龄在 1 年以内的占 96.97%，前五名预付款客户合计占比 7.55%。建发集团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，建发集团其他应收款较上年底下降 6.24%，前五大欠款方欠款额合计占比 16.18%，其他应收款（不含应收股利）余额中账龄 1 年以上的占 47.10%，1~2 年占 9.46%，2~3 年占 12.76%，3 年以上占 30.68%，累计计提坏账准备 21.68 亿元，计提比例较低，考虑到建发集团其他应收款账龄较长，存在一定回收风险。截至 2025 年底，建发集团存货较上年底下降 3.95%，主要由开发成本（占 71.34%）和开发产品（占 12.34%）构成，合计账面价值 2667.96 亿元，存货累计计提跌价准备 188.29 亿元，计提比例为 5.58%。建发集团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，2023—2025 年底，建发集团非流动资产规模持续下降，年均复合下降 4.12%，主要系投资性房地产公允价值下降所致。截至 2025 年底，建发集团投资性房地产账面价值 922.78 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，建发集团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、31.05 亿元和 259.14 亿元，投资性房地产账面价值易受市场波动等因素影响，可能对建发集团资产价值和收益带来不确定性。

截至 2026 年 3 月底，建发集团合并资产总额 9035.46 亿元，较上年底增长 11.73%，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 75.23%，非流动资产占 24.77%。建发集团资产结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2025 年底，建发集团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 12.78%。其中，投资性房地产和存货受限规模较大，与建发集团地产、家居商场运营业务所处行业特点相符。

**2023—2025 年底，建发集团所有者权益波动下降。建发集团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。**

2023—2025 年底，建发集团所有者权益波动下降，年均复合下降 7.61%。截至 2025 年底，建发集团所有者权益 2226.09 亿元，较上年底下降 17.15%；其中，实收资本增加 10 亿元系当年建发集团将资本公积 10 亿元转增实收资本所致；其他权益工具增长系当期新增永续期债务融资工具所致；未分配利润下降主要系 2025 年建发集团大额亏损所致。截至 2025 年底，建发集团所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 29.77%，少数股东权益占比为 70.23%。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 4.49%、1.28%、11.31%和 10.82%。所有者权益结构稳定性较弱。

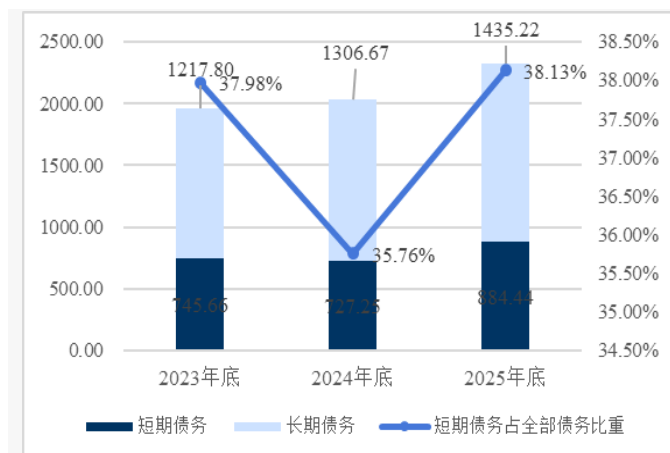
截至 2026 年 3 月底，建发集团所有者权益 2239.68 亿元，权益规模及权益结构均较上年底变化不大。

**2023—2025 年底，建发集团有息债务规模持续增长，整体债务负担较重。**

2023—2025 年底，建发集团负债规模波动下降，年均复合下降 3.28%。截至 2025 年底，建发集团负债总额 5861.00 亿元，较上年底增长 2.64%；其中流动负债占 71.39%，非流动负债占 28.61%，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，2023—2025 年，建发集团全部债务持续增长，年均复合增长 8.69%。截至 2025 年底，建发集团全部债务 2319.67 亿元，较上年底增长 14.05%，主要系来自长、短期借款的增长。债务结构方面，短期债务占 38.13%，长期债务占 61.87%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 年底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.47%、51.03%和 39.20%，较上年底分别提高 4.47 个百分点、提高 7.95 个百分点和提高 6.48 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，建发集团全部债务增至 2571.37 亿元。债务指标方面，截至 2025 年底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.59%、56.57%和 46.07%，较调整前分别上升 3.11 个百分点、5.54 个百分点和 6.87 个百分点。建发集团债务负担较重。

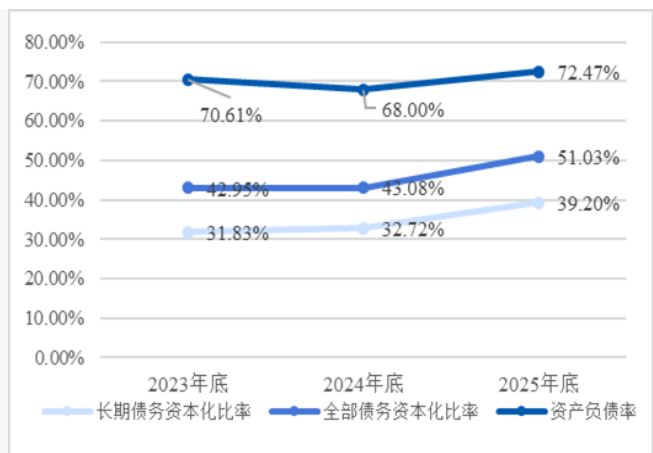
截至 2026 年 3 月底，建发集团全部债务 3071.02 亿元，较上年底增长 32.39%，主要系年初供应链服务业务备货，带动有息债务快速增长。债务结构方面，短期债务占 52.37%，长期债务占 47.63%，短期债务占比快速提升，结构相对均衡。

图表 24 • 建发集团债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据建发集团财务报告整理

图表 25 • 财务杠杆水平情况



资料来源：建发集团提供、联合资信根据建发集团财务报告整理

**2023—2025 年，建发集团营业总收入持续下降，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；2025 年，因美凯龙投资性房地产公允价值大幅下跌，建发集团盈利显著下滑，利润呈亏损状态。**

2023—2025 年，建发集团营业总收入持续下降，综合毛利率持续上升，相关分析见本报告“经营分析”部分。

图表 26 • 建发集团盈利能力情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
营业总收入（亿元）	7834.28	7238.34	6974.08
营业成本（亿元）	7477.28	6799.37	6570.92
费用总额（亿元）	189.99	221.95	213.56
投资收益（亿元）	28.87	33.13	14.17
资产减值损失（亿元）	-39.33	-64.44	-153.18
信用减值损失（亿元）	-14.38	-14.01	-16.57
公允价值变动收益（亿元）	-17.34	-30.46	-251.08
营业利润（亿元）	116.83	118.84	-238.75
营业外收入（亿元）	105.09	6.34	6.09
利润总额（亿元）	217.56	120.43	-239.82
营业利润率（%）	4.32	5.58	5.31
总资产收益率（%）	4.85	2.81	-4.50
总资产报酬率（%）	2.99	2.27	-2.17
净资产收益率（%）	6.69	2.32	-12.07

资料来源：联合资信根据公开信息整理

从期间费用看，2023—2025 年，建发集团费用总额波动增长，以销售费用和财务费用为主，2025 年期间费用同比下降 3.78%，期间费用率为 3.06%，较上年保持稳定。2023—2025 年，建发集团资产减值损失、信用减值损失、公允价值变动损益合计分别为 71.05 亿元、-108.91 亿元和 -420.83 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 年建发集团利润总额呈大额亏损状态。盈利指标方面，2025 年，建发集团总资产报酬率和净资产收益率均明显下滑，分别为 -2.17% 和 -12.07%。

2026 年 1—3 月，建发集团实现营业总收入 1463.13 亿元，同比下降 2.28%；营业利润率为 4.44%，同比增长 1.02 个百分点。

**2023—2025 年，建发集团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。考虑到建发集团现有债务规模以及未来各业务板块运营、投资，建发集团存在较大的对外融资需求。**

2023—2025 年，建发集团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，建发集团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增加所致。2023—2025 年，建发集团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，考虑到建发集团存量债务规模，以及未来各板块可能发生的投资，建发集团存在较大的外部筹资需求。

图表 27 • 建发集团现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
经营活动现金流入小计	9524.90	7192.17	6892.45
经营活动现金流出小计	9242.14	7086.62	6766.42
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>282.76</b>	<b>105.55</b>	<b>126.04</b>
投资活动现金流入小计	829.62	651.32	627.63
投资活动现金流出小计	866.97	596.13	759.31
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-37.35</b>	<b>55.19</b>	<b>-131.68</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>245.41</b>	<b>160.74</b>	<b>-5.64</b>
筹资活动现金流入小计	2630.33	2608.46	2369.93

筹资活动现金流出小计	2905.69	2768.67	2407.37
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-275.36</b>	<b>-160.21</b>	<b>-37.44</b>
现金收入比	106.01%	92.84%	90.68%

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2026年1-3月，建发集团经营活动现金净流出274.32亿元，投资活动现金净流出29.35亿元，筹资活动现金净流入538.23亿元。

**建发集团短期偿债指标表现尚可，长期偿债指标表现较弱，考虑到建发集团融资渠道畅通，建发集团实际偿债能力很强。**

图表 28 • 建发集团偿债指标

项目	指标	2023年	2024年	2025年
短期偿债指标	流动比率(%)	136.71	146.28	140.51
	速动比率(%)	57.79	65.17	64.32
	经营现金/流动负债(%)	5.97	2.58	3.01
	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债(倍)	1.75	1.64	1.51
	现金短期债务比(倍)	1.44	1.44	1.14
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	284.99	218.35	-142.77
	全部债务/EBITDA <sup>3</sup> (倍)	6.89	9.32	-16.25
	经营现金/全部债务(倍)	0.14	0.05	0.05
	EBITDA/利息支出(倍)	6.01	3.10	-2.23
	经营现金/利息支出(倍)	5.97	1.50	1.97

注：经营现金指经营活动现金流量净额  
 资料来源：联合资信根据公开信息整理

从偿债指标看，建发集团流动资产对流动负债的保障程度较高，受地产存货占比较高影响，速动比率表现较弱；建发集团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；建发集团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，建发集团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2025年9月底，建发集团获得银行授信总额8309.52亿元，尚未使用额度4572.32亿元，建发集团间接融资渠道畅通；建发集团下属的建发股份、美凯龙、建发国际（证券代码：01908.HK）、建发物业管理集团有限公司（股票代码：02156.HK）、建发合诚工程咨询股份有限公司（股票代码：603909.SH）、建发新胜和建发致新等为上市公司，拥有直接融资渠道。

未决诉讼方面，根据建发集团2025年年度报告，截至2025年底，建发集团诉讼仲裁事项主要为建发股份（及其下属子公司）涉及的诉讼、仲裁，建发股份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，建发股份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；建发股份作为被告产生的预计负债为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22.64亿元；子公司建发房产、联发集团为商品房承购人向银行提供阶段性抵押贷款担保合计307.02亿元。除前述担保之外，建发集团对外担保余额29.18亿元。

**建发集团本部主要从事股权管理，收入规模小，利润主要来自投资收益；本部债务负担较重，利息偿付压力不大。**

截至2025年底，建发集团本部资产总额589.20亿元，流动资产和非流动资产占比分别为22.04%和77.96%。流动资产主要由货币资金（占17.46%）和其他应收款（占81.65%）构成，其他应收款主要为应收厦门建发会展股份有限公司等子公司的往来款、代收代付款等；非流动资产中，长期股权投资占86.60%，投资性房地产占6.54%。截至2025年底，建发集团本部货币资金为22.67亿元。

截至2025年底，建发集团本部所有者权益为434.00亿元，其中实收资本为100.00亿元（占23.04%）、资本公积合计15.47亿元（占3.56%）、未分配利润合计30.30亿元（占6.98%）、盈余公积合计34.52亿元（占7.95%）。

<sup>3</sup> 由于未获得公司资本化利息数据，本报告在与利息支出相关指标的测算中，利息支出额以费用化利息代替

截至 2025 年底，建发集团本部负债总额 155.20 亿元，流动负债和非流动负债分别占 28.25%和 71.75%。流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券等（占 70.18%）和其他应付款（占 27.38%），非流动负债主要由长期借款（占 18.33%）和应付债券（占 81.61%）构成。截至 2025 年底，建发集团本部资产负债率为 26.34%；本部全部债务 142.07 亿元，其中，短期债务占 21.66%、长期债务占 78.34%。截至 2025 年底，建发集团本部全部债务资本化比率 24.66%，考虑到所有者权益中存在含权债券（2025 年底为 251.70 亿元），本部债务负担较重。

建发集团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，建发集团本部投资收益为 29.27 亿元，利润总额为 18.54 亿元，取得投资收益收到的现金 16.09 亿元。考虑到建发集团本部净利息支出（利息费用-利息收入，2025 年为 4.03 亿元）规模不大，实际利息支付压力不大。

## （五）担保方外部支持

**厦门市良好的区位优势对建发集团主业经营发展奠定了良好基础，厦门市国资委在业务开展及资本金注入等方面给予建发集团有力支持。**

厦门市作为经贸港口城市的特殊优势，为建发集团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建发集团在厦门房地产业务的开展奠定了基础。

厦门市国资委的财政实力、偿债能力、政府治理能力以及协调银行等金融机构借入续贷的能力很高。建发集团是厦门市国资委于 1981 年 1 月设立的综合性国有独资有限公司，自成立以来，在供应链、房地产及投资等方面得到很大的支持，助力建发集团达成“成为值得信赖的世界一流企业”的愿景。2024 年，厦门市国资委向建发集团注入 12.80 亿元用于转增国有资本金，其对建发集团的支持意愿和支持能力均很强。

此外，2023—2025 年，建发集团获得的与日常经营相关的政府补助分别为 10.35 亿元、10.77 亿元和 10.77 亿元，计入其他收益。

经联合资信评定，建发集团个体信用等级为 aa-，考虑到政府支持，外部支持提升 3 个子级，主体长期信用等级为 AAA<sub>pi</sub>，评级展望为稳定。

## （六）担保效果评价

**建发集团资产规模较大，业务发展稳定，其对“20 建房 01”“19 建房 01”“19 建房 03”“19 建房 05”还本付息的保障能力极强。**

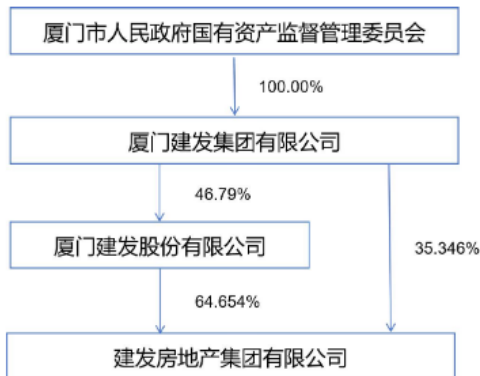
建发集团对“20 建房 01”“19 建房 01”“19 建房 03”“19 建房 05”提供担保，上述债券余额合计 2.75 亿元。

以 2025 年底财务数据测算，建发集团所有者权益和经营活动净现金流对上述债券余额的覆盖倍数分别为 809.49 倍和 45.83 倍，覆盖倍数均很高。

## 九、评级结论

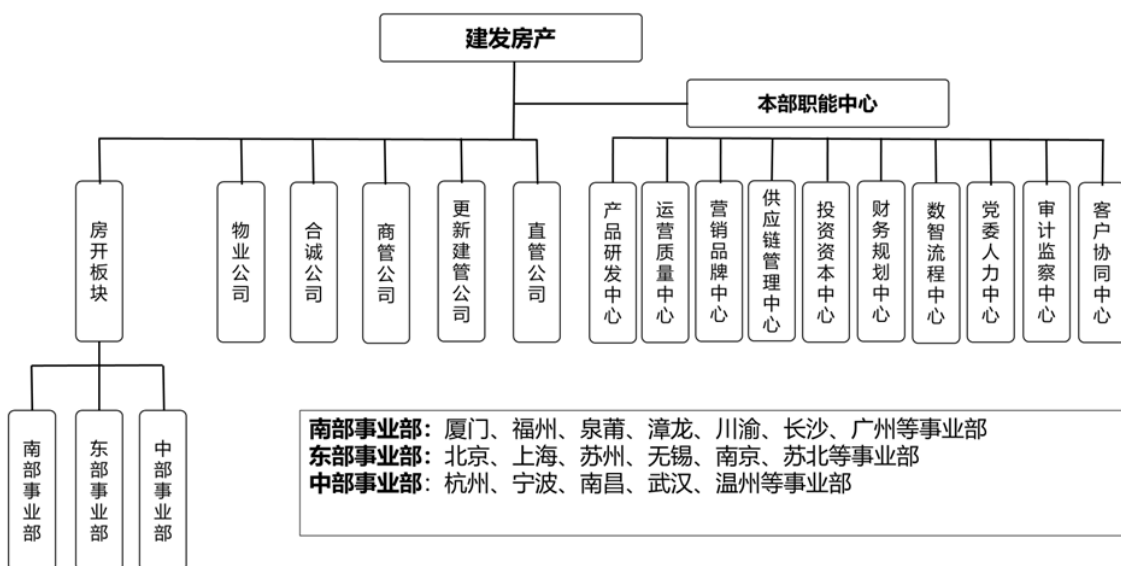
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“19 建房 01”“19 建房 03”“19 建房 05”“20 建房 01”“21 建发地产 MTN005”“21 建房 01”“22 建发地产 MTN001B（并购）”“22 建发地产 MTN002B（并购）”“22 建发地产 MTN003B”“22 建房 F2”“22 建房 G1”“22 建房 G2”“22 建房债 01”“22 建房债 02”“23 建发地产 MTN001”“23 建房 01”“23 建房 F2”“23 建房 F4”“23 建房 G1”“23 建房 G2”“23 建房债 01”“23 建房债 02”“24 建发地产 MTN001”“24 建发地产 MTN002”“24 建发地产 MTN003”“24 建房 01”“24 建房 03”“24 建房 04”“24 建房 05”“25 建发地产 MTN001A”“25 建发地产 MTN001B”“25 建发地产 MTN002”“25 建发地产 MTN003”“25 建发地产 MTN004”“25 建发地产 MTN005”“25 建发地产 MTN006”“25 建发地产 MTN007”“25 建房 01”“25 建房 02”“26 建发地产 MTN001”“26 建发地产 MTN002”和“26 建发地产 MTN003”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 月末）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 公司部分子公司情况（截至 2025 年末）

子公司名称	经营地	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
厦门利源投资有限公司	厦门	投资管理	100.00	--	投资设立
厦门兆宇盛房地产开发有限公司	厦门	房地产业	--	100.00	投资设立
宁波兆汇房地产有限公司	宁波	房地产业	--	100.00	非同一控制下企业合并
厦门益悦置业有限公司	厦门	房地产业、投资	--	100.00	投资设立
厦门兆和源房地产开发有限公司	厦门	房地产业	--	100.00	投资设立
漳州兆赫房地产开发有限公司	漳州	房地产业	--	70.00	投资设立
厦门建发公建物业管理有限公司	厦门	物业管理	--	100.00	投资设立
建发物业服务集团有限公司	厦门	物业管理	--	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

**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
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	559.39	596.71	530.73	526.64
应收账款（亿元）	55.62	32.81	29.95	27.16
其他应收款（合计）（亿元）	536.08	607.54	494.49	525.42
存货（亿元）	2740.18	2442.00	2219.65	2207.66
长期股权投资（亿元）	225.68	235.32	268.37	265.62
固定资产（合计）（亿元）	9.64	9.41	8.89	8.75
在建工程（合计）（亿元）	1.19	2.50	3.21	3.22
资产总额（亿元）	4610.60	4339.86	3922.99	3971.48
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	710.16	800.36	698.45	710.53
所有者权益（亿元）	1132.38	1197.74	1090.65	1082.52
短期债务（亿元）	75.77	125.72	114.46	93.10
长期债务（亿元）	712.47	650.55	647.38	667.10
全部债务（亿元）	788.24	776.27	761.84	760.20
营业总收入（亿元）	1386.88	1495.79	1401.03	34.42
营业成本（亿元）	1214.48	1271.65	1175.63	25.05
其他收益（亿元）	0.38	0.36	0.35	0.04
利润总额（亿元）	95.60	111.48	99.50	0.14
EBITDA（亿元）	103.72	121.46	108.48	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1586.91	1237.30	1110.65	231.32
经营活动现金流入小计（亿元）	2723.91	1583.14	1506.71	279.30
经营活动现金流量净额（亿元）	137.48	100.25	167.59	18.21
投资活动现金流量净额（亿元）	35.08	45.71	-129.04	1.97
筹资活动现金流量净额（亿元）	-152.46	-108.53	-104.89	-23.46
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	27.26	33.80	44.42	--
存货周转次数（次）	0.46	0.49	0.50	--
总资产周转次数（次）	0.31	0.33	0.34	--
现金收入比（%）	114.42	82.72	79.27	672.11
营业利润率（%）	11.87	13.78	15.30	25.30
总资产报酬率（%）	2.19	2.73	2.70	--
总资本收益率（%）	3.95	3.96	3.33	--
净资产收益率（%）	6.22	5.94	5.06	--
长期债务资本化比率（%）	38.62	35.20	37.25	38.13
全部债务资本化比率（%）	41.04	39.32	41.13	41.25
资产负债率（%）	75.44	72.40	72.20	72.74
调整后资产负债率（%）	59.82	58.03	60.71	59.16
流动比率（%）	149.08	155.24	158.42	157.67
速动比率（%）	49.56	56.65	56.00	57.51
经营现金流动负债比（%）	4.99	4.05	7.73	--
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	2.83	1.60	1.48	--
现金短期债务比（倍）	7.38	4.75	4.64	5.66
EBITDA 利息倍数（倍）	3.03	4.11	4.08	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.60	6.39	7.02	--

注：1. 报告中部分合计数与各相加数直接相加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；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，其他非流动负债中的有息部分计入长期债务核算；3. “--”表示无意义或未获取；4. 2026 年 1 季度财务数据未经审计  
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

**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
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	2.40	17.58	14.48	19.12
应收账款（亿元）	0.00	0.75	0.43	0.43
其他应收款（合计）（亿元）	659.80	661.36	573.82	581.87
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	190.76	190.53	162.30	142.30
固定资产（合计）（亿元）	0.03	0.03	0.07	0.06
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	859.07	872.68	753.49	746.10
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	188.34	129.68	97.46	76.77
短期债务（亿元）	6.76	53.94	41.11	41.04
长期债务（亿元）	279.39	253.14	263.15	267.67
全部债务（亿元）	286.15	307.09	304.27	308.70
营业总收入（亿元）	1.27	0.33	0.22	0.09
营业成本（亿元）	0.55	0.02	-0.58	0.01
其他收益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	12.07	11.17	4.42	0.82
EBITDA（亿元）	28.86	27.71	18.02	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.42	1.53	0.64	0.16
经营活动现金流入小计（亿元）	2289.40	1002.40	644.88	67.35
经营活动现金流量净额（亿元）	-17.52	107.79	-0.64	-151.99
投资活动现金流量净额（亿元）	38.93	7.33	101.90	181.48
筹资活动现金流量净额（亿元）	-26.18	-99.93	-104.36	-24.85
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	17.22	0.87	0.38	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	190.16	463.17	287.81	178.64
营业利润率（%）	49.59	57.50	318.44	61.22
总资本收益率（%）	5.94	6.15	4.52	--
净资产收益率（%）	6.06	7.95	4.67	--
长期债务资本化比率（%）	59.73	66.13	72.97	77.71
全部债务资本化比率（%）	60.31	70.31	75.74	80.09
资产负债率（%）	78.08	85.14	87.07	89.71
流动比率（%）	236.21	163.89	162.24	159.25
速动比率（%）	236.21	163.89	162.24	159.25
经营现金流动负债比（%）	-6.24	25.99	-0.18	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.33	0.35	0.47
EBITDA 利息倍数（倍）	1.72	1.68	1.33	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.92	11.08	16.89	--

注：“—”表示无意义或未获取；2026 年 1 季度财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

**附件 2-3 建发集团主要财务数据及指标（合并口径）**

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	1073.69	1043.69	1010.11	1296.62
应收账款（亿元）	275.38	264.56	326.54	394.00
其他应收款（亿元）	715.41	799.90	749.63	806.46
存货（亿元）	3735.68	3319.32	3188.12	3404.08
长期股权投资（亿元）	499.92	526.65	560.21	559.24
固定资产（亿元）	169.14	188.41	190.21	190.55
在建工程（亿元）	6.67	9.38	15.61	17.32
资产总额（亿元）	8872.48	8397.31	8087.08	9035.46
实收资本（亿元）	90.00	90.00	100.00	100.00
少数股东权益（亿元）	1949.57	1979.96	1563.47	1562.45
所有者权益（亿元）	2607.72	2686.94	2226.09	2239.68
短期债务（亿元）	745.66	727.25	884.44	1608.36
长期债务（亿元）	1217.80	1306.67	1435.22	1462.65
全部债务（亿元）	1963.46	2033.92	2319.67	3071.02
营业总收入（亿元）	7834.28	7238.34	6974.08	1463.13
营业成本（亿元）	7477.28	6799.37	6570.92	1394.35
其他收益（亿元）	10.35	10.77	10.77	1.60
利润总额（亿元）	217.56	120.43	-239.82	17.85
EBITDA（亿元）	284.99	218.35	-142.77	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8304.75	6720.09	6323.80	1699.16
经营活动现金流入小计（亿元）	9524.90	7192.17	6892.45	1808.99
经营活动现金流量净额（亿元）	282.76	105.55	126.04	-274.32
投资活动现金流量净额（亿元）	-37.35	55.19	-131.68	-29.35
筹资活动现金流量净额（亿元）	-275.36	-160.21	-37.44	538.23
<b>财务指标</b>				
应收账款周转率（次）	33.86	26.81	23.60	--
存货周转率（次）	2.03	1.93	2.02	--
总资产周转率（次）	0.97	0.84	0.85	--
现金收入比（%）	106.01	92.84	90.68	116.13
营业利润率（%）	4.32	5.58	5.31	4.44
总资产报酬率（%）	2.99	2.27	-2.17	--
净资产收益率（%）	6.69	2.32	-12.07	--
长期债务资本化比率（%）	31.83	32.72	39.20	39.51
全部债务资本化比率（%）	42.95	43.08	51.03	57.83
资产负债率（%）	70.61	68.00	72.47	75.21
流动比率（%）	136.71	146.28	140.51	133.32
速动比率（%）	57.79	65.17	64.32	66.55
经营现金流动负债比（%）	5.97	2.58	3.01	--
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.75	1.64	1.51	--
现金短期债务比（倍）	1.44	1.44	1.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.01	3.10	-2.23	--
业务放大倍数（倍）	3.00	2.69	3.13	--

注：1. 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. 由于未获得资本化利息数据，本报告在与利息支出相关指标的测算中，利息支出额以费用化利息代替

资料来源：联合资信根据公开信息整理

**附件3 主要财务指标的计算公式**

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
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)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
<b>盈利指标</b>	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/总资产×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
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  
 调整后 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-非经常性损益  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数  
 存货周转天数=360/存货周转次数  
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)  
 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 主体公开评级长期信用等级设置及含义

联合资信对部分金融机构、非金融企业开展公开评级。联合资信金融机构、非金融企业主体公开评级长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA<sub>pi</sub>、AA<sub>pi</sub>、A<sub>pi</sub>、BBB<sub>pi</sub>、BB<sub>pi</sub>、B<sub>pi</sub>、CCC<sub>pi</sub>、CC<sub>pi</sub>和 C<sub>pi</sub>。除 AAA<sub>pi</sub> 级、CCC<sub>pi</sub> 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。

各等级含义如下表所示。

信用等级	含义
AAA <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	不能偿还债务

## 附件 4-3 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 4-4 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

#### 附件 4-5 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断