厦门建发股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第五期）信用评级报告

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〕8866 号

联合资信评估股份有限公司通过对厦门建发股份有限公司及其拟发行的 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第五期）的信用状况进行综合分析和评估，确定厦门建发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，厦门建发股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第五期）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：

二〇二六年十月二十一日

Add: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing PRC:100022
地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层 邮编:100022
电话（Tel）：（010）85679696 | 传真(Fax):(010)85679228 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com

声　明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受厦门建发股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次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。

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。

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。

厦门建发股份有限公司 2026 年面向专业投资者公开可续期公司债券（第五期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/10/21

债项概况

本期债券发行规模为不超过 10 亿元（含 10 亿元），基础期限为 1 年，以每 1 个计息年度为 1 个周期。在约定的基础期限末及每个续期的周期末，厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”）有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长一个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券为固定利率债券，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息，到期偿还本金及最后一期利息。本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债券到期本金或置换前期偿付公司债券本金的自有资金。本期债券不设定增信措施。

评级观点

公司是厦门市国资委下属的国有上市公司，以供应链运营、房地产与家居商场运营为主业，其中供应链运营业务在供应链全流程服务、海内外渠道布局、上下游客户资源等方面竞争优势显著，近年来因大宗商品市场行情变化及部分业务收入确认方式调整等因素综合影响，供应链运营分部收入及利润有所下降；房地产板块实施差异化品牌定位，具备良好的客户口碑，综合开发实力强，开发项目及土地储备的区域分布情况较好，但受行业下行、存量项目去化放缓影响，签约销售面积和金额呈下降趋势，2025 年公司计提大额存货跌价准备，房地产业务经营承压；公司于 2023 年收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）新增家居商场运营业务，美凯龙家居商场管理规模大，但近年来商场数量及平均租金水平均有所下降，加之由此引起的投资性房地产公允价值下降，美凯龙持续亏损，后续业绩改善情况有待关注。公司逐步完善内控体系建设，内部管理制度较为健全，但下属子公司众多，存在一定的管理难度。财务方面，公司供应链运营业务盈利能力仍较好，但近年来资产减值损失、信用减值损失和公允价值变动损失对利润侵蚀很大，2025 年出现大额亏损；资产质量较好，需关注房地产开发业务所形成存货的跌价风险以及往来款的回收风险；权益稳定性较弱，债务负担较重，偿债指标表现一般；考虑到融资渠道畅通及有力的股东支持，公司实际偿债能力仍很强。

本期债券具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务；公司历史分红情况良好且未来持续分红的可能性大，递延支付利息可能性小；同时，赎回和利率重置条款设置使本期债券本金不赎回的可能性小。本期债券的发行对现有债务结构影响小，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强。

个体调整：无。

外部支持调整：厦门市良好的区位优势对公司主业经营发展奠定了良好基础；控股股东厦门建发集团有限公司在资金融通、业务开展等方面给予公司大力支持。

评级展望

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

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：贸易商品价格大幅波动导致风控措施失效，房地产行业景气度下行导致去化困难，公司偿债能力大幅弱化。

优势

- **外部发展环境良好。**厦门市作为五大计划单列市之一，经济实力持续增强，港口区位突出，经济特区的战略定位和强劲发展，以及福建自贸区的政策便利，为公司创造了良好的外部环境。
- **作为全球化布局的头部供应链运营服务商，公司核心竞争优势显著。**公司依托自研 LIFT 一体化服务体系，可为客户提供专业化、定制化的供应链全流程服务；公司贸易品类丰富齐全，海内外渠道布局广泛，在多个品类上深耕上下游优质客户，同时具备成熟的智慧物流与跨境配套能力，品牌实力突出，行业认可度很高。

- **公司房地产业务具备良好的品牌和客户口碑，综合开发实力强。**公司地产业务已布局海西、长三角、粤港澳大湾区等核心城市群，包括福建省以及上海、北京、杭州、苏州、南京等高能级城市，并形成了良好的品牌和客户口碑。根据克而瑞研究中心发布的《2025 年中国房地产企业销售榜》，按全口径销售金额计算，子公司建发房地产集团有限公司位列全国第 7 名。
- **融资渠道畅通。**截至 2026 年 3 月底，公司获得银行授信总额 5050.72 亿元，尚未使用额度 1993.95 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

关注

- **房地产业务未来去化情况有待关注。**2023－2025 年，公司房地产业务分别计提存货跌价准备 29.31 亿元、58.01 亿元和 112.68 亿元，规模很大。截至 2025 年底，公司房地产类存货账面价值 2663.13 亿元，未来若去化不及预期，项目所处区域房价不能止跌，可能导致公司继续计提存货跌价准备，从而对公司盈利和偿债能力造成不利影响。
- **家居运营业务大额亏损。**受地产及相关行业景气度不振影响，美凯龙运营商场数量和租金收入持续下滑，所持物业资产估值下降，2025 年美凯龙产生投资性房地产公允价值变动损失 234.42 亿元，对公司整体盈利能力产生很大影响。
- **债务负担较重。**2023－2025 年底及 2026 年 3 月底，公司全部债务持续增长，若将永续债调入长期债务核算，公司实际债务负担较重。
- **所有者权益稳定性较弱。**截至 2025 年底，公司所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具分别占 66.69%、18.45%和 9.80%，权益结构稳定性较弱。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 贸易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	1
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F4	资产质量和盈利能力		3
		资本结构		2
		偿债能力		5
指示评级				**a**
个体调整因素：--				--
个体信用等级				**a**
外部支持调整因素：股东支持				+5
模型级别				**AAA**

个体信用状况变动说明： 无变动。
外部支持变动说明： 无变动。
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。

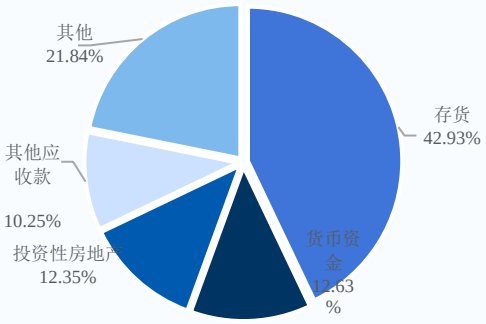
主要财务数据

合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	1011.92	972.95	946.61	1220.90
资产总额（亿元）	8208.52	7678.67	7331.24	8226.56
所有者权益（亿元）	2246.39	2281.58	1843.67	1836.69
短期债务（亿元）	695.39	671.11	792.29	1551.00
长期债务（亿元）	1207.35	1236.88	1345.99	1359.59
全部债务（亿元）	1902.74	1907.99	2138.28	2910.59
营业总收入（亿元）	7636.78	7012.96	6712.70	1401.40
利润总额（亿元）	207.92	112.39	-254.32	12.05
EBITDA（亿元）	259.92	193.23	-175.22	--
经营性净现金流（亿元）	293.95	112.13	115.89	-272.67
总资产报酬率（%）	3.01	2.28	-2.71	1.19
资产负债率（%）	72.63	70.29	74.85	77.67
全部债务资本化比率（%）	45.86	45.54	53.70	61.31
流动比率（%）	137.80	145.48	141.81	134.17
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.77	1.62	1.51	0.33
EBITDA 利息倍数（倍）	3.14	2.03	-2.03	--
业务放大倍数（倍）	3.40	3.07	3.64	--

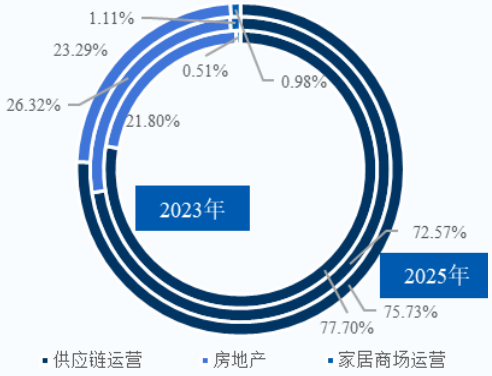
公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	570.99	658.57	735.66	1194.70
所有者权益（亿元）	239.54	283.68	299.88	296.59
全部债务（亿元）	105.84	116.52	74.86	413.84
营业总收入（亿元）	151.75	64.14	53.62	1.90
利润总额（亿元）	18.99	44.82	15.94	4.19
资产负债率（%）	58.05	56.92	59.24	75.17
全部债务资本化比率（%）	30.64	29.12	19.98	58.25
流动比率（%）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

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3.合并口径和本部口径其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的有息部分已计入债务及相关指标核算
资料来源：联合资信根据公司财务报表及公司提供资料整理

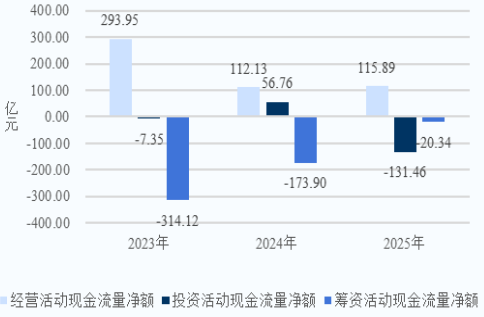
2025 年底公司资产构成



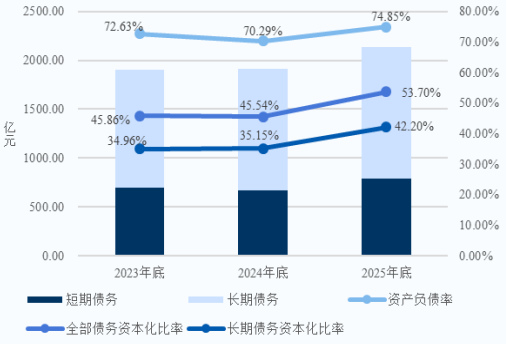
2023－2025 年公司收入构成



2023－2025 年公司现金流情况



2023－2025 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2026/09/11	杨学慧 赵 兮	贸易企业信用评级方法与模型 V4.1.202606 债项评级基本方法 V3.0.202207	阅读全文
AAA/稳定	2014/05/21	王 毓 景 雪	贸易行业企业信用分析要点（2013 年）	阅读全文
AA^{+}/稳定	2012/05/21	刘献荣 王妮娜	企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文
AA^{-}/稳定	2008/06/24	谢凌艳 张 成	债券资信评级方法（2003 年）	阅读全文
A^{+}/正面	2007/10/31	石雨欣 张志军	债券资信评级方法（2003 年）	阅读全文
A^{+}/稳定	2007/04/23	石雨欣 张志军	债券资信评级方法（2003 年）	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
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：杨学慧 yangxh@lhratings.com

项目组成员：赵 兮 zhaoxi@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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

一、主体概况

厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”或“公司”）系经厦门市人民政府厦府〔1998〕综034号文批准，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）独家发起，于1998年5月以募集方式设立的股份有限公司。建发集团将本部与供应链运营业务相关的进出口业务部门及全资拥有的厦门建发国际货物运输有限公司、厦门建发包装有限公司、厦门建发保税品有限公司和厦门建发报关行有限责任公司等四家公司的经营性资产折股投入（折为国有法人股13500万股）。经中国证券监督管理委员会批准，公司于1998年5月公开发行人民币普通股（A股）5000万股，并于同年6月在上海证券交易所上市交易，股票简称“建发股份”，股票代码“600153.SH”。至此，公司总股本为18500万股，其中建发集团持有13500万股，持股比例72.97%。后经多次送股、配股、增发新股、资本公积转增股本以及股权激励限制性股票回购，截至2026年3月底，公司总股本为29.00亿股，其中建发集团持股46.79%，为公司控股股东；厦门市人民政府国有资产监督管理委员会持有建发集团100.00%股权，为公司实际控制人。

公司主营业务包括供应链运营、房地产和家居商场运营，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业分类标准划分为贸易企业。

截至2025年底，公司内设运营管理部、物流管理部、信用管理部、海外发展部、风控稽查部和证券部等职能部门，合并范围拥有在职员工51318人。

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

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

公司注册地址：福建省厦门市思明区环岛东路1699号建发国际大厦29层；法定代表人：林茂。

二、本期债券概况

公司拟发行“厦门建发股份有限公司2026年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第五期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过10亿元（含10亿元），基础期限为1年，以每1个计息年度为1个周期。在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，于公司行使续期选择权时延长一个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债券到期本金或置换前期偿付公司债券本金的自有资金。

本期债券不设定增信措施。

在利率方面，本期债券采用固定利率，单利按年计息，不计复利，如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。基础期限的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在基础期限内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率[1]加上初始利差[2]，后续周期的票面利率[3]调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

本期债券设置递延支付利息权，根据《企业会计准则第37号——金融工具列报》（财会〔2017〕14号），公司将本期债券分类为权益工具。在偿付顺序方面，本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。

（1）续期选择权。

本期债券以每1个计息年度为1个重新定价周期。在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司续期选择权行使不受到次数的限制。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前30个交易日，在相关媒体上刊登续期选择权行使公告。

（2）递延支付利息选择权

1 基准利率的确定方式：初始基准利率为簿记建档日前5个交易日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为首个周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。
2 初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。
3 后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前5个交易日中国债券信息网（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为首个周期同等期限的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

本期债券附设公司延期支付利息条款，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本期发行条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。上述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如果决定递延支付利息，公司应在付息日前 10 个交易日披露递延支付利息公告。

（3）递延支付利息的限制：

强制付息事件：付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：1）向普通股股东分红；2）减少注册资本（因员工股权激励计划导致的减资事宜除外）。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：1）向普通股股东分红；2）减少注册资本（因员工股权激励计划导致的减资事宜除外）。

（4）赎回选择权

公司因税务政策变更进行赎回

公司由于法律法规的改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

公司因会计准则变更进行赎回

公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

公司将以票面面值加当期利息及递延支付的利息及其孳息（如有）向投资者赎回全部本期债券。若公司不行使赎回选择权，则本期债券将继续存续。

基于以上条款，可得出以下结论：

利息递延方面，2023－2025 年，公司分别派发现金红利 21.03 亿元、20.63 亿元和 20.30 亿元。公司每年分红稳定，递延支付利息可能性小。

赎回设置方面，本期债券如不赎回，从第 2 个周期开始，票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期债券公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择不赎回的可能性小。

综合以上分析，本期债券具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务；同时，赎回和利率重置条款设置使本期债券不赎回的可能性小；公司近年来持续分红，递延支付利息可能性小。

三、宏观经济和政策环境分析

2026 年上半年，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，更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策同向发力，为“十五五”良好开局筑牢根基。货币政策延续“适度宽松”基调，总量与结构双轮驱动的政策框架持续深化；财政政策延续更加积极有为的基调，税收增幅持续提高，民生领域保障有力；结构政策继续着力优化科技创新企业发展环境，支持中小企业发展，明确就业支持和城市更新规划。

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，国民经济整体运行在合理区间，上半年 GDP 同比增长 4.7%，节奏前高后低。量价共振、结构持续升级驱动出口超预期高增，新质生产力持续培育壮大，高端制造、现代服务等新动能快速成长，一定程度上对冲了传统经济板块的下行压力，保障了宏观经济大盘稳定。但经济复苏的结构性矛盾突出，供强需弱、外强内弱、新强旧弱的格局持续分化，经济增长动能阶段性回落。当前经济运行的核心压力集中于内需偏弱，固定资产投资由一季度小幅正增态势转为同比下降 5.7%，其中房地产深度调整持续拖累投资修复，居民消费内生动力不足、修复节奏偏缓，社会消费品零售总额同比增长 1.3%；同时外部不确定性加剧，中东地缘冲突推升能源价格，带来输入性成本压力，叠加全球贸易博弈持续扰动，经济持续向好的基础仍有待稳固。信用方面，信贷“降速提质”成为新常态，信贷结构持续优化，直接融资比例显著提升。宏观杠杆率结束上行趋势，名义 GDP 增长回升缓解被动上升压力。工业企业效益显著改善，新质生产力构成核心驱动力。商业银行资产质量总体平稳，信用利差压缩至历史低位。

展望后续，宏观政策将继续加大逆周期调节力度，推动存量政策加紧落地，储备增量政策，提振经济走势，确保完成全年经济增长目标。宏观经济运行有望延续结构性修复态势，呈现“外需韧性托底、内需逐步修复、新动能持续发力”的格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察半年报（2026 年 6 月）》。

四、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）贸易行业

2026 年上半年，中国进出口贸易增势强劲、走势稳健，出口已连续 11 个季度保持增长，韧性很强，进口表现突出，增速高于出口，贸易顺差小幅收窄。贸易伙伴多元化布局持续巩固，新兴市场拓展成效显著，共建“一带一路”国家、东盟等已成为拉动我国出口增长的核心动力；进出口产品结构持续迭代优化，随着中国制造业升级与全球产业链地位提升，出口产品持续向高端制造领域倾斜，机电产品成为出口核心支柱，出口整体质量与附加值稳步提高。国家贸易政策持续迭代升级，在强化金融支持、扩大优质进口的同时，重点培育服务贸易、数字贸易等高端业态，健全服务贸易标准体系，深化对非经贸合作，推动贸易从规模扩张向提质增效转型。大宗商品价格方面，2026 年以来受美伊冲突、霍尔木兹海峡封锁等地缘事件驱动，原油价格宽幅震荡，中枢较 2025 年显著抬升；钢铁受地产投资深度下行、基建发力偏慢制约，价格中枢承压下移，呈“板强长弱”分化；煤炭受山西沁源矿难触发全国安监收紧影响，焦煤价格暴涨、动力煤稳步上行，整体中枢明显上移；黄金价格波动显著加剧，年初创历史新高后深度回调，8 月强势反弹，呈高位宽幅震荡格局。目前贸易发债企业以高信用等级央企和国企为主，整体偿债风险可控，但行业盈利易受大宗商品价格波动影响，且部分企业债务负担较重、短期债务占比较高，对经营现金流、备用流动性及再融资能力要求较高，需关注上述因素对偿债能力的影响。详见《贸易行业 2026 年半年度运行分析（2026 年 8 月）》。

（2）房地产行业

2026 年上半年国内房地产行业整体处于深度筑底周期，宏观层面内需修复乏力，房地产投资、销售持续走弱，对国内经济增长、地方财政形成拖累。政策层面形成需求减负、供给管控、金融纾困、存量转型四维协同框架，现房销售、存量房转化保障房、城市更新等长效制度逐步推进，行业正式进入存量运营发展阶段，但政策传导至市场基本面存在滞后性，上半年各项政策效果尚不足以扭转行业下行惯性。行业运行维度，供给端土地市场缩量、城市分化加剧，新开工、开发投资持续收缩；需求端商品房销售同比下行、库存维持高位，房价降幅收窄但缺乏上涨动力；融资端行业贷款余额持续收缩，房企现金流压力未根本缓解。竞争格局层面，民营房企持续出清，央国企成为行业核心经营主体，头部房企土地储备持续扩充，中长期行业销售集中度上行预期较为明确。详见《2026 年上半年房地产开发经营行业信用风险展望（2026 年 8 月）》。

2 区域环境分析

厦门市经济稳步增长，港口区位突出，在对外贸易方面享有资源及政策优势，为公司发展创造了良好的外部环境。

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

作为改革开放先行城市，厦门市在对外贸易、招商引资等方面享有政策优势。中国（福建）自由贸易试验区厦门片区 2015 年挂牌落地，片区面积 43.78 平方公里，范围涵盖东南国际航运中心海沧港区域和两岸贸易中心核心区，仅以全市 2.6%土地承载全市 35%以上的进出口业务，在离岸贸易、航空维修、跨境电商、新能源物流等领域形成全国标杆。2023－2025 年，厦门市分别实现外贸进出口总额 9470.44 亿元、9326.12 亿元和 9600.22 亿元；2025 年，外贸进出口总额同比增长 3.0%，其中，出口 5407.63 亿元，增长 8.6%；进口 4192.58 亿元，下降 3.5%。其中，对共建“一带一路”国家进出口额 4941.06 亿元，增长 6.8%；对 RCEP 国家进出口额 3249.13 亿元，增长 1.1%。跨境电商进出口额 206.55 亿元，下降 42.2%。

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

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司是一家以供应链运营、房地产和家居商场运营业务为主业的现代服务型企业。

（1）供应链运营

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

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

图表 1 • 公司 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：公司提供

公司不断加快全球化扩张步伐，目前已与超过 170 个国家和地区建立了业务关系，最近五年内签约合作的境内外供应商和客户数量超过 15 万家，其中境外的供应商和客户数量超 2 万家，在浆纸、农产品、钢铁、能化产品、矿产品、汽车、机电、轻纺、泛食品等业务领域拥有了良好的品牌影响力。其中，轻纺板块已在孟加拉、柬埔寨、越南等东南亚国家合作 70 余家核心工厂，构建“中国+N”双轨并行的全球化供应链体系。泛食品板块持续强化上游核心品类资源布局，聚焦细分领域头部品牌的市场需求，咖啡豆进口量和国内销售量均位居国内第一；在资源端，公司深耕中国云南、埃塞俄比亚、巴西、哥伦比亚等全球核心产区，在市场端，公司与瑞幸、蜜雪冰城、古茗、肯德基、山姆等知名餐饮品牌及大型烘焙企业建立了稳定合作关系。机电板块不断深化与江淮汽车、一汽集团、陕汽集团、东风集团等国内主机厂的战略合作，提供多元化供应链服务解决方案。钢铁板块与国内主要钢厂均有深度合作。公司通过上控资源、下布渠道，中间提供采购、仓储加工、物流配送、销售结算等多方位服务，将上中下游各环节整合成一个整体的网链，具备极强的资源整合能力，能够为制造业企业提供稳定、因“需”制宜的供应链综合服务。

物流配套资源方面，公司推进“供应链物流控制塔”和物流集成平台的建设及应用，持续迭代“航运、汽运、空运”实时监控系统，助力实现物流资源整合和生态协同。公司通过与全球各大物流企业建立良好合作关系，持续加强全球关键物流及仓储资源的获取，2025 年新增签约海外物流供应商约 200 家，新增海外仓超 200 个，重点布局非洲、东南亚、中东等区域的物流资源。在东南亚地区，公司已打通泰国、老挝、柬埔寨、 越南等中南半岛四国的物流通路，并成立了集装箱班轮公司，积极布局集装箱班轮

业务，与全球头部航运公司开展合作。截至 2025 年底，公司已稳定运营三条航线，运力规模稳定提升中；在全球的合作仓储网点超 4600 个，全国设立超 100 个自管仓，拥有 11 个期货交割库，交割商品品种包括浆纸、丁二烯橡胶、碳酸锂、工业硅、PTA 等。

产业链延伸方面，公司通过控股建发新胜浆纸有限公司（原名森信纸业集团有限公司，股票简称“建发新胜”，股票代码：0731.HK）介入浆纸产业链的生产制造环节，为下游终端客户提供定制化的深加工产品。公司参股四川永丰浆纸股份有限公司（以下简称“永丰浆纸”，2025 年底公司持股比例 40.00%）利用当地竹子资源制造竹浆，已形成 45 万吨/年的竹浆生产能力。2024 年，公司完成对阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“祥光铜业”）67.00%股权的收购（股权取得成本 26.81 亿元，取得的净资产购买日公允价值、账面价值均为 24.41 亿元），祥光铜业拥有 40 万吨/年的阴极铜产能。

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

（2）房地产业务

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

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

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

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

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

（3）家居商场运营业务

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

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

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

2 人员素质

公司董事及高级管理人员素质较高，具有多年行业从业经验和管理经验；公司员工岗位构成和学历构成较合理，能够满足经营需要。

截至 2026 年 3 月底，公司共有董事 9 名（含 3 名独立董事），高级管理人员 6 名。公司高管人员均具有较为丰富的从业经验，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况较为熟悉。截至 2025 年底，公司共有在职员工 51318 人，按照教育程度划分，本科及研究生学历占 43.36%，大专学历占 26.01%，其他学历占 30.63%；按岗位职责划分，技术人员占 11.43%，财务人员占 4.81%，管理人员占 2.62%，生产人员占 12.04%，业务人员及其他占 69.10%。

公司董事长林茂先生，1968 年出生，大学本科学历，硕士学位，高级会计师，历任建发集团财务部副经理、建发股份证券部经理、董事会秘书、副总经理、总经理等职。

公司总经理吕荣典先生，1977 年出生，中共党员，大学本科学历，学士学位，历任厦门建发原材料贸易有限公司副总经理、厦门建发物产有限公司总经理等职。

3 信用记录

公司本部历史债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2026 年 10 月 12 日，公司本部无未结清的不良及关注类信贷信息记录，已结清信贷记录中有关注类短期借款 17 笔、贴现 1 笔，均系银行系统问题所致。

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

截至 2026 年 10 月 20 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单，公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

公司根据《公司法》《证券法》等法律、法规的要求，设立了股东大会、董事会，基本形成了股东大会、董事会及各专门委员会各负其责、协调运转、有效制衡的健全的法人治理结构。股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针、投资计划和其他重大事项，依法行使职权。公司设董事会，具有制定公司的经营计划和投资方案等职权，对股东大会负责。公司董事由股东大会选举或更换，董事长由董事会过半数选举产生，总经理由董事会聘任或解聘。

2 管理水平

公司内部管理制度较为健全，能够满足日常经营管理需要；公司下属子公司众多且业务差异较大，提高了经营管理难度。

公司设风控稽查部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律部、数字化中心等部门。公司结合实际情况制定了各部门职责和相关业务管理制度，并在执行过程中不断加以完善。

资金管理方面，公司实行统一授信、独立核算的资金管理制度。在资金使用上，各企业自行管理资金，所属公司的各项支出都有审批程序，相关审批权限有相应的规定。此外，公司实施动态的跟踪监控，一方面是通过委派财务总监动态管理，另一方面是通过信息系统实施动态跟踪监控。对全资子公司，公司正在逐步推行资金共管制度，实行资金共管，以节约资金成本，提高资金使用效率。

融资管理方面，公司所属子公司日常所需银行借款额度的申请，由各子公司财务经理报请各子公司董事会通过后，再报各行业集团财务总监审批，在依程序批准后，自行办理相关手续。未经董事会和行业集团分管领导批准，不得直接在债券市场发行债券。

重大投资决策方面，根据股东大会授权，给予董事会、经营班子不同的决策权限。董事会下设投资初审委员会，负责对各级所属公司提出的实业投资项目，按照公司长期发展战略规划的要求进行初步筛选，进行可行性研究并提出建议；公司制定了《财务管理规定》、《投资与固定资产、无形资产管理规定》、《产（股）权证管理办法》，对公司对外投资的程序和审批权限作出了规定。

子公司管理方面，公司对子公司通过委派董事和高级管理人员等来贯彻公司的要求，落实公司的发展战略，及时了解子公司的重大事项情况，以控制经营风险。公司建立了公司层面财务控制、经营单位财务控制、会计人员财务控制的分层管理体制对子公司进行财务管理。各下属子公司设立财务部实行独立核算，统一执行《企业会计准则》，并按建发股份的《财务管理规定》进行核算。各子公司的会计核算工作由建发股份财务部负责指导和监督。各子公司在每月初向建发股份财务部报送上月的经营结果，并按财务报告管理中规定的时间报送财务报告。各子公司的经营预算及其他考核指标由各自董事会审定，专项决策预算由建发股份董事会审定。财务部门对各家子公司的预算执行情况进行逐月分析。公司对子公司的主要财务控制指标实行限额管理，具体包括存货及订货量限额管理、营运资源管理、信用限额管理等内容。以信用限额管理为例，子公司的信用额度由公司风险控制委员会或信用管理部审批。公司全资、直接控股、间接控股的子公司数量众多，且各子公司业务分布于供应链运营、房地产开发、家居商场运营等多个领域，对公司管理能力提出较高要求。若公司管理不善，可能出现子公司管理失控的风险以及由此产生的资产损失风险、或有负债风险等。

3 风险管理能力

公司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，公司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，公司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；第二级由公司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，公司在防范风险的同时兼顾灵活、适度和高效。

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

2026 年 6 月 5 日，公司收到中国证券监督管理委员会厦门监管局（以下简称“厦门证监局”）《关于对厦门建发股份有限公司、郑永达、林茂、吕荣典、许加纳、魏卓采取出具警示函措施的决定》（以下简称“警示函”），主要内容如下：经查，建发股份 2020－2022 年对个别子公司开展的部分农产品购销业务及合同管控存在缺陷，不符合公司内部管理制度的规定，导致公司相关信息披露不准确。建发股份上述行为违反了《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 40 号）第二条第一款、《上市公司信息披露

管理办法》（证监会令第 182 号）第三条第一款、《企业内部控制基本规范》（财会〔2008〕7 号）第四条和第三十六条、《企业内部控制应用指引第 16 号——合同管理》第七条和第十一条以及《上市公司治理准则》（证监会公告〔2018〕29 号）第九十四条的规定。郑永达作为建发股份时任董事长，林茂作为公司时任总经理，吕荣典作为公司时任分管农产品业务板块的副总经理，许加纳、魏卓作为公司时任财务总监，未按照《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 40 号）第三条和第五十八条、《上市公司信息披露管理办法》（证监会令第 182 号）第四条和第五十一条的规定履行勤勉尽责义务，对公司相关信息披露违规行为负有主要责任。

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

七、经营分析

1 经营概况

公司营业总收入主要来自供应链运营和房地产板块，自 2023 年起增加的家居商场运营板块毛利率高但收入占比小。2023－2025 年，公司营业总收入持续下降，综合毛利率水平波动上升。

公司主营业务包括供应链运营业务、房地产业务和家居商场运营业务。2023－2025 年，公司营业总收入持续下降，年均复合下降 6.25%，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，公司营业总收入同比下降 4.28%，主要系房地产板块景气度持续较弱，公司房地产结转收入下降所致。分板块来看，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、公司收缩低效业务以及调整部分贸易业务收入确认方式所致；2025 年收入同比下降 0.12%。房地产业务方面，2023－2025 年，公司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 年公司家居商场运营业务收入实际为美凯龙 2023 年 9－12 月（美凯龙纳入合并范围后）的收入，因此 2024 年该项收入较上年大幅增长，2025 年同比有所回落。

毛利率方面，2023－2025 年，公司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，公司营业总收入同比下降 2.53%，综合毛利率同比提升 0.92 个百分点。

图表 2 • 2023－2025 年及 2026 年 1－3 月公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年			2026 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营	5933.66	77.70%	2.04%	5089.36	72.57%	2.21%	5083.42	75.73%	2.17%	1319.09	94.13%	2.71%
房地产	1664.50	21.80%	11.51%	1845.84	26.32%	13.81%	1563.59	23.29%	14.39%	66.86	4.77%	20.08%
家居商场运营	38.61	0.51%	52.70%	77.76	1.11%	57.53%	65.69	0.98%	58.52%	15.45	1.10%	65.26%
合计	**7636.78**	**100.00%**	**4.36%**	**7012.96**	**100.00%**	**5.87%**	**6712.70**	**100.00%**	**5.56%**	**1401.40**	**100.00%**	**4.23%**

注：2023 年家居商场运营业务数据仅为 9－12 月的收入；公司房地产业务包含自持物业租赁收入，自持物业租赁收入规模很小；尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

2 业务经营分析

（1）供应链运营

公司供应链运营业务收入以境内业务为主，境外业务比重不断提高；收入占比较高的冶金原材料和农林产品业务上下游集中度较低，不存在过度依赖单一供应商或客户的情况；供应链业务对公司营运资金占用规模可控。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综合影响，公司供应链业务收入呈下降趋势，盈利能力有所下滑。

2023－2025 年，公司供应链运营板块收入主要来自境内，随着公司持续支持各经营单位拓展境外业务、增设境外平台，境外子公司收入（主要来自供应链业务）占比逐步提高。公司国内贸易业务主要分布于华东、华南、华北地区，境外业务销售区域主要为亚洲和欧洲，对北美地区依赖程度较低。

图表 3 • 2023－2025 年公司境外收入占比情况（单位：亿元）

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

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

公司对各项业务按照业务分部进行核算，2023－2025 年，公司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%。截至 2025 年底，公司供应链板块的经营主体主要包括子公司建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、厦门建发物资有限公司（以下简称“建发物资”）、厦门建发有色资源有限公司（以下简称“建发有色”）、建发矿产集团有限公司（以下简称“建发矿产”）和厦门建发物产有限公司（以下简称“建发物产”）。2025 年，5 家主要经营主体营业收入同比保持增长，受大宗商品价格波动等因素影响，上海建发、建发矿产和建发物产净利润均出现不同程度的下滑。

图表 4 • 2025 年（底）公司供应链业务部分子公司经营情况

公司名称	持股比例	资产总额（亿元）	所有者权益（亿元）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	收入同比	净利润同比	主要经营业务
上海建发	100.00%	348.64	53.06	1505.91	4.81	0.62%	-18.89%	建发股份设立的异地平台之一，主要从事自营和代理各类商品和技术的进出口业务
建发物资	100.00%	47.43	7.48	266.76	1.18	21.89%	25.53%	钢材内贸和进出口业务，系公司钢铁供应链主力运营商之一
建发有色	100.00%	141.37	7.62	416.50	1.59	26.73%	46.98%	有色金属矿的供应链贸易及铜冶炼
建发矿产	100.00%	49.14	15.61	78.44	1.88	10.28%	-30.85%	专营有色金属矿产、黑色金属矿产、新能源矿产、非金属矿产的专业化集团，与全球主要的矿山及下游生产者建立了战略合作关系，为产业链客户提供一站式供应链解决方案和增值服务
建发物产	100.00%	277.98	17.82	1270.32	0.45	11.92%	-15.09%	批发、零售饲料原料、油脂及油料作物、木材；经营各类商品和技术的进出口等

注：持股比例包括直接持股和间接持股比例
资料来源：公司提供

公司供应链业务经营的产品主要划分为冶金原材料、农林产品和其他产品三个大类，其中，冶金原材料主要包括矿产品、钢铁等；农林产品主要为纸浆纸张、木材和农产品等；其他产品主要包括化工、能源产品、轻纺产品、汽车和食品等（物流收入计入其他产品收入）。2023 年以来，大宗商品市场总体面对较大的价格回调压力，公司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，公司冶金原材料收入持续下降。公司农林产品和其他产品品类众多，各年度不同商品销量、收入结构不同，各类商品之间价格走势存在差异，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 5 • 2023－2025 年公司供应链运营业务主要子板块收入占比及毛利率情况

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

资料来源：公司提供

从结算方式看，近年来公司各品种平均货款回收账期基本稳定，上下游对公司资金占用规模可控。

图表 6 • 公司主要贸易品种上下游供应商及结算模式情况

品种	采购及结算方式	上游供应商	销售及结算方式	下游客户
钢材	基本采用年度协议形式，且钢厂的资源均为公司所有。结算方式主要包括现款、银行承兑汇票，小部分付款方式为国内信用证，进出口业务为国际信用证或T/T结算。	国有大中型上市钢厂和大型民营钢厂，包括本钢、柳钢、鞍钢等。	销售基本采用年度协议形式，结算方式主要包括现款、银行承兑汇票，小部分付款方式为国内信用证，进出口业务为国际信用证或TT结算。	主要是华东、华南、华北、山东地区的中小贸易商和终端用户或工厂，其中钢材最终用户约占30%。
矿产品	公司拥有铁矿石进口经营权，主要通过进口方式采购各类铁矿石。结算方式主要通过信用证或电汇。	与巴西、澳洲、南非、智利、印度等国知名大矿山保持良好的长期合作关系，包括力拓、淡水河谷、英美资源等。	销售方式主要为转口销售，开发以钢厂为主体的核心客户。主要以信用证方式进行结算或者在销售前收取部分保证金，销售结算后以电汇方式进行结算。	国内的大中型国营和民营钢厂，公司与柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢等国内众多大中型钢铁厂均有着稳定密切的合作。
农产品	主要通过进口采购，结算方式主要包括现款、银行承兑汇票、国内信用证、国际信用证、付款交单。	嘉吉、ADM、路易达孚等。	结算方式包括现款、银行承兑汇票、国内信用证、国际信用证、付款交单。	与国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系。
浆纸	每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向公司报价，双方经过磋商达成一致就签订合同，一般一个月定一次采购价。主要通过现款、银行承兑汇票、信用证结算。	国内外浆厂的代理商和国内外浆厂。	主要通过电汇、远期银行承兑汇票和国内信用证。	销售区域包括华南、山东、江浙沪地区、东北三省、西北、湖南、湖北等地区，基本形成全国销售网络及布局。
汽车	主要采取签订品牌年度总授权，然后根据整体销售进度及下游客户的个别需求来确定采购量，分批审批下单。主要采用电汇结算。	主要为各品牌的中国国内供应商，包括宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、迈凯伦等中高端品牌。	一律采用先收齐全款再开票发货的方式销售，同时通过与银行合作，为客户提供信用卡分期、抵押贷款等车款融资方式，及通过开办厂家金融业务，为客户增设多种购车融资渠道。	B端、C端。

资料来源：公司提供，联合资信整理

从客户结构和上下游集中度来看，公司上下游客户集中度较低，单一客户最高交易金额占比小，不存在过度依赖单一供应商或单一客户的情况。同时，由于公司供应链采销体量很大，因此单一客户最高交易规模仍然较大。

图表 7 • 2025 年公司供应链业务主要产品前五大供应商、前五大客户情况（单位：亿元）

冶金原材料供应商	采购金额	占比	冶金原材料下游客户	销售金额	占比
供应商一	96.26	3.97%	客户一	36.41	1.47%
供应商二	92.35	3.81%	客户二	29.46	1.19%
供应商三	80.78	3.33%	客户三	29.23	1.18%
供应商四	69.07	2.85%	客户四	26.2	1.06%
供应商五	67.24	2.78%	客户五	23.09	0.93%
合计	**405.70**	**16.74%**	**合计**	**144.39**	**5.84%**
农林产品供应商	**采购金额**	**占比**	**农林产品下游客户**	**销售金额**	**占比**
供应商一	177.27	11.48%	客户一	79.36	5.07%
供应商二	88.58	5.74%	客户二	54.03	3.45%
供应商三	58.84	3.81%	客户三	50.76	3.25%
供应商四	53.17	3.44%	客户四	34.36	2.20%
供应商五	53.02	3.43%	客户五	33.46	2.14%
合计	**430.88**	**27.90%**	**合计**	**251.97**	**16.11%**

注：尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

（2）房地产业务

公司地产开发项目及土地储备的区域分布以一二线城市为主。2023－2025 年，公司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。目前公司房地产在建项目待投资规模仍较大，考虑到行业景气度尚未回暖，需关注项目去化和存货跌价风险。

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

图表 8 • 2025 年公司房地产板块主要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	2024 年净利润
建发房产	64.65%	3922.99	1090.65	1401.03	55.18	71.11
联发集团	95.00%	1012.52	187.29	165.53	-122.06	-18.65

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

土地储备方面，2023－2025 年，公司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，公司在一、二线城市的全口径土地储备（未售口径）货值占比约为 85%，较上年底提高约 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，公司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，公司在建项目尚需投资规模较大。

销售方面，2023－2025 年，公司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融之和同比下降 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%。公司在一、二线城市的销售金额（全口径）占比超过 90%，高于土地储备（未售口径）货值占比（约 85%），其中全口径销售额超过 50 亿元的城市有 6 个，分别为杭州、上海、北京、福州、厦门和南京。回款方面，公司回款比例[4]保持在高水平，2025 年为 103.79%，较 2024 年提升 4.83 个百分点。

图表 9 • 2023－2025 年公司主要房地产子公司经营情况

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

[4] 回款比例=销售回款额/合同销售额*100%

期末土地储备建筑面积（权益口径）（万平方米）	1205.08	513.12	967.30	453.92	862.11	434.41
权益口径新增土地投资（拿地金额）（亿元）	850.80	104.51	447.36	72.05	513.36	126.33

注：1. 合同销售金额与合同销售面积的计算方式为：子公司、联营企业、合营企业的所有项目均全额计入；2. 上表中“权益口径”项目的计算方式为：并表项目和非并表项目均乘以股权比例再计入；3. 期末土地储备包含待开发的和已开发的所有尚未出售的项目建筑面积，但不包含公司开发的一级土地；4. 建发房产旗下房地产开发业务主要由建发国际运营，公司仅披露了建发国际的相关数据
资料来源：公司年报

联合资信关注到，公司房地产存货中仍有部分三线及以下城市项目，加之地产行业景气度整体下行，2023－2025 年，公司房地产业务分别计提存货跌价准备 29.31 亿元、58.01 亿元和 112.68 亿元，规模很大。未来若公司项目去化不及预期，项目所处区域房价不能止跌，可能导致公司继续计提存货跌价准备，从而对公司盈利和偿债能力造成不利影响。公司房地产相关存货主要为已完工商品房和在建商品房，其价值主要取决于房地产市场行情，考虑到房地产市场景气度尚未回暖，公司地产存货去化及跌价风险有待关注。

（3）家居商场运营业务

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。

自营模式下，美凯龙战略性地在一线和二线城市通过自建、购买或租赁的方式获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取租金及相关收入。委管模式下，美凯龙利用自身渠道和经营管理经验，通过组建管理团队，为合作方提供全面的咨询和委管服务，包括商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业以及以“红星美凯龙”品牌名称日常经营及管理合作方的家居装饰及家居商场；相应地，美凯龙根据与合作方签署的委管协议在不同参与阶段收取项目前期品牌咨询费、工程项目商业管理咨询费、招商佣金、项目年度品牌咨询费等不同费用。特许经营模式下，美凯龙利用其品牌和经营管理经验，根据合作方要求提供咨询及招商服务，授权合作方以美凯龙同意的方式使用公司旗下品牌“星艺佳”，并部分参与项目开业后的日常经营管理，以向合作方收取商业咨询费。

近年来，受房地产行业低迷影响，家具、家居装饰行业景气度下行，合作商户经营压力加大，美凯龙持续减少运营商场数量，2023－2025 年底，美凯龙自营商场数量累计减少 13 家，委管商场数量累计减少 57 家。出租率方面，为支持商户持续经营、留住商户，美凯龙持续通过减免租金及管理费的方式稳商留商，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 10 • 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。

3 经营效率

公司经营效率指标总体表现一般。

从经营效率指标看，2023－2025 年，公司应收账款周转率呈下降趋势，存货周转率基本稳定，但由于房地产业务规模相对较大，地产类存货使得公司存货周转率水平较低，总资产周转率波动下降，整体处于一般水平。

图表 11 • 2023－2025 年公司经营效率情况

对比指标	2023 年	2024 年	2025 年
应收账款周转率（次）	44.75	35.04	31.68
存货周转率（次）	2.00	1.89	1.97
总资产周转率（次）	1.03	0.88	0.89

资料来源：Wind

4 未来发展

公司发展战略围绕三大主业制定，清晰明了，有望稳固综合实力。

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

八、财务分析

公司提供了 2023－2025 年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，审计结论均为标准无保留意见；公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。合并范围方面，2023 年，公司新纳入合并范围子公司 430 家，不再纳入合并范围的子公司 40 家；2024 年，公司新纳入合并范围的子公司 134 家，不再纳入合并范围的子公司 41 家；2025 年，公司新纳入合并范围的子公司 133 家，不再纳入合并范围的子公司 65 家；2026 年 1－3 月，公司新纳入合并范围的子公司 39 家，不再纳入合并范围的子公司 19 家。公司合并范围变化对财务数据可比性存在一定影响。

1 资产质量

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，公司资产规模持续下降。公司资产中房地产业务形成的存货和往来款占比较高，其他应收款账龄偏长，需关注存货跌价风险和资金回收风险；投资性房地产受限比例高且采用公允价值计量，账面价值易受市场波动，对公司资产价值带来较大不确定性，仍需关注进一步下跌的风险。

2023－2025 年底，公司资产总额持续下降，年均复合下降 5.49%。截至 2025 年底，公司资产总额较上年底下降 4.52%，主要系地产板块存货减少以及美凯龙自持物业公允价值下跌所致；公司资产构成以流动资产为主。

图表 12 • 公司资产主要构成

科目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比	金额（亿元）	占比
流动资产	**6297.98**	**76.72%**	**5775.15**	**75.21%**	**5660.05**	**77.20%**	**6545.67**	**79.57%**
货币资金	983.46	11.98%	958.67	12.48%	926.10	12.63%	1193.87	14.51%
应收账款	209.23	2.55%	191.09	2.49%	232.64	3.17%	291.53	3.54%
预付款项	372.83	4.54%	237.97	3.10%	251.82	3.43%	529.95	6.44%
其他应收款（合计）	712.19	8.68%	798.20	10.39%	752.62	10.27%	797.56	9.69%
存货	3701.86	45.10%	3276.32	42.67%	3146.99	42.93%	3364.59	40.90%
非流动资产	**1910.53**	**23.28%**	**1903.52**	**24.79%**	**1671.19**	**22.80%**	**1680.90**	**20.43%**
投资性房地产	1133.60	13.81%	1127.17	14.68%	905.39	12.35%	906.01	11.01%
资产总额	**8208.52**	**100.00%**	**7678.67**	**100.00%**	**7331.24**	**100.00**	**8226.56**	**100.00%**

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

流动资产方面，2023－2025 年底，公司流动资产持续下降，年均复合下降 5.20%；截至 2025 年底，公司流动资产较上年底下降 1.99%，主要系存货减少所致。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。截至 2025 年底，公司货币资金较上年底下降 3.40%，其中受限货币资金 101.61 亿元，受限比例为 10.97%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金和进口押汇保证金等。截至 2025 年底，公司应收账款账面价值较上年底增长 21.74%，主要系供应链运营业务向上下游延伸导致账期拉长，应收账款相应增加，账龄以 1 年以内占比（80.73%）为主，累计计提坏账准备 43.30 亿元，综合计提比例为 15.70%，计提较为充分，前五大欠款方期末余额合计占比 7.73%，集中度不高。截至 2025 年底，公司预付款项较上年底增长 5.82%，主要系房地产板块拿地规模小幅增长所致；预付款项余额中，账龄在 1 年以内的占 97.03%，前五名预付款客户合计占比 7.74%。公司其他应收款规模较大，主要为房地产开发业务中应收合作方、相关联营企业的经营往来款等，截至 2025 年底，公司其他应收款较上年底下降 5.66%，前五大欠款方欠款额合计占比 16.13%，其他应收款（不含应收股利）余额中账龄 1 年以上的占 47.45%，1~2 年占 9.37%，2~3 年占 12.65%，3 年以上占 30.23%，累计计提坏账准备 21.19 亿元，计提比例较低，考虑到公司其他应收款账龄较长，存在一定回收风险。截至 2025 年底，公司存货较上年底下降 3.95%，主要由开发成本（占 71.01%）和开发产品（占 14.22%）构成，合计账面价值 2663.13 亿元，存货累计计提跌价准备 183.61 亿元，计提比例为 5.52%。公司房地产业务部分项目拿地成本较高，近年来持续计提大规模存货跌价准备，未来若房地产行业景气度不能恢复，存货或仍将面临一定的跌价风险。

非流动资产方面，2023－2025 年底，公司非流动资产规模持续下降，年均复合下降 6.47%，主要系投资性房地产公允价值下降所致。截至 2025 年底，公司投资性房地产账面价值 905.39 亿元，其中，美凯龙的投资性房地产账面价值 706.50 亿元。美凯龙的投资性房地产采用公允价值模式后续计量，且受限比例很高。2023－2025 年，公司合并口径按公允价值计量的投资性房地产分别确认公允价值变动损失 6.23 亿元、30.36 亿元和 258.00 亿元，投资性房地产账面价值易受市场波动等因素影响，可能对公司资产价值和收益带来不确定性。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额较上年底增长 12.21%，主要系供应链业务年初备货，带动应收账款、预付款项和存货等资产规模较快增长，符合行业经营特点。其中，流动资产占 79.57%，非流动资产占 20.43%。公司资产结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2025 年底，公司所有权和使用权受到限制的资产账面价值占同期末资产总额的 13.91%。其中，投资性房地产和存货受限规模较大，与公司地产、家居商场运营业务所处行业特点相符。

图表 13 • 截至 2025 年底公司主要资产受限情况

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

投资性房地产	685.39	借款、CMBS、融资租赁、债券抵押
固定资产	31.21	抵押借款
无形资产	9.95	抵押借款
其他权益工具投资	3.31	质押借款
在建工程	0.27	抵押借款
合计	**1019.68**	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

（1）所有者权益

2023－2025 年底，公司所有者权益波动下降。公司所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具占比高，权益结构稳定性较弱。

2023－2025 年底，公司所有者权益波动下降，年均复合下降 9.41%。截至 2025 年底，公司所有者权益 1843.67 亿元，较上年底下降 19.19%；其中，实收资本下降主要系公司当期回购注销限制性股票 4755.67 万股；其他权益工具增长系当期新增可续期债务融资工具所致；未分配利润下降主要系 2025 年公司大额亏损所致。截至 2025 年底，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占比为 33.31%，少数股东权益占比为 66.69%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 1.57%、2.30%、9.80%和 18.45%。所有者权益结构稳定性较弱。

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

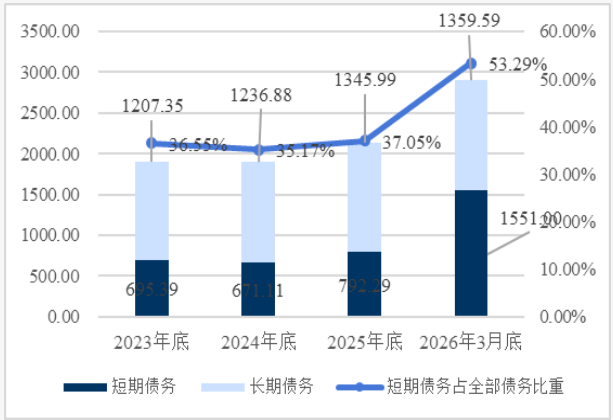
（2）负债

2023－2025 年底，公司有息债务规模持续增长，整体债务负担较重。

2023－2025 年底，公司负债规模波动下降，年均复合下降 4.06%。截至 2025 年底，公司负债总额 5487.57 亿元，较上年底增长 1.68%；其中流动负债占 72.73%，非流动负债占 27.27%，负债结构以流动负债为主，较上年底变化不大。有息债务方面，2023－2025 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 6.01%。截至 2025 年底，公司全部债务 2138.28 亿元，较上年底增长 12.07%，主要系来自长、短期借款的增长。债务结构方面，短期债务占 37.05%，长期债务占 62.95%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.85%、53.70%和 42.20%，较上年底分别提高 4.57 个百分点、提高 8.16 个百分点和提高 7.04 个百分点。如将永续债调入长期债务，截至 2025 年底，公司全部债务增至 2318.92 亿元。债务结构方面，短期债务占 34.17%，长期债务占 65.83%。从债务指标看，截至 2025 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.32%、58.24%和 47.86%，较调整前分别上升 2.46 个百分点、4.54 个百分点和 5.66 个百分点。公司债务负担较重。

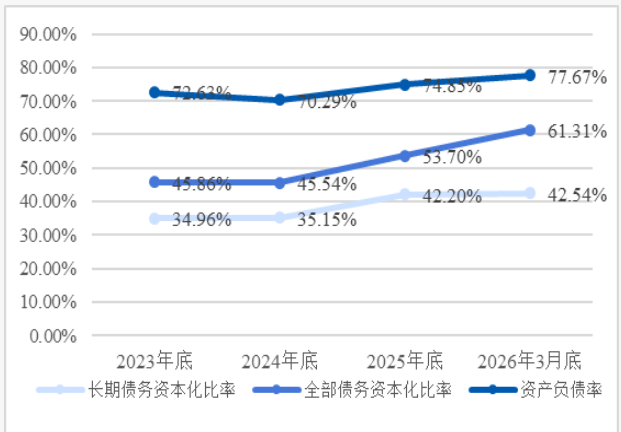
截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 2910.59 亿元，较上年底增长 36.12%，主要系年初供应链服务业务备货，带动有息债务快速增长。债务结构方面，短期债务占 53.29%，长期债务占 46.71%，短期债务占比快速提升，结构相对均衡。

图表 14 • 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 15 • 财务杠杆水平情况



资料来源：公司提供、联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力

2023－2025 年，公司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，公司盈利显著下滑，利润呈亏损状态。

2023－2025 年，公司营业总收入持续下降，综合毛利率波动上升，相关分析见本报告“经营分析”部分。

图表 16 •公司盈利能力情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1－3 月
营业总收入（亿元）	7636.78	7012.96	6712.70	1401.40
营业成本（亿元）	7304.08	6600.99	6339.22	1342.09
费用总额（亿元）	162.03	191.40	181.49	39.46
投资收益（亿元）	7.35	18.41	-2.94	0.47
资产减值损失（亿元）	-38.96	-62.91	-150.50	-0.30
信用减值损失（亿元）	-14.17	-13.77	-15.80	-3.77
公允价值变动收益（亿元）	-8.35	-29.24	-255.94	-2.37
营业利润（亿元）	108.90	111.08	-254.29	11.82
营业外收入（亿元）	103.24[5]	5.89	5.97	0.70
利润总额（亿元）	207.92	112.39	-254.32	12.05
营业利润率	4.13%	5.39%	5.09%	3.97%
总资本收益率	5.01%	2.88%	-5.65%	--
净资产收益率	7.50%	2.55%	-15.24%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从期间费用看，2023－2025 年，公司费用总额波动增长，以销售费用和财务费用为主，2025 年期间费用同比下降 5.18%，期间费用率为 2.70%，较上年保持稳定。2023－2025 年，公司资产减值损失、信用减值损失、公允价值变动损益合计分别为-61.49 亿元、-105.92 亿元和-422.24 亿元，主要系房地产业务计提的大额存货跌价准备以及投资性房地产的公允价值变动损失，对利润侵蚀很大。受上述因素影响，2025 年公司利润总额呈大额亏损状态。

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

4 现金流

2023－2025 年，公司经营活动现金持续净流入，投资活动现金波动较大，2025 年为大额净流出，筹资活动现金持续净流出。考虑到公司现有债务规模以及未来各业务板块运营、投资，公司存在较大的对外融资需求。

2023－2025 年，公司经营活动现金流入量和流出量均持续下降，经营活动产生的现金流量净额波动下降但保持净流入状态；现金收入比持续下降，主要系房地产销售的收入确认与收款存在一定的期间差异等因素所致。2023－2025 年，公司投资活动现金流入量持续下降，流出量波动下降，投资活动净现金流表现波动较大，2025 年大额净流出系房地产业务支付联营企业股权投资款增加所致。2023－2025 年，公司筹资活动现金持续净流出，以取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金为主，考虑到公司存量债务规模，以及未来各板块可能发生的投资，公司存在较大的外部筹资需求。

图表 17 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	9301.61	6887.53	6552.54	1713.79
经营活动现金流出小计	9007.66	6775.40	6436.64	1986.46
经营活动现金流量净额	**293.95**	**112.13**	**115.89**	**-272.67**
投资活动现金流入小计	615.56	542.13	395.21	58.85

[5] 2023 年，公司及联发集团以现金方式收购美凯龙 29.95%的股份，交易对价（即合并成本）低于取得的美凯龙可辨认净资产公允价值，确认重组收益 96.19 亿元计入营业外收入

投资活动现金流出小计	622.91	485.37	526.67	72.97
投资活动现金流量净额	**-7.35**	**56.76**	**-131.46**	**-14.12**
筹资活动前现金流量净额	**286.60**	**168.89**	**-15.57**	**-286.79**
筹资活动现金流入小计	2333.66	2365.18	2201.52	952.18
筹资活动现金流出小计	2647.78	2539.08	2221.87	441.86
筹资活动现金流量净额	**-314.12**	**-173.90**	**-20.34**	**510.32**
现金收入比	105.87%	91.78%	89.50%	115.55%

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2026 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 272.67 亿元，投资活动现金净流出 14.12 亿元，筹资活动现金净流入 510.32 亿元。

5 偿债指标

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

图表 18 • 公司偿债指标

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

注：经营现金指经营活动现金流量净额

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从偿债指标看，公司流动资产对流动负债的保障程度较高，主要因地产存货占比较高，速动比率表现较弱；公司销售商品提供劳务收到的现金对流动负债的保障程度尚可；公司现金类资产对短期债务的保障程度较高。2025 年，受大额亏损影响，公司 EBITDA 为负，对全部债务的本息不具有覆盖能力。银行授信方面，截至 2026 年 3 月底，公司获得银行授信总额 5050.72 亿元，尚未使用额度 1993.95 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

未决诉讼方面，截至 2025 年底，公司作为原告提起诉讼的事项主要为买卖合同纠纷、代理合同纠纷等，案件未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 8.13 亿元，公司对相关纠纷涉及的损失已在应收款项坏账准备预估了相应损失；公司作为被告的产生的预计负债为 1.30 亿元。

对外担保方面，截至 2025 年底，子公司厦门建发融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为 27.26 亿元；公司为商品房承购人向银行提供阶段性抵押贷款担保 307.02 万元。除前述担保之外，公司对外担保余额 29.18 亿元。

6 公司本部财务分析

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

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

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

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

公司本部营业收入规模相对较小，利润来源主要为投资收益。2025 年，公司本部投资收益为 11.67 亿元，利润总额为 15.94 亿元。2025 年，公司本部经营活动现金流净额为 48.06 亿元，投资活动现金流净额为 0.34 亿元，筹资活动现金流净额为-45.36 亿元。

九、ESG 分析

公司积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司下属生产型企业均通过 ISO14001 环境管理体系认证，逐步提升 ISO14001 环境管理体系认证覆盖的主体比例；公司积极开展绿色循环经济业务，回收废钢资源不低于 100 万吨，回收再生铝、再生铜及再生铝合金资源不低于 4 万吨，回收利用的废纸不低于 38 万吨。联合资信未发现公司因为环境问题受到监管部门的处罚。社会责任方面，公司为 2025 年度纳税信用 A 级纳税人；公司注重员工安全及公平雇佣，已基本形成较为完善、合理的市场化薪酬机制，培训体系较为完备；公司每年职业健康及安全生产总投入超过 3000 万元，联合资信未发现公司近三年发生一般事故以上的安全生产事故。

公司为上市公司，设有专门的 ESG 管治部门或组织，ESG 信息披露质量较高，ESG 风险管理体系完善。

十、外部支持

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

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

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

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

十一、债券偿还风险分析

1 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券的发行对公司债务结构影响小。

本期债券最大发行规模为 10.00 亿元，分别占公司 2025 年底长期债务和全部债务的 0.74%和 0.47%，对公司现有债务结构影响小。考虑到本期债券赎回和利率重置条款设置使其不赎回的可能性较小，以 2025 年底财务数据为基础，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由 74.85%、53.70%和 42.20%上升至 74.89%、53.82%和 42.38%，考虑到本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司债券到期本金或置换前期偿付公司债券本金的自有资金，发行后公司实际债务负担或将低于预测值。

2 本期债券偿还能力

公司经营活动现金流入量对本期债券发行后长期债务保障能力强。

以 2025 年的相关财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下将其纳入长期债务测算，公司经营活动现金流入量为本期债券发行后长期债务的 4.83 倍，保障能力强。

图表 19 • 本期债券偿还能力测算

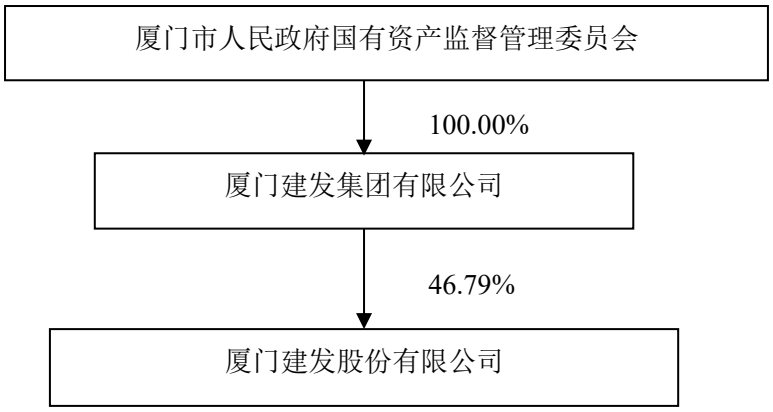
项目	2025 年
发行后长期债务*（亿元）	1355.99
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	4.83
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.09
发行后长期债务/EBITDA（倍）	-7.74

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度上限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和提供资料整理

十二、评级结论

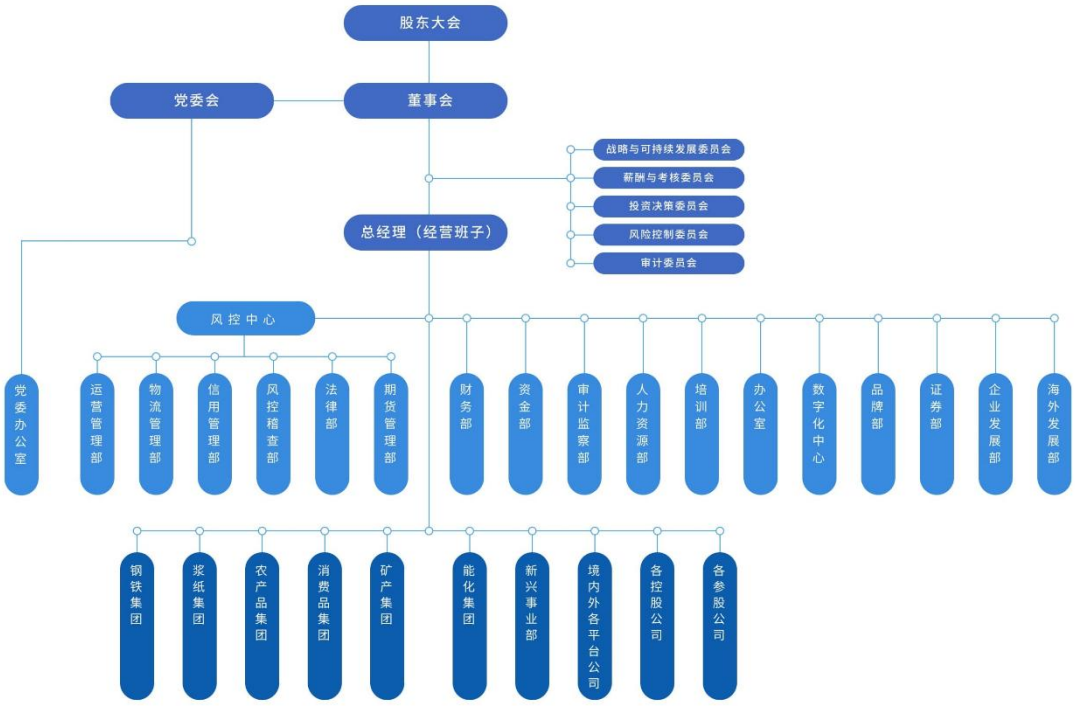
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2　公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	1011.92	972.95	946.61	1220.90
应收账款（亿元）	209.23	191.09	232.64	291.53
其他应收款（亿元）	712.19	798.20	752.62	797.56
存货（亿元）	3701.86	3276.32	3146.99	3364.59
长期股权投资（亿元）	354.97	370.56	398.49	395.12
固定资产（亿元）	82.90	97.87	99.27	97.65
在建工程（亿元）	1.79	6.12	15.18	16.81
资产总额（亿元）	8208.52	7678.67	7331.24	8226.56
实收资本（亿元）	30.04	29.47	29.00	29.00
少数股东权益（亿元）	1551.28	1561.72	1229.64	1223.39
所有者权益（亿元）	2246.39	2281.58	1843.67	1836.69
短期债务（亿元）	695.39	671.11	792.29	1551.00
长期债务（亿元）	1207.35	1236.88	1345.99	1359.59
全部债务（亿元）	1902.74	1907.99	2138.28	2910.59
营业总收入（亿元）	7636.78	7012.96	6712.70	1401.40
营业成本（亿元）	7304.08	6600.99	6339.22	1342.09
其他收益（亿元）	9.45	10.25	10.23	1.52
利润总额（亿元）	207.92	112.39	-254.32	12.05
EBITDA（亿元）	259.92	193.23	-175.22	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8084.89	6436.69	6007.77	1619.34
经营活动现金流入小计（亿元）	9301.61	6887.53	6552.54	1713.79
经营活动现金流量净额（亿元）	293.95	112.13	115.89	-272.67
投资活动现金流量净额（亿元）	-7.35	56.76	-131.46	-14.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	-314.12	-173.90	-20.34	510.32
财务指标				
应收账款周转率（次）	44.75	35.04	31.68	--
存货周转率（次）	2.00	1.89	1.97	--
总资产周转率（次）	1.03	0.88	0.89	--
现金收入比（%）	105.87	91.78	89.50	115.55
营业利润率（%）	4.13	5.39	5.09	3.97
总资产报酬率（%）	3.01	2.28	-2.71	--
净资产收益率（%）	7.50	2.55	-15.24	--
长期债务资本化比率（%）	34.96	35.15	42.20	42.54
全部债务资本化比率（%）	45.86	45.54	53.70	61.31
资产负债率（%）	72.63	70.29	74.85	77.67
流动比率（%）	137.80	145.48	141.81	134.17
速动比率（%）	56.80	62.95	62.97	65.20
经营现金流动负债比（%）	6.43	2.82	2.90	--
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债（倍）	1.77	1.62	1.51	--
现金短期债务比（倍）	1.46	1.45	1.19	0.79
EBITDA 利息倍数（倍）	3.14	2.03	-2.03	--
业务放大倍数（倍）	3.40	3.07	3.64	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务报表未经审计；2. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的有息部分已计入债务
资料来源：公司提供、联合资信根据公司财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	133.61	49.54	52.06	198.76
应收账款（亿元）	11.81	3.56	12.00	3.09
其他应收款（亿元）	154.24	291.69	367.41	--
存货（亿元）	0.24	0.08	0.17	0.10
长期股权投资（亿元）	260.36	304.75	288.78	309.32
固定资产（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	570.99	658.57	735.66	1194.70
实收资本（亿元）	30.04	29.47	29.00	29.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	239.54	283.68	299.88	296.59
短期债务（亿元）	24.52	13.05	18.38	361.83
长期债务（亿元）	81.32	103.47	56.48	52.01
全部债务（亿元）	105.84	116.52	74.86	413.84
营业总收入（亿元）	151.75	64.14	53.62	1.90
营业成本（亿元）	142.60	53.40	43.17	0.32
其他收益（亿元）	2.87	2.96	1.82	0.49
利润总额（亿元）	18.99	44.82	15.94	4.19
EBITDA（亿元）	23.99	50.62	20.46	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	158.22	82.80	41.16	4.80
经营活动现金流入小计（亿元）	1830.57	962.37	930.29	90.32
经营活动现金流量净额（亿元）	64.61	32.03	48.06	-180.00
投资活动现金流量净额（亿元）	-72.36	-89.94	0.34	-6.85
筹资活动现金流量净额（亿元）	7.39	4.83	-45.36	333.52
财务指标				
应收账款周转率（次）	24.64	8.35	6.89	--
存货周转率（次）	172.11	336.86	351.50	--
总资产周转率（次）	0.28	0.10	0.08	--
现金收入比（%）	104.27	129.09	76.77	252.38
营业利润率（%）	5.98	16.52	19.24	81.25
总资产报酬率（%）	4.30	7.69	2.78	--
净资产收益率（%）	7.93	15.71	5.24	--
长期债务资本化比率（%）	25.34	26.73	15.85	14.92
全部债务资本化比率（%）	30.64	29.12	19.98	58.25
资产负债率（%）	58.05	56.92	59.24	75.17
流动比率（%）	120.93	127.63	116.11	103.87
速动比率（%）	120.84	127.60	116.06	103.86
经营现金流动负债比（%）	25.83	11.80	12.67	--
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	0.65	0.63	0.31	--
现金短期债务比（倍）	5.45	3.80	2.83	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--

注：1. 公司本部 2026 一季度财务报表未经审计；2. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 公司本部其他流动负债、其他非流动负债和长期应付款中的有息部分已计入债务
资料来源：公司提供、联合资信根据公司财务报表整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
应收账款周转率	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转率	营业成本/平均存货净额
总资产周转率	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	
总资产报酬率	（利润总额+费用化利息支出）/资产总额×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%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
业务放大倍数	营业总收入/所有者权益
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

附件 4-4 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

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券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。

厦门建发股份有限公司（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券评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债券如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债券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券相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债券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。