



厦门建发集团有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0628 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 20 日

本次跟踪发行人及评级结果	厦门建发集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	19 建发集 MTN001、20 建发集 MTN002、 20 建发集 MTN003、20 建发集 MTN004、 21 建发集 MTN001、21 建发集 MTN002、 21 建发集 MTN004（权益出资）、21 建发集 MTN005、 22 建发集 MTN001、23 建发集 MTN001、 19 建集 01、20 建集 Y2、20 建集 Y3、 20 建集 Y5、20 建集 Y7、20 建集 Y9、 21 建集 Y1、21 建集 01、22 建集 01、23 建集 Y1	AAA
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于厦门建发集团有限公司（以下简称“厦门建发”或“公司”）供应链运营规模进一步提升、房地产业务在福建区域实力很强、持有优质股权及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到外部环境变动使供应链管理及房地产经营业务面临一定不确定性、债务水平快速上升、计提较大规模资产减值损失及收购事项等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
评级展望	中诚信国际认为，厦门建发集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
调级因素	可能触发评级上调因素：不适用。 可能触发评级下调因素：房地产政策调控及大宗商品超预期波动等因素大幅侵蚀经营性业务利润，或资产质量明显恶化、流动性压力明显上升等。	
正 面		
■ 公司贸易从业经验丰富，2022年公司供应链运营业务收入进一步上升，规模优势显著 ■ 公司房地产业务在福建区域市场具有很强的竞争力，并向外延伸进入华东、华中及华北地区，区域分布较好 ■ 公司持有优质企业股权，参股企业经营状况良好 ■ 公司与金融机构保持良好合作关系，且控股多家上市公司，融资渠道畅通		
关 注		
■ 周期性行业波动以及地产行业环境的变化使得公司业务发展的不确定性增加 ■ 跟踪期内，公司地产业务计提资产减值损失规模较大 ■ 2022年以来，公司债务规模进一步上升，杠杆水平亦处于高位 ■ 子公司计划收购红星美凯龙家居集团股份有限公司部分股份，后续进展及其对公司财务的影响需关注		

项目负责人：向 岚 lxian@ccxi.com.cn
项目组成员：孔令媛 lykong@ccxi.com.cn
刁慧然 hrdiao@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

厦门建发（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	4,379.71	6,588.39	7,235.63	8,330.90
所有者权益合计（亿元）	1,195.27	1,739.59	2,002.89	2,007.47
负债合计（亿元）	3,184.44	4,848.80	5,232.74	6,323.43
总债务（亿元）	1,533.18	1,920.29	1,970.74	2,392.01
营业总收入（亿元）	4,423.72	7,195.76	8,473.74	1,713.87
净利润（亿元）	108.01	136.80	103.78	12.14
EBIT（亿元）	134.09	159.13	145.06	--
EBITDA（亿元）	144.90	169.34	159.78	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	98.79	-2.75	151.95	-124.42
营业毛利率（%）	5.65	3.68	3.91	2.71
总资产收益率（%）	3.06	2.90	2.10	--
EBIT 利润率（%）	3.03	2.21	1.71	--
资产负债率（%）	72.71	73.60	72.32	75.90
总资本化比率（%）	61.94	56.15	52.55	57.38
总债务/EBITDA（X）	10.58	11.34	12.33	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.99	1.80	1.55	--
FFO/总债务（X）	0.03	0.02	0.05	--
厦门建发（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	510.91	535.60	540.08	579.44
所有者权益合计（亿元）	412.12	409.32	382.42	392.60
负债合计（亿元）	98.79	126.29	157.65	186.83
总债务（亿元）	350.18	364.53	376.14	404.99
营业总收入（亿元）	1.01	1.11	1.08	0.20
净利润（亿元）	37.03	27.72	18.23	1.46
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	31.62	-5.58	25.56	-19.22
营业毛利率（%）	99.44	97.08	96.69	99.45
资产负债率（%）	19.34	23.58	29.19	32.24

注：1、中诚信国际根据厦门建发提供的其经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年合并口径财务数据分别采用了 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

● 评级历史关键信息

厦门建发集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	23 建发集 MTN001 (AAA)	2022/06/27; 2023/04/25	向岚、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100 2022 03	阅读全文 阅读全文
AAA/稳定	19 建发集 MTN001、 20 建发集 MTN002、 20 建发集 MTN003、 20 建发集 MTN004、 21 建发集 MTN001、 21 建发集 MTN002、 21 建发集 MTN004 (权益出资)、 21 建发集 MTN005、 22 建发集 MTN001 (AAA)	2022/06/27	向岚、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	22 建发集 MTN001 (AAA)	2021/09/14; 2022/03/10	向岚、孔令媛、 孙抒; 向岚、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100 2019 02	阅读全文 ; 阅读全文
AAA/稳定	21 建发集 MTN005 (AAA)	2021/09/14; 2021/10/15	向岚、孔令媛、 孙抒; 向岚、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100 2019 02	阅读全文 ; 阅读全文
AAA/稳定	21 建发集 MTN004 (权益出资) (AAA)	2021/06/02	向岚、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	21 建发集 MTN002 (AAA)	2021/04/19	向岚、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	21 建发集 MTN001 (AAA)	2021/03/25	向岚、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100 2019 02	--
AAA/稳定	20 建发集 MTN004 (AAA)	2020/08/14	田梓慧、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	20 建发集 MTN003 (AAA)	2020/07/30	田梓慧、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	20 建发集 MTN002 (AAA)	2020/06/15	田梓慧、孔令媛	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100 2019 02	阅读全文
AAA/稳定	19 建发集 MTN001 (AAA)	2019/03/22	杨傲镛、李廷蔚	中诚信国际批发贸易行业评级方法 060100 2017 01	阅读全文

● 同行业比较（2022 年数据）

公司名称	主要贸易品种	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	应收账款周转率 (X)	存货周转率 (X)
国贸控股	钢材>3,000 万吨、铁矿石>8,000 万吨、粮食谷物>1,200 万吨	3,222.01	72.11	6,934.60	52.89	50.50	7.09
厦门象屿	黑色金属约 7,675 万吨、动力煤约 5,396 万吨、铝约 2,174 万吨	2,928.39	71.61	5,626.22	48.41	45.81	7.20
物产中大	钢 6,002.14 万吨、铁矿砂 4,165 万吨、煤炭销售 5,321 万吨	1,450.51	68.30	5,765.49	60.52	40.77	17.59
厦门建发	钢材>5,300 万吨、纸张纸浆>1,200 万吨、粮食>3,000 万吨	7,235.63	72.32	8,473.74	103.78	53.16	2.29

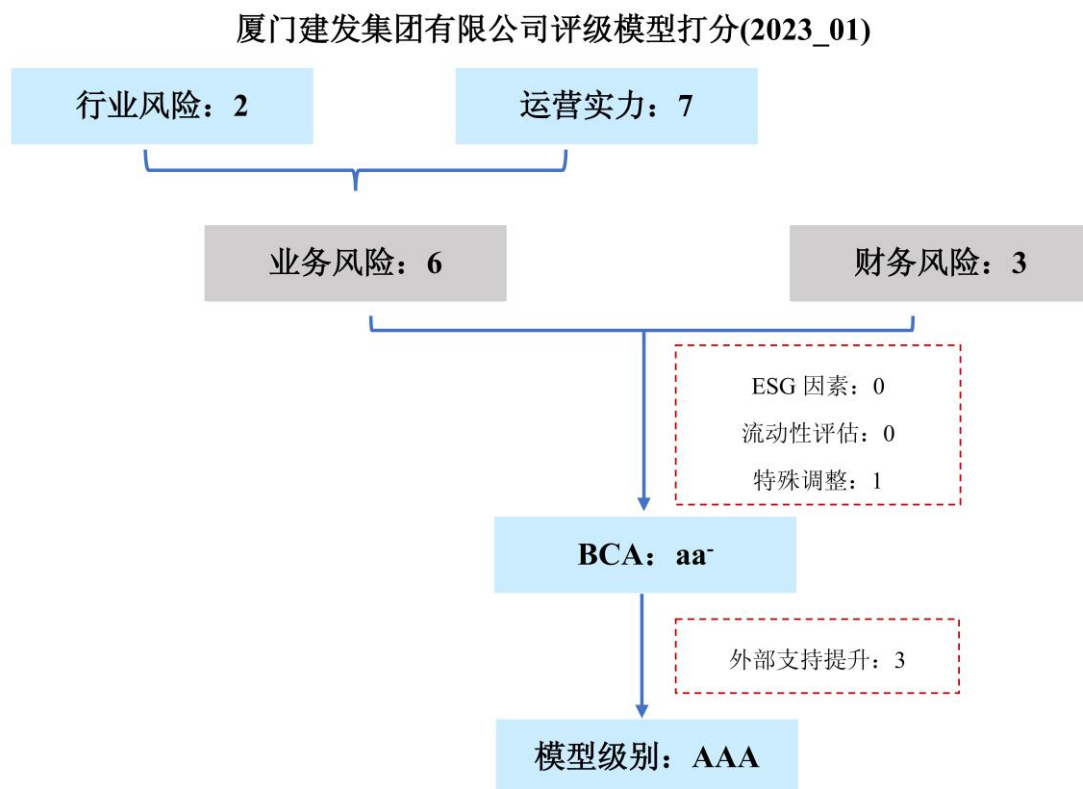
中诚信国际认为，厦门建发主要从事供应链运营和房地产两大主业，与同行业相比，厦门建发已建立大宗商品至消费品的多品类布局，深耕浆纸、农产品、钢铁等多个细分领域并拥有良好的品牌形象及稳定的供应链网络体系；近年来公司持续国际化布局，进出口贸易规模大于其他可比企业。因为公司地产业务规模较大，其资产及盈利规模较大，且债务以长期债务为主，但其财务杠杆水平、债务规模高于行业内其他企业且存货周转率偏低。

注：“国贸控股”为“厦门国贸控股集团有限公司”简称；“厦门象屿”为“厦门象屿集团有限公司”简称；“物产中大”为“物产中大集团股份有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 建发集 MTN001	AAA	AAA	2022/06/27	20.00	20.00	2019/03/29~2024 /03/29	--
20 建发集 MTN002	AAA	AAA	2022/06/27	6.00	6.00	2020/06/22~2023 /06/22(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款,财务指标承诺
20 建发集 MTN003	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2020/08/12~2023 /08/12(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款
20 建发集 MTN004	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2020/08/26~2023 /08/26(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,持有人救济条款,财务指标承诺
21 建发集 MTN001	AAA	AAA	2022/06/27	5.00	5.00	2021/04/06~2026 /04/06	--
21 建发集 MTN002	AAA	AAA	2022/06/27	7.00	7.00	2021/04/26~2026 /04/26	--
21 建发集 MTN004 (权益出 资)	AAA	AAA	2022/06/27	5.00	5.00	2021/06/25~2026 /06/25	--
21 建发集 MTN005	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2021/11/18~2024 /11/18(3+N)	持有人救济条款,票面利率选择权,赎回条款,利息递延条款,发行人续期选择权
22 建发集 MTN001	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2022/04/08~2025 /04/08(3+N)	持有人救济条款,票面利率选择权,赎回条款,利息递延条款,发行人续期选择权
23 建发集 MTN001	AAA	AAA	2023/04/25	10.00	10.00	2023/04/28~ 2028/04/28	持有人救济条款,票面利率选择权,赎回条款,利息递延条款,发行人续期选择权
19 建集 01	AAA	AAA	2022/06/27	15.00	15.00	2019/03/25~2024 /03/25	--
20 建集 Y2	AAA	AAA	2022/06/27	2.00	2.00	2020/04/16~2025 /04/16(5+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权,超额配售选择权
20 建集 Y3	AAA	AAA	2022/06/27	12.00	12.00	2020/07/13~2023 /07/13(3+N)	赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权
20 建集 Y5	AAA	AAA	2022/06/27	7.00	7.00	2020/09/09~2023 /09/09(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权
20 建集 Y7	AAA	AAA	2022/06/27	13.00	13.00	2020/10/15~2023 /10/15(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权
20 建集 Y9	AAA	AAA	2022/06/27	15.00	15.00	2020/11/10~2023 /11/10(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权
21 建集 Y1	AAA	AAA	2022/06/27	12.00	12.00	2021/04/16~2024 /04/16(3+N)	有条件赎回条款,票面利率选择权,利息递延条款,利率条款,发行人续期选择权
21 建集 01	AAA	AAA	2022/06/27	10.00	10.00	2021/07/29~2026 /07/29	--
22 建集 01	AAA	AAA	2022/06/27	15.00	15.00	2022/01/25~2027 /01/25	偿债保障承诺
23 建集 Y1	AAA	AAA	2023/03/23	9.00	9.00	2023/04/03~2026 /04/03 (3+N)	有条件赎回条款,延期条款,调整票面利率条款,续期选择权,经营维持承诺

● 评级模型



● 方法论

中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2022_03

■ 业务风险：

厦门建发属于批发贸易行业，中国批发贸易行业风险评估为较高；厦门建发供应链业务规模优势显著，贸易品种丰富且具备极强的市场竞争优势，并已建立稳定的供应链网络体系，具备完善的供应链集成服务能力，客户质量较优。业务风险评估为很低。

■ 财务风险：

厦门建发利润受地产板块计提减值影响而有所下降但仍保持较大规模。随着业务展开其有息债务规模亦快速扩大，但凭借厦门建发较好的内部流动性及较强的外部融资能力实现到期债务续接，整体偿债能力尚可。财务风险评估为较高。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，厦门建发具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较高的财务风险及持有优质企业股权、物业租金丰厚等方面的有利影响。

■ 外部支持：

公司是厦门国资委全资企业，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。外部支持提升 3 个子级。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

表 1：公司募集资金使用情况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	已用金额	募集资金用途	实际使用用途是否一致
19 建集 01	15.00	15.00	补充营运资金	是
20 建集 Y2	2.00	2.00	偿还公司债务	是
20 建集 Y3	12.00	12.00	偿还公司债务及补充营运资金	是
20 建集 Y5	7.00	7.00	偿还公司债务或补充营运资金	是
20 建集 Y7	13.00	13.00	偿还公司债务及补充营运资金	是
20 建集 Y9	15.00	15.00	偿还公司债务	是
21 建集 Y1	12.00	12.00	偿还公司债务	是
21 建集 01	10.00	10.00	偿还借款	是
22 建集 01	15.00	15.00	置换兑付到期债券的自筹资金	是
23 建集 Y1	9.00	9.00	偿还有息债务	是

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

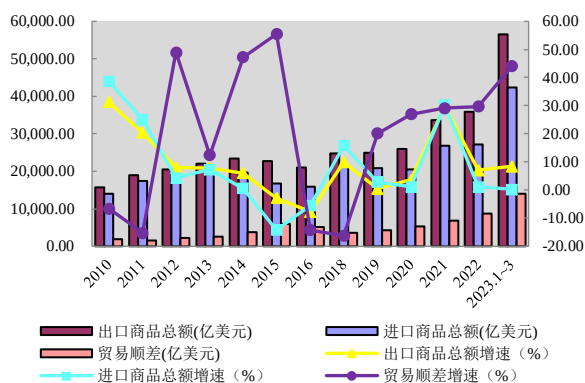
详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年，外贸环境仍然复杂，但我国货物出口超预期高增长，是支撑经济增长的重要因素。内贸方面，2022 年黑色产品价格大幅回调，对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

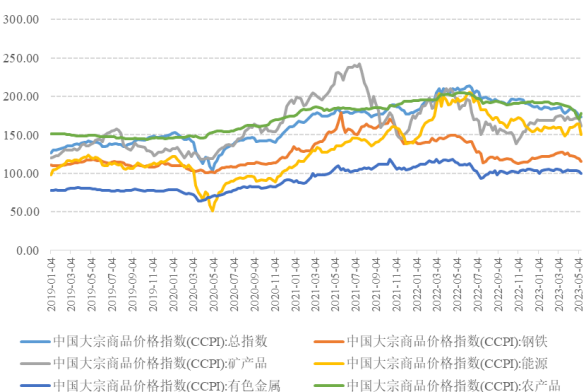
我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2022 年，我国进出口总额实现 6.31 万亿美元，同比增长 4.4%；其中，货物出口总值 3.59 万亿美元，同比增长 7.0%；货物进口总值 2.72 万亿美元，同比增长 1.1%；贸易顺差 8,770.0 亿美元，同比增长 30.9%。2022 年，我国进出口总值首次突破了 40 万亿元人民币关口，在 2021 年高基数的基础上继续保持稳定增长，连续 6 年保持世界第一货物贸易大国地位。2023 年 1~3 月，我国进出口总值达 9.9 万亿美元，较上年同期增长 4.8%。

图 1：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：海关总署，中诚信国际整理

图 2：近年来中国大宗商品价格总指数变动情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

从国内贸易情况来看，2022 年 5 月以来，受地产端风险事件影响，悲观情绪主导黑色系市场走势，钢铁、矿产品及煤炭等能源品价格大幅回调。大宗商品价格波动和高位运行的市场态势，在风险控制方面对国内生产要素和消费品流通企业带来了一定的挑战。

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。中诚信国际认为，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素

抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。中诚信国际认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望（2023 年 3 月）》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内，厦门建发供应链业务保持突出的规模优势和很强的市场竞争力，房地产业务保持一定的扩张节奏；同时，收购事项、旅游会展业务恢复、供应链业务和房地产业务扩张带来的经营财务管理挑战对公司整体经营影响仍需关注。

公司下属核心子公司拟收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）股权，若交易完成，美凯龙或将入公司合并范围；该事项尚在进程中，中诚信国际将持续关注上述交易事项的进展。

2023 年 1 月以来，公司下属核心子公司厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）陆续发布公告，计划通过现金方式协议收购美凯龙 29.95%的股份，每股价格定为 4.82 元/股¹。该交易完成后，建发股份或将成为美凯龙控股股东，美凯龙或将纳入公司合并范围内。2023 年 2 月，美凯龙发布临时股东大会决议公告，增补郑永达、王文怀和邹少荣为公司非执行董事。2023 年 4 月，建发股份收到国家市场监督管理总局出具的《经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》。2023 年 5 月，公司收到厦门市国资委出具的《厦门市人民政府国有资产管理委员会关于厦门建发集团有限公司下属建发股份、联发集团收购美凯龙 29.95%股份事宜的批复》（厦国资产(2023)109 号）。此次股份转让尚需建发股份内部程序决策通过、取得上海证券交易所合规性确认、履行中国证券登记结算有限责任公司上海分公司股份转让过户登记等程序。中诚信国际将持续关注上述交易事项的进展，并及时评估该事项对公司未来战略规划及整体信用状况可能产生的影响。

此外，2023 年 4 月，建发股份公告向原股东配售股份预案，此次配股募集资金不超过人民币 85 亿元（具体规模视发行时市场情况而定），扣除发行费用后拟全部用于建发股份供应链运营业务补充流动资金及偿还银行借款。配股相关事项的生效和完成尚待股东大会审议及上海证券交易所发行上市审核并报经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）注册，且最终以中国证监会注册的方案为准。中诚信国际将持续关注上述事项进展。

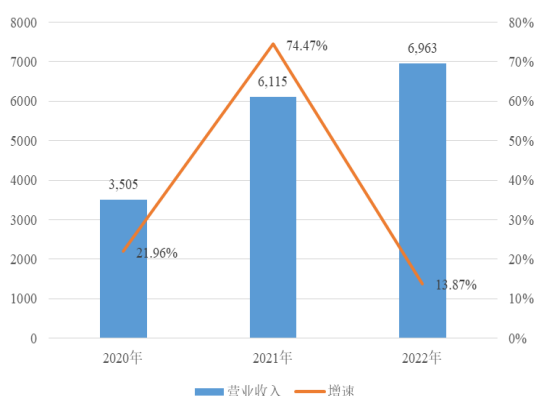
公司供应链从业经验丰富，跟踪期内，公司坚持“专业化”经营及“国际化”业务布局战略，供应链

¹ 2023 年 4 月 26 日，建发股份公告称受让方变更为建发股份、联发集团有限公司（以下简称“联发集团”），其中，建发股份受让美凯龙总股本的 23.95%，联发集团受让 6.00%。联发集团为建发股份控股子公司。

业务进一步扩张，贸易品种丰富且多个贸易品类具备突出的市场竞争优势；但供应链业务扩张对公司的资金平衡及风险控制能力提出更高要求。

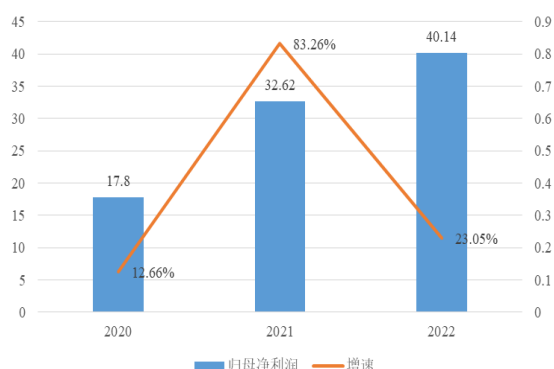
公司供应链管理业务主要由建发股份负责运营。建发股份坚持供应链运营商定位，深化“专业化”经营战略，成立“七大集团²+金融事业部”从事细分品类的经营，聚焦核心品类和上下游大客户，并向上下游拓展，实现供应链业务规模和效益的增长。2022 年，公司供应链运营业务营业收入同比增长 13.99%至 6,962.03 亿元，较上年同期增速明显放缓，主要系大宗商品市场价格波动下行等因素影响。得益于公司强化科技、金融赋能和投资、物流支持，并向产业链持续延伸，供应链板块提质增效成果持续显现。

图 3：近年来建发股份供应链板块收入及增速（亿元）



资料来源：建发股份年报，中诚信国际整理

图 4：近年来建发股份供应链板块归母净利润及增速（亿元）



资料来源：建发股份年报，中诚信国际整理

跟踪期内，公司仍以内贸为主但进出口业务发展较快；2022 年，建发股份实现进出口和国际业务总额超 404 亿美元，同比增速约 9%，占供应链运营业务的比重达 40.42%，其中，出口业务同比增速超 62%。公司贸易品种丰富，并已初步实现大宗商品至消费品的多品类布局，经营冶金原材料、农林产品两个核心产品，以及化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等其他产品。其中，轻纺、矿产、化工和农产品等为公司主要进出口产品类别，纸张、钢材和汽车的采购及销售为内贸板块主要经营品种。

业务布局方面，公司供应链网络分布广泛，跟踪期内公司持续深耕华东、华南等优势区域并积极拓展中西部市场，并在哈尔滨、昆明设立平台公司，进一步完善供应链布局。海外市场方面，公司跟随中国产业链的全球化延伸，通过合作优质龙头企业，加快全球化布局的步伐，截至 2022 年末，公司已在 RCEP 成员国、金砖国家及“一带一路”沿线国家设立了超 30 个海外公司和办事处，与 60 余个“一带一路”沿线国家建立贸易合作。

公司冶金原材料包括矿产品、钢铁等金属材料。矿产品贸易以钢铁原料供应链运营为核心，专业化经营铁矿产品、煤炭及有色金属等。2022 年，公司钢材经营货量超 5,300 万吨，同比增长超 17%。但受大宗商品价格下行影响，冶金原材料业务收入同比小幅下降。

公司林产品主要包括纸张和纸浆。纸张方面，公司以经营国内成品纸为主，经过多年的发展，公

² 指建发钢铁集团、建发浆纸集团、建发汽车集团、建发农产品集团、建发消费品集团、建发矿产集团和建发能化集团。

司已成为全国最大的纸张贸易商之一。2022 年，建发股份纸浆、纸张合计经营货量超 1,300 万吨，同比增长超 15%。公司农产品贸易业务主要经营饲料原料、粮油等产品的进口及内贸业务，其中饲料原料业务规模占比较大。2022 年以来，农产品经营货量超 3,000 万吨，同比增长超 9%。2022 年以来，国际农产品及纸浆等产品价格虽有所回落但仍保持较高水平，加之农林产品经营货量提升，推动农林产品收入增长超 20%。

表 2：近年来公司主要贸易品类经营情况（万吨、亿元）

产品	2020		2021		2022		2023.1~3	
	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入
冶金原材料	9,369.86	1,978.57	12,817.12	3,655.24	13,722.03	3,634.00	3,701.86	1,047.26
农林产品	2,915.82	951.37	3,960.93	1,574.92	4,598.42	1,935.13	940.94	410.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基于成熟的“LIFT”供应链服务体系，公司依托在汽车、轻纺、酒类等领域建立的核心竞争力，继续大力拓展消费品业务。2022 年，公司在消费品行业的供应链运营业务实现营业收入 467.47 亿元，同比增长 42.81%。汽车业务方面，2022 年建发股份销售新车近 2 万台；二手车出口超 2,700 台，同比增长超 470%；同时公司已取得小鹏、smart、路特斯、阿维塔等品牌的区域代理授权以及华为“问界”大客户开发授权，与特斯拉、蔚来、理想、岚图等品牌达成售后业务合作。在轻纺业务方面，公司具备成熟的轻工业消费品设计与制造流程管理能力，服务于全球大型商超、专卖店、品牌商等大客户。2022 年，公司鞋类产品年出货量超 6,000 万双，同比增长超 15%，鞋类出口总额位列全国前三位。在家电业务方面，公司聚焦服务头部品牌，与美的、海尔、索尼等家电行业头部品牌建立业务合作；2022 年，公司家电业务签约金额超 3 亿元，同比增长约 200%。在酒类业务方面，公司 2022 年酒类销售量超 3,400 万瓶，同比增长超 15%。

中诚信国际关注到，2022 年 6 月以来，受地产端风险事件影响，钢材、铁矿石等大宗商品价格大幅下降，大宗商品价格剧烈波动的背景在风险控制方面对公司提出更高要求。中诚信国际将对大宗价格波动对公司业务经营和盈利的影响保持关注。

公司保持稳定的供应链网络体系、完善的供应链集成服务能力，同时客户质量较优。

跟踪期内，公司采购分销体系保持稳定，上下游合作企业具有良好行业知名度并与其保持紧密的战略合作伙伴关系。2022 年，公司主要贸易品种上游前五大供应商和下游前五大客户销售集中度很低，最高交易金额占比均不超过 5%，不存在依赖某一单一供应商或单一客户的情况。同时，跟踪期内，公司结算模式未发生重大变化，且未发生重大风险事件。

表 3：公司主要贸易品种上下游情况

品种	上游供应商	下游客户
钢材	上游供应商主要是国有大中型上市钢厂	主要是华东、华南、华北、山东地区的中小贸易商和终端用户，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，与海外知名大矿山保持良好的长期合作关系，包括力拓、淡水河谷、必和必拓等	主要为国有大型钢厂，公司与广西盛隆、柳钢、酒钢、宁钢等国内众多大中型钢铁厂有稳定密切的合作
浆纸类产品	国外浆厂的代理商和国外浆厂	印刷厂、包装厂等客户为主
农产品	以进口采购为主	国内外行业龙头企业为主

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物流服务方面，截至 2023 年 3 月末，公司共拥有 94 个自建自管仓库，总面积超 310 万平方米，包含保税仓、恒温恒湿仓、医疗 GSP 认证仓和期货交割仓等各种仓库；其中期货交割库共计 4 个，仓储品类包含纸浆、PTA 和涤纶短纤。同时，公司结合自身物流运转优势，以上海、广州、北京和天津为平台，建设了覆盖产品供销、运输储存及售后服务环节的供应链体系。2022 年，公司与马士基中国、华贸物流、上港物流集团等签订了战略合作协议，推动业务资源优势互补。

期货服务方面，公司成立了黑色产业研究院，聚焦产业服务，将衍生品工具应用于黑色金属、农林产品、能源化工、有色金属等 30 多个品种的产业服务环节中，通过基差、点价业务为多行业客户提供灵活有效的价格风险管理，终端客户服务规模不断提升。

2022 年以来，受行业下行和政策调控等因素影响，地产板块销售规模小幅下降且计提减值损失明显扩大，造成该板块业绩下降；同时，公司保持了一定的拿地节奏，中诚信国际将对房地产业务经营策略和财务管理等情况保持关注。

公司房地产开发业务主要由建发房地产集团有限公司和联发集团有限公司两家子公司负责运营。公司在厦门当地具有很强的区域竞争力与很高的品牌认知度，近年开发项目类型包括住宅、商业、安置房以及土地一级开发等。公司地产项目布局于福建、浙江、江苏等省份，以及上海、北京、武汉、长沙、成都、重庆等高能级城市。2022 年，受益于前期地产业务快速扩张，房地产结转收入增长 41.75%至 1,364.93 亿元；但受公司对销售进度不及预期的存货计提减值³影响，地产业务业绩有所下降。

从开发及销售指标来看，2022 年，因公司拿地力度弱于前期及房地产行业景气度下行等因素影响，当期新开工面积同比明显下降；而竣工面积小幅上升。销售方面，地产行业景气度下行导致 2022 年签约销售面积和签约销售金额均有所下降，但销售下滑幅度小于同行业平均水平，根据克而瑞研究中心发布的“2022 年 1~12 月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 10 名。区域方面，公司在一、二线城市的合同销售面积占比超 70%。

表 4：近年来公司房地产业务经营情况（单位：万平方米、亿元）

经营指标	2020	2021	2022
合同销售金额	1,379.30	2,175.65	2,097.25
权益销售金额	997.87	1,645.22	1,460.84
合同销售面积	764.74	1,180.77	1,010.33
权益销售面积	560.37	895.55	740.21
账面结算收入	720.66	791.71	1,254.67
账面结算面积	538.88	573.14	646.74
新开工面积（权益口径）	808.79	1,680.02	779.19
竣工面积（权益口径）	574.43	733.62	779.19

资料来源：公司提供

土地储备方面，2022 年，公司以多元化方式获取优质土地 62 宗，全口径拿地金额合计约 1,030.25 亿元；其中一二线城市拿地金额占比达 92%，重点在上海、厦门、北京及杭州等地获取项目。截至 2022 年末，建发股份共有土地储备 1,789.12 万平方米，其中一、二线城市的土地储备预估权益货值占比超 70%，但公司土储中仍有一定规模的三四线城市项目，其去化情况有待关注。此

³ 房地产业务计提存货跌价准备 483,918.29 万元。

外，考虑到目前房地市场景气度仍有所波动，中诚信国际将对公司拿地节奏及资金平衡情况保持持续关注。

表 5：近年来公司土地储备变化情况（不包含土地一级开发）（单位：万平方米、亿元）

经营指标	2020	2021	2022
新增计容权益建筑面积	757.96	960.28	348.95
期末土储面积	1,838.68	2,187.19	1,789.12
土地购置支出	938.18	1,395.21	1,030.26

注：经营指标口径为权益数据。表中期末土地储备面积包含待开发的和已开发的所有尚未出售的项目建筑面积。

资料来源：公司提供

土地一级开发业务方面，截至 2022 年末，公司的土地一级开发业务尚余土地面积 7.6 万平方米，对应的规划计容建筑面积为 23.6 万平方米，同比大幅下降主要系钟宅畲族社区旧村改造项目（一级土地开发）挂牌出让所致。截至 2022 年末，公司计入长期应收款的土地一级开发成本支出金额为 6.33 亿元，中诚信国际将对后续土地出让进展及资金回收情况保持关注。

持有型物业方面，公司在厦门湖里区、集美区、同安区城南工业园、黄金工业园等地拥有多块商业地产，目前公司可租赁物业面积为超过 100 万平方米。2022 年，公司商业地产运营收入 21.09 亿元，同比有所减少。

中诚信国际认为，行业下滑背景下，我国房地产企业分化加剧，而公司依托国有企业背景保持相对积极的发展态势，市场地位稳步上升；但行业景气度目前仍在修复期，对公司房地产业务的拿地及销售策略提出更高要求，中诚信国际将持续关注房地产业务未来项目利润率水平、项目去化和财务管理情况。

2022 年，公司旅游会展业务收入有所下降；中诚信国际将对上述业务后续经营情况保持关注。

公司旅游服务业板块主要由厦门建发旅游集团股份有限公司（以下简称“建发旅游”）经营，收入主要来自酒店业务。公司酒店板块业务定位高端路线，拥有“悦华”高星级酒店管理品牌、“颐豪”商务酒店品牌。截至 2022 年末，建发旅游有 23 家酒店（其中 14 家为高星级酒店）和 4 家酒店旅游投资管理公司。酒店整体档次较高，所处区位较好。2022 年，公司旅游服务业务实现收入 10.15 亿元，同比进一步下降。

会展业务方面，会展公司拥有厦门国际会展中心、厦门国际会议中心和厦门会展音乐厅等大型现代化场馆，场馆经营面积 28 万平方米。目前会展公司已形成场馆租赁管理、自办展、会议接待、展会配套服务等四大核心业务，并成功培植了多个知名品牌自办展。2022 年，公司合计举办 283 场展览、会议及自办展，会展业务实现收入 3.71 亿元，同比持平。

医疗业务是公司大力发展的新兴业务之一，2022 年收入规模进一步上升；公司新兴股权投资业务实现平稳运行，但项目退出收益情况及投资业绩实现情况仍需关注。

医疗业务是公司大力发展的新兴业务之一，主要包括医疗流通、医疗服务以及养老服务、健康管理、大型设备融资租赁和药械采购等的配套服务。目前已在全国 27 个省市自治区设立省级分支机构落地相关业务板块，在北京、上海、福建、陕西和河南建设符合国家认证的大型第三方物流中心。医疗服务板块主要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、弘爱大药房和建发健康科技公司 6 家医疗服务机构。2022 年，该板块实现业务收入 123.24 亿元，在医疗器械流通业务规模扩大的影响下同比上升 20.89%。此外，公司医疗流通主要经营实体上海建发致新医疗科技集团股份有限公司拟在创业板上市，目前已披露招股说明书。

公司新兴股权投资业务分为直接投资和基金投资两种模式，由厦门建发新兴产业股权投资有限责任公司（以下简称“建发新兴”）负责运营。建发新兴直接投资主要投向为医疗健康、先进制造及 TMT 消费等行业。基金业务方面，截至 2023 年 3 月末，公司参与投资的基金总认缴本金近 95 亿元，总实缴资本近 80 亿元，2022 年公司新增认缴本金近 15 亿元，新增实缴资本超 11 亿元。同时，建发新兴稳步建设自身基金管理能力，根据客户需求积极开发不同投资策略及投资方向的产品，扩大外部募资规模，向新兴产业权益资产管理机构转型。新兴股权投资业务为公司带来较好的投资收益，但直接投资项目投资周期较长及多数基金尚未进入退出期/延长期，项目退出收益情况以及投资业绩实现情况仍需关注。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，厦门建发债务增速有所放缓且获现能力改善，但总债务仍处于较高水平，其债务控制和资金铺排情况仍需持续关注。同时，公司未来资本支出仍将保持一定规模，但良好的银企关系以及多元的融资渠道能够为后续投融资需求提供保障，整体偿债能力很强。

2022 年以来，业务扩张推动公司营收规模保持上升态势，经营性业务盈利能力保持在较好水平；但投资收益稳定性和计提资产减值损失对公司利润总额产生负面影响。

收入方面，公司供应链运营和房地产业务扩张，带动 2022 年营业总收入同比上升 17.76%。毛利率方面，2022 年，公司供应链业务提质增效明显，使得供应链运营板块毛利率同比上升 0.24 个百分点；受当期结转收入的房地产项目地价成本较高影响，房地产业务毛利率水平进一步下降。受上述因素综合影响，2022 年公司营业毛利率同比上升 0.23 个百分点至 3.91%。

表 6：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供应链运营	3,505.25	1.80	6,107.49	1.44	6,962.03	1.68
房地产开发	823.64	20.85	962.73	16.75	1,364.35	14.63
旅游餐饮服务	8.95	80.56	11.22	24.15	10.15	20.20
会展	2.77	67.37	3.71	7.76	3.71	15.09
医疗业务	75.52	5.32	101.94	10.06	123.24	7.98
其他	0.57	19.80	0.53	69.19	0.44	22.73
城服业务	--	--	8.13	26.08	9.81	25.28
营业总收入/营业毛利率	4,423.72	5.65	7,195.96	3.68	8,473.74	3.91

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2022 年以来，职工薪酬继续增长带动销售费用和管理费用同比上升；利息收入上升使得财务费用同比下降。2022 年，公司期间费用同比增长，期间费用率同比上升。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益。2022 年，经营性业务利润保持良好上升态势。2022 年，公司投资收益规模达 47.00 亿元，同比有所减少但仍保持在较大规模；从构成来

看，公司投资收益以权益法核算的长期股权投资收益、处置长期股权投资和其他非流动金融资产的收益为主；此外，跟踪期内，联发集团减持股票，该部分投资由长期股权投资转入交易性金融资产后产生的公允价值变动利得 8.02 亿元亦计入了投资收益。跟踪期内，公司公允价值变动损益由正转负，主要系建发新兴股票投资公允价值波动及投资性房地产价值波动影响。2022 年房地产业务计提存货跌价准备大幅提高，资产减值损失⁴和信用减值损失对当期利润形成明显侵蚀。利润总额下降并拉低公司相关盈利指标。中诚信国际将对房地产存货后续计提规模及对公司盈利的影响保持关注。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
销售费用	65.83	84.58	103.11	22.27
管理费用	18.12	18.26	23.63	6.76
财务费用	17.12	20.79	18.58	4.34
期间费用合计	101.08	124.40	147.37	33.80
期间费用率(%)	2.28	1.73	1.74	1.97
经营性业务利润	121.08	130.77	165.00	12.43
投资收益	29.80	62.33	47.00	8.49
资产减值损失	20.41	14.41	52.08	5.87
信用减值损失	2.28	2.23	11.19	1.96
公允价值变动收益	18.84	6.13	-10.77	0.56
利润总额	150.27	189.54	153.91	13.86
EBIT	134.09	159.13	145.06	--
EBIT 利润率(%)	3.03	2.21	1.71	--

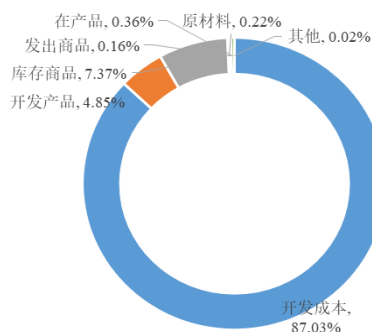
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年以来，公司债务增速有所放缓，但整体债务规模仍然较大，中诚信国际将对公司债务控制情况及财务杠杆水平保持关注；此外，房地产存货占比较高，其资产质量及周转亦有待观察。

业务规模扩张带动公司 2022 年末总资产规模进一步扩大。其中，公司房地产和供应链业务规模的持续扩张使得以开发成本为主的存货、以应收房地产联营企业款项为主的其他应收款和以预付采购货款、预付土地出让金的预付款项均呈上升态势。同期末，融资规模增加带动货币资金同比上升，当期末公司受限货币资金规模为 78.45 亿元，主要为各类保证金和存出投资款等。由于房地产业务一级土地开发项目应收款增加，以及供应链运营业务赊销增加，应收账款增长明显但其周转率仍保持在高水平。同时，由于公司存货中土地储备占比较高，存货周转率处于同业企业中偏低水平；跟踪期内，存货周转率小幅下降。截至 2023 年 3 月末，随着公司贸易业务开展，存货、预付账款等科目较期初明显增长。非流动资产方面，在参股企业利润积累及公司房地产合作项目投资增加的带动下，公司长期股权投资同比上升；在建工程增长主要为公司自持地产项目增多所致，其他非流动金融资产主要为建发新兴股权投资和基金投资，2022 年末规模进一步上升。

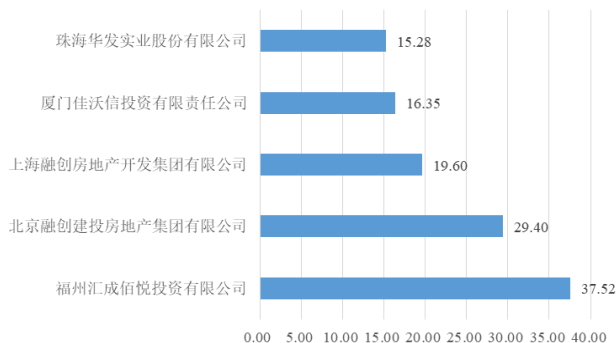
⁴ 存货跌价损失及合同履约成本减值损失 51.30 亿元；信用减值损失含应收账款坏账损失 4.47 亿元和其他应收款 6.45 亿元。

图 5：截至 2022 年末公司存货构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 6：2022 年末按欠款方归集的年末金额前五名的其他应收款项情况（亿元）



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年末公司负债总额同比继续上升，公司负债以合同负债和有息债务为主。合同负债主要为预收售房款和供应链业务预收货款，当期末同比进一步增加。有息债务方面，跟踪期内，公司债务规模进一步上升，但增速有所放缓；从债务来源来看，公司债务以长期银行借款和债券为主，而房地产业务计入其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债的有息债务亦保持在较大规模。2023 年以来，受公司贸易业务季节性因素和房地产业务拿地、资金需求上升的影响，债务规模进一步上升且短期债务占比有所上升。考虑到公司未来业务仍有一定扩张需求，中诚信国际将对公司债务控制情况保持持续关注。

所有者权益方面，随着房地产合作项目的少数股东投入资本增加以及利润积累，2022 年末公司所有者权益规模同比扩大并使得资产负债率和总资本化比率均同比下降。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、X）

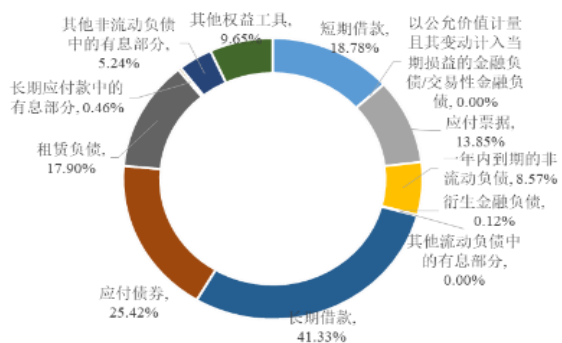
	2020	2021	2022	2023.1~3
存货	2,223.45	3,480.96	3,633.85	3,916.55
货币资金	591.54	954.82	1,027.83	1,187.42
应收账款	95.72	131.45	187.33	231.42
其他应收款	304.12	552.87	670.91	820.48
预付款项	270.02	329.95	369.50	712.82
长期股权投资	189.29	267.75	364.12	385.40
投资性房地产	146.01	167.53	180.03	183.23
其他非流动金融资产	127.39	169.99	187.70	187.53
总资产	4,379.71	6,588.39	7,235.63	8,330.90
合同负债	1,099.63	1,962.78	2,280.60	2,787.08
应付账款	333.71	469.85	463.20	509.94
其他应付款	231.86	411.18	367.82	425.18
其他非流动负债	100.84	141.61	125.39	125.78
总负债	3,184.44	4,848.80	5,232.74	6,323.43
短期债务	356.78	526.41	572.70	988.52
长期债务	1,176.40	1,393.89	1,398.04	1,403.49
总债务	1,533.18	1,920.29	1,970.74	2,392.01
其他权益工具	253.18	240.21	223.56	230.78
未分配利润	187.22	238.06	241.47	245.66
少数股东权益	623.03	1,123.27	1,405.45	1,395.37
所有者权益	1,195.27	1,739.59	2,002.89	2,007.47
资产负债率	72.71	73.60	72.32	75.90
总资本化比率	61.94	56.15	52.55	57.38

存货周转率	2.10	2.43	2.29	1.77*
应收账款周转率	44.94	63.35	53.16	32.74*

注：“*”指标经年化。

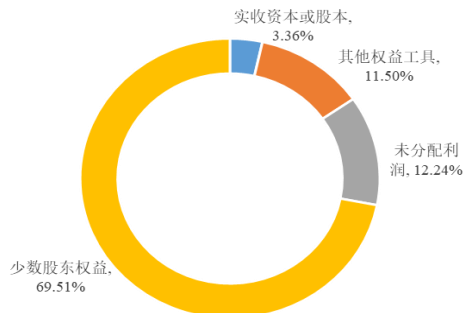
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 7：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 8：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

此外，建发股份及联发集团计划收购美凯龙股份事项仍在审批程序中。截至 2022 年末，美凯龙总资产和总负债规模分别为 1,281.11 亿元和 711.15 亿元；2022 年实现营业总收入 141.38 亿元，实现净利润 8.58 亿元，美凯龙 2022 年以来收入下滑导致盈利指标及偿债指标弱化。中诚信国际认为，美凯龙家居商场管理规模优势显著且自持物业规模可观，但目前业务经营面临一定的挑战、财务指标仍有一定优化空间，若美凯龙并表完成，公司资产和杠杆水平可能发生变化。

受地产业务拿地及支付工程款减少等因素影响，公司经营获现能力明显改善，但债务规模整体较大，公司偿债指标表现一般；凭借其较好的内部流动性、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力实现到期债务续接，并可通过良好的盈利获现能力为债务付息提供保障，整体偿债能力强。

2022 年，由于房地产业务支付地价款和工程款金额减少，公司经营活动净现金流量转为大幅净流入。同期，由于房地产业务支付合作项目往来款净额较上年同期减少，投资活动现金流净流出规模同比收窄。2022 年，公司经营获现能较好满足投资需求，债务规模扩张速度放缓，加之公司分配股利偿付利息，筹资活动现金流呈净流出态势。2023 年 1~3 月，受供应链业务季节性因素和房地产业务土地储备支出的影响，公司经营活动净现金流呈净流出态势；受房地产业务支付合作项目往来款较上年同期增加及公司本部利用闲置资金购买理财产品的影响，投资活动净现金流大幅净流出；公司资金需求较大，筹资活动现金流为大幅净流入。

2022 年，公司债务规模仍然很大，经营活动净现金流及 EBITDA 的偿债指标表现一般，但受益于经营活动现金流改善，其对利息支出形成可形成一定覆盖。良好的银企关系为公司提供了有力偿债支持。未来，虽面临复杂多变的市场环境，但公司供应链业务和房地产业务或将继续保持扩张态势，投融资需求仍较大，中诚信国际将对公司的资金铺排情况保持关注。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~3
经营活动净现金流	98.79	-2.75	151.95	-124.42
投资活动净现金流	-23.14	-143.09	-65.85	-83.11
筹资活动净现金流	151.69	485.99	-37.96	344.77

经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务	0.03	-0.04	0.04	--
经营活动净现金流/利息支出	1.35	-0.03	1.47	--
总债务/EBITDA	10.58	11.34	12.33	--
EBITDA 利息保障倍数	1.99	1.80	1.55	--
FFO/总债务	0.03	0.02	0.05	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

本部情况

公司本部收入主要为固定资产租金收入；受公司本部债务规模增加、利息费用上升的影响，2022 年经营性业务利润亏损规模同比扩大；公司利润总额全部来自于长期股权投资的投资收益，2022 年投资收益同比下降主要系 2022 年无处置长期股权投资⁵和建发地产等子公司贡献收益减少所致。

公司本部总资产主要由其他应收款和长期股权投资构成；其中，其他应收款主要为公司对非上市子公司的应收往来款；长期股权投资主要为公司持有的建发股份、厦门国际信托和厦门国际银行等子公司及联营企业的股权，当期规模保持上升态势。截至 2023 年 3 月末，本部总资产上升至 579.44 亿元。公司本部总负债主要由有息债务构成，2022 年以来，公司本部总债务规模进一步上升并带动资产负债率和总资本化比率上升。

2022 年，公司本部经营活动现金流呈大幅净流入态势，系非上市板块资金归集所致。公司本部投资活动现金流净流入规模同比上升，主要系当期净收回投资规模增大所致。公司本部债务规模呈小幅上升态势，但公司外部授信充足且本部持有一定规模的优质企业股权，可为债务偿付提供较好保障。

表 10：近年来公司本部财务情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
营业总收入	1.01	1.11	1.08	0.20
期间费用合计	2.43	4.78	6.65	1.41
经营性业务利润	-1.66	-4.03	-5.72	-1.23
投资收益	34.72	40.03	27.65	2.69
利润总额	37.03	27.72	18.23	1.46
总资产	510.91	535.60	540.08	579.44
其中：货币资金	28.51	17.85	31.70	32.50
其他应收款	115.07	122.95	103.04	130.32
长期股权投资	271.92	314.82	339.05	346.04
总负债	98.79	126.29	157.65	186.83
短期债务	32.09	32.40	3.46	51.04
长期债务	318.08	332.13	372.68	353.95
其中：其他权益工具	253.18	240.21	223.56	230.78
总债务	350.18	364.53	376.14	404.99
所有者权益	412.12	409.32	382.42	392.60
资产负债率	19.34%	23.58%	29.19%	32.24%
总资本化比率	68.78%	68.31%	70.31%	71.45%
经营活动净现金流	31.62	-5.58	25.56	-19.22
投资活动净现金流	6.92	2.06	10.81	-6.15

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

⁵ 2021 年，公司本部处置长期股权投资取得投资收益 7.04 亿元。

其他事项

或有事项方面，截至 2022 年末，公司对参股房地产企业的担保余额为 67.01 亿元；同期末，公司旗下担保公司对外担保余额为 17.73 亿元，公司子公司为商品房承购人提供担保余额合计为 1,200.06 亿元，占期末净资产的 59.92%。

截至 2022 年末公司受限资产合计为 780.48 亿元，占当期末总资产的 9.37%，主要为存货、货币资金、投资性房地产、固定资产和长期股权投资等；其中，以土地使用权为主的使用权受限的存货规模为 608.94 亿元。

截至 2022 年末，公司及下属子公司涉及的重大未决诉讼仲裁事项共 4 起，涉诉金额共计 5.61 亿元，均已采取资产保全措施或计提坏账准备，预计对公司财务无重大影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020 年~2023 年 5 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测⁶

假设

- 2023 年，预计厦门建发供应链业务规模或将保持增长态势。
- 2023 年，预计厦门建发房地产业务拿地仍较保持一定规模，债务规模或将继续上升。
- 2023 年，预计厦门建发仍将保持稳健的财务政策。
- 2023 年，若公司完成收购美凯龙股权事项后，预计资产负债结构等财务指标将发生变化。

预测

表 11：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
总资本化比率(%)	56.15	52.55	49~50
总债务/EBITDA(X)	11.34	12.33	12.3~13.3

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，厦门建发的流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成一定覆盖。

截至 2022 年末，公司未受限货币资金为 949.38 亿元；截至 2023 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 5,010.85 亿元，未使用的授信额度为 2,416.43 亿元，具备很强的财务弹性。公司债务主要由银行贷款和公开发行债券等构成，期限以长期债务为主。考虑到公司未使用授信充足，且债务

⁶ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

融资工具发行顺畅，公司仍具备很好的流动性。

公司资金流出主要用于供应链管理业务及房地产业务开展和债务的还本付息，由于公司主营业务规模扩张，近年来公司资本开支快速增加，预计未来仍将维持在一定规模。此外，2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出为 347.15 亿元。综上所述，公司未来仍面临一定的资本支出压力，但由于公司银企关系良好，公开债务发行利率处于同行业较优水平，且公司持有厦门国际银行、厦门农商银行及君龙人寿保险等企业的金融股权，同时拥有一定规模的理财产品，将为公司带来较好的投资收益，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

表 12：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

项目	一年以内到期	一年以上到期
合并口径		
银行贷款	449.29	608.01
债券融资	115.00	130.00
其中：债务融资工具-普通债券	35.00	52.00
债务融资工具-永续债券	80.00	78.00
非标融资	0	125.36
合计	679.29	993.36

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁷

中诚信国际认为，公司注重安全生产与环境保护，并积极履行作为行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司各经营主体均不属于环境保护部门公布的重点排污单位，在日常生产经营中认真执行《中华人民共和国环境保护法》等环保方面的法律法规。公司房地产开发业务面临着建设施工可能发生安全事故及对环境产生损害的问题，对此，公司精准化加强工程项目过程安全管理，持续完善大安全管理体系。

社会方面，公司设置了合理完善的员工激励机制和培养体系，人员稳定性较好；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，根据公司章程，公司设立董事会，为公司经营决策机构，董事会由 7~11 名董事组成，其中设董事长 1 名，副董事长 1~3 名，职工代表 1 名。但根据出资人厦门市国有资产管理局、厦门市财政局的批复，公司董事会成员共 9 名，董事长 1 名，董事 8 名，未设副董事长。组织架构虽与公司章程不匹配，但符合公司法相关规定。内控方面，公司与下属公司的分工明确。公司主要负责拟订和推进发展战略、制定和执行年度财务收支预决算；下属公司实行专业化经营，自主经营，自负盈亏。公司为加强企业财务管理，维护出资者的合法权益，促进资产的保值增值，根据《中华人民共和国会计法》、《企业财务通则》等有关规定，结合公司经营特点制定了《厦门建发集团有限公司财务管理制度》、《厦门建发集团有限公司内部审计工作规定》和《厦门建发集团有限公司投资管理规定》等，集团本部及所属控股企业财务活动必须统一遵循上述制

⁷中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

度，有效规范了全系统的财务管理工作，健全了企业的内部控制机制。重大投资管理方面，公司按照投资项目管理程序对公司的投资行为进行管理。董事会是公司的投资决策机构，决定公司的投资计划和投资方案；总经理办公室负责项目立项、可行性研究及可行性研究报告审查的领导工作，并组织实施公司的投资方案；集团设立投资管理部，投资管理部负责投资项目审批。重大融资管理方面，公司根据经营和发展的需要，制定年度融资计划，并根据市场情况选择合适融资品种，做好融资管理，公司及所属子公司所需的各类银行贷款和各类债券须报请董事会审批通过。在对子公司的管控上，公司实行统一授信、独立核算；严格控制各类担保。

战略方面，公司定位为中国优秀的大型实业投资集团。规划在三到五年以内，以国家“一带一路”战略和福建自贸区政策为依托，以国企混改为契机，推动各行业集团创新经营模式，提升核心竞争力，促进核心主业的可持续发展；推动加快培育与主业相关的新兴业务、提高资本运作能力和资产重组力度，推动集团资产进一步证券化，提升集团资产增值幅度；重视互联网的应用，积极探索“互联网+”的商业模式，同时制定海外发展战略，尝试或扩大海外的经营与投资业务。公司 2023 年的经营计划为力争实现营业收入 8,300 亿元。

特殊调整

公司所持有的优质股权等为流动性带来了较好的支持。

截至目前，公司持有较大规模的可供出售金融资产和长期股权投资；截至 2022 年末，公司参股的厦门航空有限公司、厦门国际银行等企业的长期股权投资规模为 93.34 亿元。优质的股权投资为公司提供了较好的流动性支持。此外，公司所持有的投资性房地产亦能带来较为丰厚的租金收入。

外部支持

厦门较好的区位优势对公司主营业务发展构成有力支撑；厦门市国资委对公司的支持意愿和支持能力均较强。

厦门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。

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。公司是厦门国资委全资企业，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。厦门市国资委对公司的支持意愿和支持能力均很强。

同行业比较

中诚信国际选取了厦门国贸控股集团有限公司、厦门象屿集团有限公司和物产中大集团股份有限公司作为厦门建发的可比公司，均为批发贸易行业第一梯队企业，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

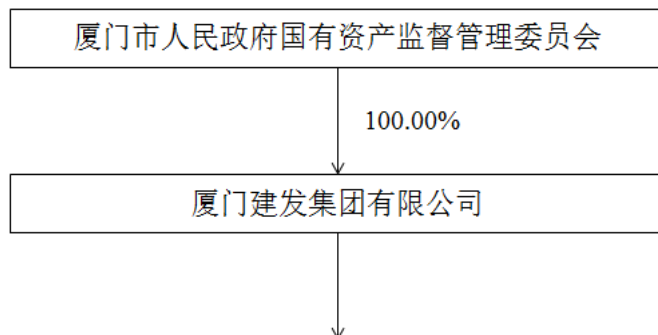
中诚信国际认为，厦门建发主要从事供应链运营和房地产两大主业，与同行业相比，厦门建发已形成大宗商品及消费品的多品类布局，深耕浆纸、农产品、钢铁等多个细分领域并拥有良好的品牌形象及稳定的供应链

网络体系；近年来公司持续国际化布局，进出口贸易规模大于其他可比企业。因为公司地产业务规模较大，其资产及盈利规模较大，且债务以长期债务为主，但其财务杠杆水平、债务规模高于行业内其他企业且存货周转率偏低，在资金管理、项目管理和风险控制能力方面对厦门建发的经营能力提出更高要求。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持厦门建发集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。维持“19 建发集 MTN001”、“20 建发集 MTN002”、“20 建发集 MTN003”、“20 建发集 MTN004”、“21 建发集 MTN001”、“21 建发集 MTN002”、“21 建发集 MTN004（权益出资）”、“21 建发集 MTN005”、“22 建发集 MTN001”、“23 建发集 MTN001”、“19 建集 01”、“20 建集 Y2”、“20 建集 Y3”、“20 建集 Y5”、“20 建集 Y7”、“20 建集 Y9”、“21 建集 Y1”、“21 建集 01”、“22 建集 01”和“23 建集 Y1”的债项信用等级为 **AAA**。

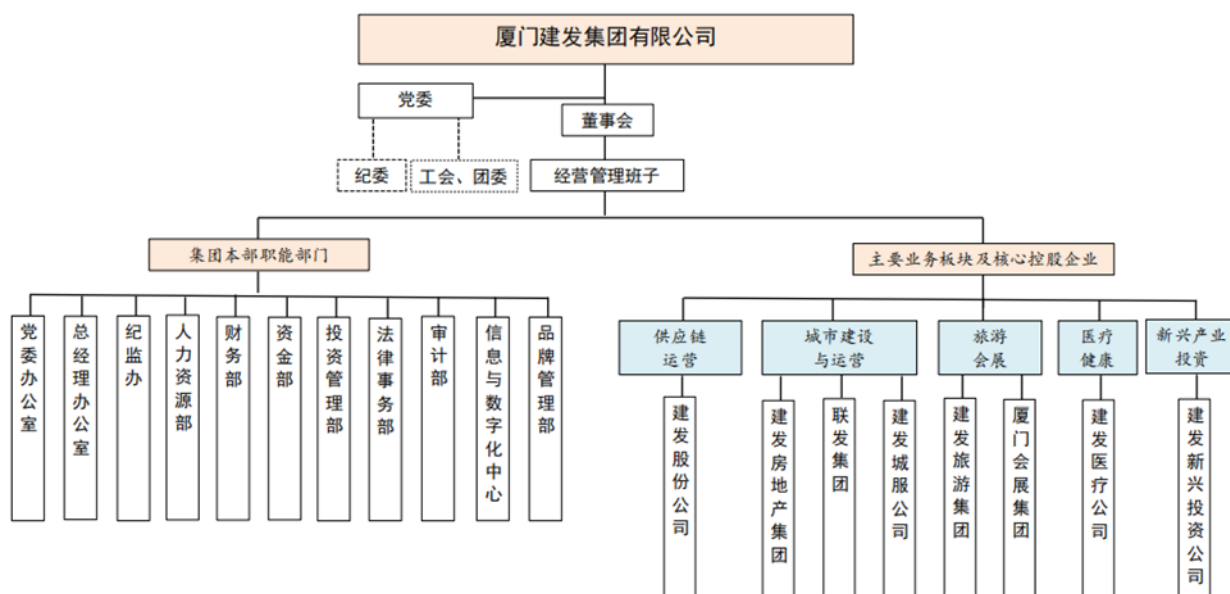
附一：厦门建发集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



序号	主要控股子公司	业务范围	实收资本（亿元）	表决权比例（%）
1	厦门建发股份有限公司	进出口贸易等	30.05	45.15
2	厦门建发旅游集团股份有限公司	酒店投资、管理	16.00	100.00
3	厦门建发会展控股有限公司	会展业务	1.50	100.00
4	厦门建发新兴产业股权投资有限责任公司	股权投资与咨询	20.00	100.00
5	厦门建发医疗健康投资有限公司	投资、管理	10.00	100.00
6	厦门建发城服发展股份有限公司	投资与资产管理	2.00	100.00
7	厦门华益工贸有限公司	商品贸易	0.07	100.00
8	武夷山大红袍山庄开发有限公司	房地产开发与经营	5.30	46.00
9	福建嘉悦投资发展有限公司	房地产开发与经营	0.10	100.00
10	上海兆御投资发展有限公司	房地产业	1.00	100.00
11	建发集团（香港）有限公司	投资和资产管理	0.01	100.00
12	厦门建发优客会网络科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	0.20	100.00
13	厦门建发金融投资有限公司	股权投资、咨询、管理	1.00	100.00
14	厦门建发文创体育投资有限公司	对第一产业、第二产业、第三产业的投資	2.00	100.00
15	厦门国际酒业运营中心有限公司	酒、饮料及茶叶类预包装食品批发及零售	0.07	100.00
16	宁夏建发实业发展有限公司	批发和零售业	0.10	100.00

建发集团组织架构图

(2023 年 5 月版)



资料来源：公司提供

附二：厦门建发集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 亿元)	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	591.54	954.82	1,027.83	1,187.42
应收账款	95.72	131.45	187.33	231.42
其他应收款	304.12	552.87	670.91	820.48
存货	2,223.45	3,480.96	3,633.85	3,916.55
长期投资	337.65	456.72	561.74	582.78
固定资产	93.20	104.54	110.69	113.51
在建工程	7.23	5.11	36.65	38.35
无形资产	21.31	21.58	23.03	23.96
资产总计	4,379.71	6,588.39	7,235.63	8,330.90
其他应付款	231.86	411.18	367.82	425.18
短期债务	356.78	526.41	572.70	988.52
长期债务	1,176.40	1,393.89	1,398.04	1,403.49
总债务	1,533.18	1,920.29	1,970.74	2,392.01
净债务	975.29	1,019.38	1,021.36	1,204.59
负债合计	3,184.44	4,848.80	5,232.74	6,323.43
所有者权益合计	1,195.27	1,739.59	2,002.89	2,007.47
利息支出	72.93	94.19	103.36	--
营业总收入	4,423.72	7,195.76	8,473.74	1,713.87
经营性业务利润	121.08	130.77	165.00	12.43
投资收益	29.80	62.33	47.00	8.49
净利润	108.01	136.80	103.78	12.14
EBIT	134.09	159.13	145.06	--
EBITDA	144.90	169.34	159.78	--
经营活动产生的现金流量净额	98.79	-2.75	151.95	-124.42
投资活动产生的现金流量净额	-23.14	-143.09	-65.85	-83.11
筹资活动产生的现金流量净额	151.69	485.99	-37.96	344.77
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	5.65	3.68	3.91	2.71
期间费用率(%)	2.28	1.73	1.74	1.97
EBIT 利润率(%)	3.03	2.21	1.71	--
总资产收益率(%)	3.06	2.90	2.10	--
流动比率(X)	1.62	1.54	1.53	1.41
速动比率(X)	0.63	0.59	0.62	0.64
存货周转率(X)	2.10	2.43	2.29	1.77*
应收账款周转率(X)	44.94	63.35	53.16	32.74*
资产负债率(%)	72.71	73.60	72.32	75.90
总资本化比率(%)	61.94	56.15	52.55	57.38
短期债务/总债务(%)	23.27	27.41	29.06	41.33
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.03	-0.04	0.04	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.11	-0.15	0.13	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	1.35	-0.03	1.47	--
总债务/EBITDA(X)	10.58	11.34	12.33	--
EBITDA/短期债务(X)	0.41	0.32	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.99	1.80	1.55	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.84	1.69	1.40	--
FFO/总债务(X)	0.03	0.02	0.05	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务，将衍生金融负债调整至短期债务，将资产支持专项计划金额由长期应付科目调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理；4、由于缺乏相关数据，一季度部分指标无法计算。

附三：厦门建发集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：亿元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	28.51	17.85	31.70	32.50
其他应收款	115.07	122.95	103.04	130.32
长期投资	290.93	324.77	343.25	350.22
固定资产	2.86	2.49	2.25	2.16
在建工程	0.09	1.33	7.00	8.23
无形资产	0.91	0.82	0.79	0.78
总资产	510.91	535.60	540.08	579.44
其他应付款	0.28	0.94	4.16	11.98
短期债务	32.09	32.40	3.46	51.04
长期债务	318.08	332.13	372.68	353.95
总债务	350.18	364.53	376.14	404.99
净债务	321.67	346.68	344.44	372.49
总负债	98.79	126.29	157.65	186.83
所有者权益合计	412.12	409.32	382.42	392.60
营业总收入	1.01	1.11	1.08	0.20
经营性业务利润	-1.66	-4.03	-5.72	-1.23
投资收益	34.72	40.03	27.65	2.69
净利润	37.03	27.72	18.23	1.46
经营活动产生现金净流量	31.62	-5.58	25.56	-19.22
投资活动产生现金净流量	6.92	2.06	10.81	-6.15
筹资活动产生现金净流量	-26.94	-7.14	-22.54	26.17
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率（%）	99.44	97.08	96.69	99.45
期间费用率（%）	240.59	429.89	617.50	700.77
总资产收益率（%）	7.86	6.38	4.80	--
流动比率（X）	4.63	4.47	16.02	2.57
资产负债率（%）	19.34	23.58	29.19	32.24
总资本化比率（%）	68.78	68.31	70.31	71.45
短期债务/总债务（%）	9.17	8.89	0.92	12.60

注：1、2023 年一季报未经审计；2、因缺乏相关数据，2023 年 1~3 月部分指标无法计算。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
资本结构	经调整的所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
经营效率	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360 天/营业收入+存货平均净额×360 天/营业成本+合同资产平均净额×360 天/营业收入-应付账款平均净额×360 天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	经营性业务利润
EBIT (息税前盈余)	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比
经调整的经营活动产生的现金流量净额	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
FFO	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
EBIT 利息保障倍数	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，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。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn