

厦门建发股份有限公司

2024 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〔2024〕4163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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持厦门建发股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 建发 MTN001”“21 建发 MTN002”“22 建发 01”“22 建发 Y3”“22 建发 Y4”“23 建发 MTN001”“23 建发 Y1”“23 建发 Y2”“24 建发 Y1”和“24 建发 Y2”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：

二〇二四年六月十三日

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。

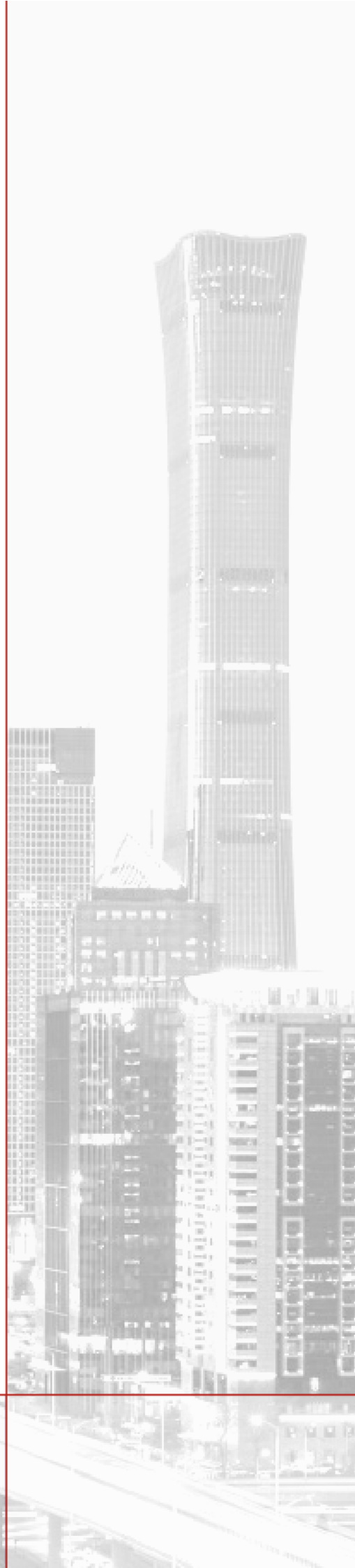
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



厦门建发股份有限公司

2024 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
厦门建发股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
21 建发 MTN001/21 建发 MTN002/22 建发 01/ 22 建发 Y3/22 建发 Y4/23 建发 MTN001/ 23 建发 Y1/23 建发 Y2/24 建发 Y1/24 建发 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/13

评级观点

厦门建发股份有限公司（以下简称“公司”）是以供应链运营、房地产与家具商场运营为主业的上市公司。跟踪期内，公司内控体系及主要管理制度无重大变化，但下属子公司众多，且 2023 年完成收购并控股红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”），管理难度相应增大。经营方面，公司供应链运营业务保持极强的竞争优势；房地产业务仍具备显著的区域品牌优势，综合开发实力极强，但公司开发及土地投资规模维持高水平，资金压力大，盈利空间收窄，且房地产市场景气度尚未回暖的情况下存量项目去化及跌价风险有待关注；美凯龙家居商场管理规模位居全国第一，但近年来业绩持续下滑，后续业绩改善情况有待关注。财务方面，公司保持很强的盈利能力；资产质量良好；权益稳定性较弱；整体债务负担较重，偿债指标良好。公司存续债券“21 建发 MTN001”“21 建发 MTN002”“22 建发 Y3”“22 建发 Y4”“23 建发 MTN001”“23 建发 Y1”“23 建发 Y2”“24 建发 Y1”和“24 建发 Y2”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上述债券不赎回的可能性小。2023 年，公司经营活动现金流入量对待偿债券余额的保障程度高。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望

未来，公司在保持其业务规模和市场地位的基础上，整体竞争力及经营状况有望得以巩固。

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，盈利能力及偿债能力大幅弱化。

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。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。
- 供应链运营业务网络覆盖地域广泛，经营品种丰富，形成了完善的运营价值链。**公司供应链运营业务上控资源、下布渠道，中间提供采购、仓储加工、物流配送等多方位服务，跟踪期内保持极强的资源整合能力；公司经营品种多样，能够有效分散风险。
- 公司房地产业务保持显著的区域品牌优势，综合开发实力极强。**公司房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、成都等高能级城市，并形成了良好的客户口碑。根据中国房地产业协会发布的《2024 房地产开发企业综合实力 TOP500 测评研究报告》，公司旗下房地产子公司建发房地产集团有限公司和联发集团有限公司分别位列第 8 名和第 23 名。

关注

- 跟踪期内，房地产业务盈利收窄，未来去化情况有待关注。**为拓展市场份额，公司房地产开发及土地投资规模维持高水平，资金压力大幅上升，受市场需求及土地成本影响，盈利空间持续收窄，存货跌价对利润侵蚀影响较大，未来去化及存货跌价风险有待关注。
- 债务负担较重。**随着主业持续发展及对外投资，公司全部债务持续增长，考虑到所有者权益中其他权益工具规模较大，公司债务负担较重。
- 所有者权益稳定性较弱。**截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益中少数股东权益占 68.57%，其他权益工具占 6.39%。
- 重大重组带来的经营及财务风险。**2023 年 6 月，公司及子公司完成对美凯龙合计 29.95% 股份的收购，但 2023 年美凯龙收入及毛利率持续下降，且 2023 年及 2024 年一季度受非经常损益影响，美凯龙出现亏损，其后续经营业绩改善情况有待关注。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 贸易企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构	2	
		偿债能力	2	
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

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

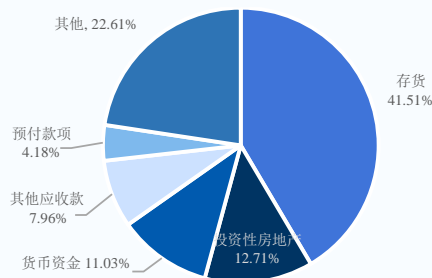
主要财务数据

合并口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	985.77	1011.92	1040.35
资产总额（亿元）	6647.54	8208.52	8918.74
所有者权益（亿元）	1653.44	2246.39	2277.64
短期债务（亿元）	532.75	695.39	1139.71
长期债务（亿元）	1029.96	1207.35	1259.49
全部债务（亿元）	1562.72	1902.74	2399.20
营业总收入（亿元）	8328.12	7636.78	1313.37
利润总额（亿元）	161.74	207.92	6.00
EBITDA（亿元）	193.03	259.92	--
经营性净现金流（亿元）	154.89	293.95	-465.15
营业利润率（%）	3.58	4.13	3.70
净资产收益率（%）	6.81	7.50	--
资产负债率（%）	75.13	72.63	74.46
全部债务资本化比率（%）	48.59	45.86	51.30
流动比率（%）	152.87	137.80	134.74
经营现金流动负债比（%）	3.95	6.43	--
现金短期债务比（倍）	1.85	1.46	0.91
EBITDA 利息倍数（倍）	2.66	3.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.10	7.32	--

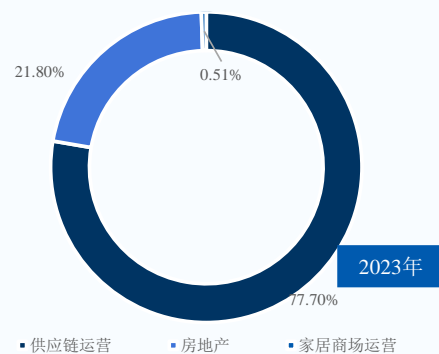
公司本部口径			
项目	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	502.75	570.99	806.31
所有者权益（亿元）	243.34	239.54	261.39
全部债务（亿元）	61.67	105.84	334.79
营业总收入（亿元）	115.92	151.75	25.02
利润总额（亿元）	46.80	18.99	7.30
资产负债率（%）	51.60	58.05	67.58
全部债务资本化比率（%）	20.22	30.64	56.16
流动比率（%）	148.56	120.93	115.91
经营现金流动负债比（%）	-22.98	25.83	--

注：1. 公司 2024 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. 合并口径其他流动负债中的有息部分已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已计入长期债务；母公司长期应付款中的有息部分已计入长期债务；4. 2022—2023 年末及 2024 年 3 月末，所有者权益中分别包含含权债券 126.89 亿元、130.59 亿元和 145.56 亿元
资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

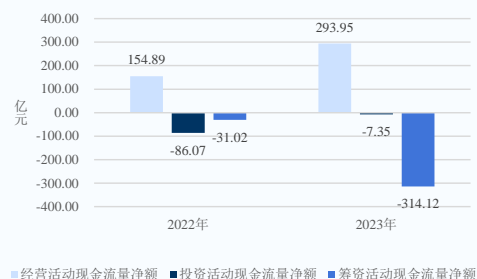
2023 年底公司资产构成



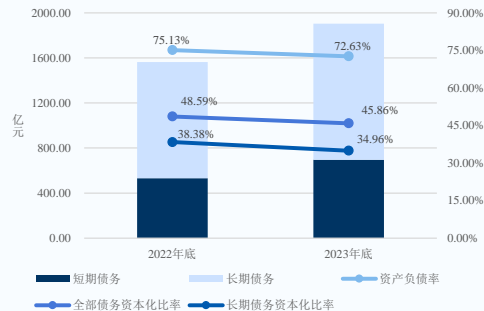
2023 年公司收入构成



2022—2023 年公司现金流情况



2022—2023 年底公司债务情况



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	特殊条款
21 建发 MTN001	15.00	15.00	2024/09/09	延期条款、赎回选择权、利息递延支付权、调整票面利率、持有人救济条款
21 建发 MTN002	10.00	10.00	2024/12/17	延期条款、赎回选择权、利息递延支付权、调整票面利率、持有人救济条款
22 建发 01	5.00	5.00	2025/01/13	交叉保护承诺
22 建发 Y3	10.00	10.00	2025/06/21	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权、交叉保护承诺、偿债保障承诺条款
22 建发 Y4	10.00	10.00	2025/08/08	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权、交叉保护承诺
23 建发 MTN001	10.00	10.00	2026/05/24	延期条款、赎回选择权、利息递延支付权、调整票面利率、持有人救济条款
23 建发 Y1	10.00	10.00	2026/08/11	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权、交叉保护承诺、偿债保障承诺条款
23 建发 Y2	10.00	10.00	2026/11/15	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权、交叉保护承诺、偿债保障承诺条款
24 建发 Y1	15.00	15.00	2027/03/06	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权、交叉保护承诺、偿债保障承诺条款
24 建发 Y2	15.00	15.00	2027/05/22	续期选择权、递延支付利息选择权、票面利率调整机制、赎回选择权、交叉保护承诺、偿债保障承诺条款

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
24 建发 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/05/11	邢霖雪 徐 璨 李思雨	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
24 建发 Y1	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/02/19	徐 璨 李思雨	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
23 建发 Y2	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/10/26	徐 璨 邢霖雪	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
23 建发 Y1	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/07/18	王 晴 徐 璨	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
23 建发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/05/06	王 晴 徐 璨	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
21 建发 MTN001 21 建发 MTN002 22 建发 01 22 建发 Y3 22 建发 Y4	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/05/18	王 晴 徐 璨	贸易企业主体信用评级方法 V4.0.202208 贸易企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
22 建发 Y4	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/06/16	邢霖雪 刘丙江	贸易企业主体信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
22 建发 Y3	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/06/06	邢霖雪 刘丙江	贸易企业主体信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
22 建发 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/12/20	郭察理 邢霖雪	贸易企业主体信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
21 建发 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/12/06	郭察理 王 晴	贸易企业主体信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
21 建发 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/09/01	郭察理 王 晴	贸易企业主体信用评级方法 V3.0.201907 贸易企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文

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

评级项目组

项目负责人：邢霖雪 xingmx@lhratings.com

项目组成员：李思雨 lisy@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、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”）关于厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”或“公司”）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。经中国证券监督管理委员会证监发字（1998）123 号文和证监发字（1998）124 号文批准，公司于 1998 年 5 月 25 日公开发行了人民币普通股（A 股）5000 万股，并于同年 6 月 16 日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”。后经多次送股、配股、增发新股和资本公积转增股本后，截至 2023 年底，公司注册资本为 30.04 亿元，总股本为 30.04 亿股，其中建发集团持股比例 45.16%，为公司第一大股东。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”）持有建发集团 100% 股权，为公司实际控制人。

公司主营业务为供应链运营、房地产业务和家居商场运营业务，按照联合资信行业分类标准划分为贸易企业。

截至 2023 年底，公司内设稽核部、证券部、运营管理部、物流管理部、信用管理部、法律事务部等部门，合并范围拥有在职员工 49752 人。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 8208.52 亿元，所有者权益 2246.39 亿元（含少数股东权益 1551.28 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 7636.78 亿元，利润总额 207.92 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 8918.74 亿元，所有者权益 2277.64 亿元（含少数股东权益 1561.84 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1313.37 亿元，利润总额 6.00 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：郑永达。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2024 年 5 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已按指定用途使用完毕；除“23 建发 Y1”“23 建发 Y2”“24 建发 Y1”和“24 建发 Y2”尚未到付息日外，其他债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至 2024 年 5 月底公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
21 建发 MTN001	15.00	15.00	2021/09/09	3+N
21 建发 MTN002	10.00	10.00	2021/12/17	3+N
22 建发 01	5.00	5.00	2022/01/13	3
22 建发 Y3	10.00	10.00	2022/06/21	3+N
22 建发 Y4	10.00	10.00	2022/08/08	3+N
23 建发 MTN001	10.00	10.00	2023/05/24	3+N
23 建发 Y1	10.00	10.00	2023/08/11	3+N
23 建发 Y2	10.00	10.00	2023/11/15	3+N
24 建发 Y1	15.00	15.00	2024/03/06	3+N
24 建发 Y2	15.00	15.00	2024/05/22	3+N

资料来源：联合资信整理

1 普通优先债券

截至 2024 年 5 月底，公司公开发行且由联合资信评级的存续普通优先债券为“22 建发 01”，合计金额 5.00 亿元，将于 2025 年到期。

2 永续债

截至 2024 年 5 月底，公司公开发行且由联合资信评级的存续永续债包括“21 建发 MTN001”“21 建发 MTN002”“22 建发 Y3”“22 建发 Y4”“23 建发 MTN001”“23 建发 Y1”“23 建发 Y2”“24 建发 Y1”和“24 建发 Y2”，合计 105.00 亿元。

其中，“22 建发 Y3”“22 建发 Y4”“23 建发 Y1”“23 建发 Y2”“24 建发 Y1”和“24 建发 Y2”基础发行期限为 3 年，在约定的基础期末及每个续期的周期末，公司有续期选择权，每次续期的周期不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。基础期限的票面利率在基础期限内固定不变，其后每个周期重置一次，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。偿付顺序方面，上述债券的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。从票面利率角度分析，上述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，公司选择赎回的可能性大。

“21 建发 MTN001”“21 建发 MTN002”“23 建发 MTN001”基础发行期限为 3 年，每个赎回日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回上述中期票据。如果公司不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始，每 3 年票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在之后的 3 个计息年度内保持不变。在偿付顺序方面，上述中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务融资工具。从票面利率角度分析，上述中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

此外，上述债券设置了递延支付利息权，除非发生强制付息事件，上述债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。强制付息事件是指，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。2021—2023 年，公司分别派发现金红利 14.32 亿元、18.04 亿元和 24.04 亿元，根据公司 2023 年度利润分配预案，公司拟于 2024 年发放现金红利 21.03 亿元。公司每年分红稳定，历史经营状况良好且未来持续盈利可能性大，递延支付利息可能性小。

综合以上分析，上述债券具有可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为上述债券在赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

（1）贸易行业

进出口贸易方面，2023 年，受全球主要经济体持续通胀和货币紧缩导致的需求放缓、全球供应链格局重塑以及主要商品价格回落影响，以人民币计价的中国货物贸易进出口总额增速放缓，当月同比增速波动较大。进出口贸易国家框架基本稳定，但欧美国家需求放缓、新兴国家对出口需求拉动有限，中国外贸压力仍存；进出口产品结构不断改善，附加值高的机电产品出口占比提升，有进出口实绩的外贸企业数量不断增加。2024 年一季度，得益于全球制造业需求恢复，中国进出口贸易增速回升。

大宗商品价格走势方面，2023 年，大宗商品价格呈窄幅震荡态势。其中，原油价格受海外货币政策紧缩、OPEC 减产等影响呈窄幅震荡；钢材价格受国内地产行业景气度下行拖累，整体呈下跌态势；煤炭价格受海外煤炭供应较充足、房地产行业低迷导致钢铁及建材行业需求不足等因素影响，震荡回落。

预计 2024 年，随着新一轮稳外贸支持政策持续发力、美国经济韧性仍存以及在新兴市场出口份额的提升，中国外贸总额增速同比有望提升。详见 [《2023 年贸易行业运行分析及 2024 年信用风险展望》](#)。

(2) 房地产行业

2023 年房地产市场波动较大，其中一季度短暂回暖复苏后于二季度再次降温；虽 7 月以来利好政策集中释放，但销售下行趋势仍未逆转，行业仍处于探底状态。受销售端未有明显起色影响，土地市场继续冷清但不同城市间仍有分化，城投兜底现象逐步退去，叠加融资端修复有限，房企资金仍承压。考虑到房地产市场供求关系已发生重大变化，2023 年以来调控政策延续宽松态势，放松政策密集发布，但市场信心修复预计仍需一定时间。完整版行业分析详见 [《2024 年房地产行业分析》](#)。

2 区域环境分析

2023 年，厦门市经济实力持续增强，为公司创造了良好的外部环境。

根据《厦门市国民经济和社会发展统计公报》，2023 年厦门市地区生产总值持续增长为 8066.49 亿元，较 2022 年增长 3.1%。

固定资产投资方面，2023 年，厦门市固定资产投资（不含农户）同比增长 0.5%。分产业看，第一产业投资下降 79.1%；第二产业投资增长 5.6%；第三产业投资下降 0.9%。房地产开发投资较 2022 年增长 33.8%。其中，住宅投资增长 40.8%，办公楼投资下降 12.0%，商业营业用房投资增长 12.3%。全市房地产房屋施工面积 3443.36 万平方米，下降 2.0%；房屋新开工面积 538.13 万平方米，下降 21.8%。

对外贸易方面，2023 年，厦门市实现外贸进出口总值 9470.44 亿元，同比增长 2.7%；出口总额 4474.48 亿元，下降 3.9%，其中锂电池、电动载人汽车、太阳能电池等“新三样”出口 454.90 亿元，同比增长 1.7 倍；进口总额 4995.95 亿元，同比增长 9.4%。2023 年，对“一带一路”国家进出口总额 4607.90 亿元，增长 1.4%；对金砖 4 国进出口总额 1092.50 亿元，增长 14.4%；对 RCEP 国家进出口总额 3156.10 亿元，与上年持平。2023 年，跨境电商进出口总额 236.70 亿元，增长 65.0%。

六、跟踪期主要变化

(一) 重大事项

2023 年 6 月，建发股份收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）29.95%的股份，并于 2023 年 8 月取得控制权后将其纳入合并报表范围。美凯龙是连锁家居卖场的龙头企业，在市场上具有较高的品牌认知度，所从事的家居商场运营业务有望与公司原有业务产生一定协同，但也相应增加了建发股份对子公司的管理难度，加之受宏观经济放缓、房地产行业周期性波动影响，美凯龙经营业绩持续下滑，并于 2023 年和 2024 年一季度出现亏损，后续经营业绩改善情况有待关注。

2023 年，建发股份与子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”）以现金形式收购美凯龙 29.95%的股份（其中建发股份受让美凯龙 23.95%的股份、联发集团受让美凯龙 6.00%的股份），每股价格定为 4.82 元，交易对价合计为 628644.8542 万元。2023 年 6 月 1 日，建发股份与联发集团收到中国证券登记结算有限责任公司出具的《过户登记确认书》，美凯龙 23.95%和 6.00%股份已分别过户至公司和联发集团名下。2023 年 8 月 15 日，美凯龙召开 2023 年第三次临时股东大会和第五届董事会第一次临时会议，完成董事会换届选举，公司取得美凯龙的控制权，美凯龙及其控股子公司纳入公司合并报表范围。

美凯龙是连锁家居卖场的龙头企业，在市场上具有较高的品牌认知度，通过导入美凯龙的品牌资源，为建发股份发展 B 端消费品供应链运营业务提供了一定基础；此外，家装与房地产开发业务或能形成一定协同。但近年来受宏观经济增速放缓、房地产行业周期性波动影响，家居装饰及家具零售行业的需求减弱，从而给美凯龙的经营业绩带来一定的负面影响。2021—2023 年，美凯龙营业收入持续下降，2023 年为 115.15 亿元；利润总额持续下降，2023 年出现亏损，为 -22.73 亿元，主要系美凯龙计提资产减值准备和信用减值准备、下调投资性房地产公允价值、停止部分回报率不及预期的项目产生营业外支出叠加所致，后续经营业绩改善情况有待关注。

截至 2023 年底，美凯龙资产总额 1210.61 亿元，所有者权益 528.22 亿元，负债总额 682.39 亿元，全部债务 384.16 亿元。美凯龙纳入建发股份合并范围后，建发股份负债规模进一步增加。同时，由于美凯龙资产及经营规模较大，建发股份管理难度相应增加。

(二) 基础素质

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化，注册资本因公司回购注销部分限制性股票有所下降。竞争实力方面，公司供应链运营业务涉及品种丰富，业务网络覆盖地域广，形成了完善的运营价值链，具备全球化的品牌影响力；房地产业务具备显著的区域品牌优势；家居商场管理规模位居全国第一。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化；由于公司回购注销部分限制性股票，注册资本有所下降，2024年3月末，公司注册资本为30.04亿元。

跟踪期内，公司新增家具商场运营业务，其供应链运营、房地产和家具商场运营业务具有极强的竞争优势。

（1）供应链运营

业务布局方面，通过合作优质龙头企业，公司不断加快全球的扩张步伐，目前已与超过170个国家和地区建立了业务关系，在浆纸、农产品、钢铁、矿产品、轻纺、汽车、酒类等业务领域拥有了良好的品牌影响力。通过实施全球化、多品类的发展战略，公司能够满足制造业企业多元化的商品采购需求，有利于增强客户黏性；同时公司不断提升业务规模，通过规模效应助力客户降本增效、分享增值收益，从而实现规模和效益的良性循环。另一方面，全球化、多品类的业务布局，能够提升公司业务发展的抗风险能力和增长速度，有利于平滑周期性，避免单一市场、单一产业链、单一品种占比过高带来的系统性风险。

上下游渠道及资源整合方面，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，已逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。

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，2023年新引入海外物流供应商13家，在30多个国家及地区实现物流业务覆盖，合作仓储网点超4700个，其中海外合作仓储网点164个，覆盖亚洲、欧洲、非洲、北美洲、南美洲。

工贸结合方面，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”（C&D NEWIN），股票代码：00731.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。此外，公司参股四川永丰浆纸股份有限公司（以下简称“永丰浆纸”，持股比例40%），该公司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。公司通过子公司阳谷建发铜业有限公司（公司持股87%）托管经营，拥有40万吨阴极铜年产能的阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“祥光铜业”）。

2023年，公司位居《财富》“中国上市公司500强”第11位、《福布斯》“全球企业2000强”第640位；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

公司房地产业务由其下属控股子公司联发集团（截至2023年底公司持股95.00%）和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”，截至2023年底公司持股54.65%）运营，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、成都等高能级城市，形成了良好的客户口碑。根据中国房地产业协会发布的《2024房地产开发企业综合实力TOP500测评研究报告》，公司旗下房地产子公司建发房地产和联发集团分别位列第8名和第23名。

（3）家居商场运营业务

公司家具商场运营业务控股子公司美凯龙运营。截至2023年底，美凯龙经营87家自营商场（超八成的自营商场分布于国内一、二线城市的优质地段，部分商场物业为公司自持），273家委管商场，8家战略合作商场，46个特许经营家居建材项目，共包括448家家居建材店/产业街，覆盖中国30个省、直辖市、自治区的215个城市，商场总经营面积2172.47万平方米，家居商场管理规模为国内最大。

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企业基本信用信息报告（机构信用代码：91350200260130346B），截至2024年4月8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，主要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2024年6月11日，联合资信未发现公司存在重大税收违法失信案件信息，未发现公司存在证券期货市场失信记录，未发现公司存在行政处罚信息、列入经营异常名录信息、列入严重违法失信名单（黑名单）信息，未发现公司存在严重失信信息；公司本部存在1则被执行信息，立案时间为2005年11月22日，执行标的为652692.00元，终本日期为2006年05月19日。

（三）管理水平

跟踪期内，公司治理结构、主要管理制度及高级管理人员等方面未发生重大变化。2024年，公司制定了《印章管理规定》，对印章的刻制、使用、日常管理等方面进行制度规定。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2023年，公司新增家居商场运营业务，营业总收入有所下降，综合毛利率有所提升。

公司传统业务组合包括供应链运营业务和房地产业务，2023年收购美凯龙后新增家居商场运营业务。2023年，公司实现营业总收入7636.78亿元，同比下降8.30%。分板块来看，供应链运营业务仍为公司收入主要来源，2023年供应链运营业务收入为5933.66亿元，同比下降14.79%，主要系受大宗商品价格剧烈波动以及收缩低效业务影响所致；房地产业务方面，随着销售结算规模增加，2023年房地产业务收入1664.50亿元，同比增长21.94%；家居商场运营业务方面，美凯龙纳入公司合并后，2023年9—12月，实现收入38.61亿元。

毛利率方面，2023年，公司综合毛利率有所增长。分板块看，2023年，公司供应链业务毛利率有所提升，但持续处于低水平；公司房地产业务毛利率持续下降，主要系受市场需求及土地成本影响，盈利空间持续收窄；2023年9—12月，公司家居商场运营业务毛利率处于较高水平。

2024年1—3月，公司实现营业总收入1313.37亿元，同比下降21.57%，主要系供应链业务收入下降所致；综合毛利率为3.95%，较上年同期增加1.54个百分点，主要系供应链业务毛利率上升以及家居商场运营毛利率较高所致。

图表2·2022—2023年及2024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	2022年			2023年			2024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
供应链运营	6963.19	83.61%	1.68%	5933.66	77.70%	2.04%	1226.35	93.37%	2.42%
房地产	1364.93	16.39%	14.64%	1664.50	21.80%	11.51%	65.91	5.02%	14.55%
家居商场运营	--	--	--	38.61	0.51%	52.70%	21.12	1.61%	59.54%
合计	8328.12	100.00%	3.80%	7636.78	100.00%	4.36%	1313.37	100.00%	3.95%

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：联合资信根据公司提供资料整理

（1）供应链运营

公司供应链运营业务以境内业务为主，境外业务比重持续上升，核心贸易品种为冶金原材料和农林产品，上下游集中度较低，对公司资金占用规模可控。2023年，受大宗商品价格剧烈波动以及收缩低效业务影响，公司供应链业务收入有所下降，毛利率有所增长但处于低水平。考虑到公司主要贸易产品价格跟随大宗商品价格变化呈现持续波动，进而对公司业务利润产生直接影响，因此对公司风控能力提出更高要求。此外，供应链业务未来尚需投资规模大。

跟踪期内，公司供应链业务主要品种、业务模式和结算方式未发生重大变化。

公司供应链各主要业务主要由下属相关子公司运营，但出于营销的需要，建发股份本部也经营钢材、矿产品、化工等领域的贸易业务。2023年，公司供应链板块的主要经营主体未发生变化，大部分经营主体净利润同比均有不同程度下降，主要系受大宗商品价格剧烈波动和销售量降低所致。

跟踪期内，公司供应链业务模式未发生重大变化，公司供应链运营以境内业务为主，境外业务为辅，随着公司持续支持各经营单位拓展境外业务，增设境外平台公司，公司境外供应链运营业务金额及占比呈现稳步增长趋势（2023年境外业务收入1484.66亿元，占25.02%），供应链运营业务境内外销售毛利率变动趋势一致。

跟踪期内，公司供应链经营的产品未发生重大变化，主要包括冶金原材料及林产品两个核心产品，以及农产品、化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等。其中冶金原材料主要包括矿产品、钢铁等金属材料，农林产品主要为纸浆类产品。2023年，公司主要贸易品种收入及销售量有所下降，主要是公司退出部分低毛利率产品所致。

图表3·2022—2023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	2022年			2023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
冶金原材料	3634.00	13722.03	1.60%	3148.03	12017.61	2.31%
农林产品	1935.13	4598.42	2.25%	1772.51	4193.63	1.17%

其他产品	1394.06	不适用	1.09%	1013.12	不适用	2.70%
合计	6963.19	/	1.68%	5933.66	/	2.04%

注：其他产品包括农产品、化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等产品及物流收入；其他产品毛利率为倒推得出
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

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。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低，不存在依赖某一单一供应商或单一客户的情况。

图表 4• 2023 年公司供应链业务主要产品前五大供应商及客户情况（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	138.08	4.49%	客户一	62.51	1.99%
供应商二	110.25	3.59%	客户二	50.93	1.62%
供应商三	92.02	2.99%	客户三	47.47	1.51%
供应商四	86.72	2.82%	客户四	29.54	0.94%
供应商五	82.21	2.67%	客户五	27.01	0.86%
合计	509.28	16.56%	合计	217.46	6.91%

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	127.74	7.29%	客户一	152.35	8.59%
供应商二	119.90	6.84%	客户二	98.85	5.58%
供应商三	114.02	6.51%	客户三	61.69	3.48%
供应商四	59.27	3.38%	客户四	49.21	2.78%
供应商五	28.51	1.63%	客户五	39.80	2.25%
合计	449.44	25.66%	合计	401.91	22.67%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司风险管控方面未发生重大变化。

截至 2023 年底，公司供应链运营业务板块已审议的主要投资项目包括拟作为重整投资人参与祥光铜业重整投资以及下属子公司投建“多金属复杂金银矿回收技术升级搬迁扩建项目”等，合计尚需投入资金 63.54 亿元，规模较大。

（2）房地产业务

2023 年，公司房地产业务销售金额和销售面积持续增长，但受市场需求及土地成本影响，盈利空间持续收窄，加之拓展市场份额，地产业务开发及土地投资规模维持高水平，资金压力大，考虑到房地产行业景气度尚未恢复，公司地产存货去化及跌价风险有待关注。

公司房地产业务主要由建发房地产和联发集团经营，涉及住宅、写字楼、品牌酒店、会议场馆、大型购物商场以及各种类型的公共建筑，同时涵盖城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、工程与设计服务、关联产业投资等业务。公司地产业务主要布局海西、长三角、长江中游、粤港澳大湾区等核心城市群，包括厦门、上海、杭州、苏州、无锡、武汉、长沙、成都等一二线城市和漳州、莆田等公司在当地具备品牌优势的三线城市。

图表 5• 2023 年公司房地产业务主要经营子公司情况（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	营业收入同比	营业利润	营业利润同比	净利润	净利润同比
建发房地产	54.65%	4610.60	1132.38	1386.88	29.71%	94.99	-1.61%	70.45	1.66%
联发集团	95.00%	1190.27	305.07	288.23	-8.44%	-16.42	不适用	1.08	-44.93%

注：2023 年，联发集团营业利润出现亏损，主要系计提资产减值损失所致，净利润为 1.08 亿元，主要系联发集团确认美凯龙重组收益所致
 资料来源：联合资信根据公司年报整理

土地储备方面，为拓展市场份额，公司保持大规模土地投资，2023 年，公司全口径拿地金额约为 1320.28 亿元，同比上涨 28.15%，资金大。2023 年，公司通过招拍挂、收并购等方式获取土地 91 宗，其中一、二线城市拿地金额占比超 90%，重点在上海、厦门、杭州、北京、苏州等城市。截至 2023 年末，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 73.57%，较上年末提高 5.48 个百分点。

开发方面，2023 年，受开发节奏及房地产行业景气度下行等因素影响，公司权益口径新开工面积持续下降，但房屋竣工面积呈增长趋势。截至 2024 年 3 月底，建发房地产在建项目总投资规模为 4895.96 亿元（并表项目按 100% 列示，非并表项目按股比列示），已投资规

模为 3739.35 亿元，联发集团在建项目总投资规模为 900.56 亿元（并表项目按 100% 列示，非并表项目按股比列示），已投资规模为 709.51 亿元，公司在建项目尚需投资规模大。

销售方面，2023 年，公司房地产业务板块合同销售金额（全口径）和账面结转收入均有所增长，公司在一、二线城市的权益销售金额占比在 80% 左右，高于土地储备（未售口径）货值占比。受房地产市场供需关系调整及土地成本上升等因素影响，毛利率持续下降，但回款比例有所提升。

联合资信关注到，公司房地产存货中仍有一定规模的三线及以下城市项目，且开发成本较高；此外，联发集团位于鄂州的联发·红莲半岛项目存在因政府原因导致长时间无法开工建设、自然资源主管部门拟协议有偿收回土地的情形，2023 年 12 月，联发集团武汉投资建设有限公司向华容区人民政府提交请示，请示华容区政府加快推进 6 宗地块有偿收回，规避土地闲置风险，同时建议组织召开专题会议研究土地出让价款及补偿资金占用损失化解方式，截至 2024 年 4 月底，华容区政府已收函，尚在履行相关流程。2021—2023 年，公司房地产业务分别计提存货跌价准备 12.78 亿元、48.39 亿元和 29.31 亿元，规模较大，如未来公司项目去化不及预期，导致计提的存货跌价准备进一步增加，将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产市场行情，考虑到土地和项目建设成本上升以及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。

图表 6 • 2022—2023 年公司房地产经营情况

类别	2022 年		2023 年	
	建发房地产	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）	701.55	77.64	657.76	55.49
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	495.98	283.19	1015.49	242.31
合同销售金额（全口径）（亿元）	1781.99	315.26	1888.75	403.45
权益销售金额（亿元）	1266.26	194.58	1379.56	180.33
合同销售面积（全口径）（万平方米）	839.48	170.85	898.79	157.31
权益销售面积（万平方米）	628.67	111.54	666.43	90.76
平均销售价格（万元/平方米）	2.12	1.85	2.10	2.56
账面结转收入（亿元）	976.04	278.63	1308.17	262.24
账面结转面积（万平方米）	472.46	174.28	852.25	195.79
期末土地储备面积（全口径）（万平方米）	1673.85	688.36	1551.52	681.15
期末土地储备面积（权益口径）（万平方米）	1285.27	503.85	1205.08	513.12
权益口径新增土地投资（拿地金额）（亿元）	579.89	78.02	850.80	104.51

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，但不包含公司开发的一级土地；公司 2023 年仅披露了建发国际投资集团有限公司（股票代码：1908.HK，简称为建发国际）的相关数据，建发国际系建发房地产控股子公司，建发房产旗下房地产开发业务主要由建发国际负责运营
资料来源：联合资信根据公司年报整理

跟踪期内，公司城市更新改造（土地一级开发）业务模式未发生重大变化。公司城市旧村改造更新业务主要为后埔-枋湖旧村改造项目 and 钟宅畲族社区旧村改造项目。截至 2023 年末，公司的土地一级开发业务尚余土地面积 4.22 万平方米，对应的规划计容建筑面积为 13.10 万平方米，较上年底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。城市更新改造业务对收入和利润形成贡献，但开发进度的不确定性相对较高且对资金占用较大。

（3）家居商场运营业务

受总体经济环境波动影响，美凯龙商场出租率阶段性下滑，加之稳商留商优惠政策增加，房地产相关行业复苏缓慢导致委管业务及建造施工相关业务新增项目减少，存量项目推进放缓，美凯龙营业收入及毛利率持续下降，2023 年受计提减值影响出现亏损，2024 年一季度因公允价值变动损失持续亏损，后续经营业绩改善情况有待关注。

美凯龙是家居装饰及家具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、委管商场等，为合作商户、合作方提供场地租赁管理、市场营销等综合服务，并收取场地租金及相关服务收入。美凯龙的合作商户或合作方均系国内知名的家居装饰及家具品牌商或经销商，该类商户通过入驻美凯龙线下商场，向消费者展示、销售商品或服务。因此，区别于生产制造型企业，美凯龙为客户提供的系商场运营服务，其客户为家居装饰及家具领域的合作商户或合作方。

自营模式下，美凯龙在一线和二线城市通过自建、购买或者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。从区域分布数量来看，公司自有店主要集中于华东、西部、东北、华北等城市能级较高的地区，公司租赁商场主要集中于华东和华北地区。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具商场；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。公司经营的委管商场主要分布在华东（包括苏州、南京、杭州、宁波、绍兴、无锡、合肥、青岛、烟台等城市，不含上海）、西部（包括成都、贵阳、德阳、绵阳等城市，不含重庆）、华中（包括武汉、长沙、株洲、开封等城市）和华北（包括石家庄、保定、秦皇岛、廊坊等城市，不含北京、天津），城市能级相对自营模式而言较低。出租率方面，截至 2023 年末，自营商场平均出租率 82.8%，委管商场平均出租率 85.7%。

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。

此外，美凯龙拥有线上运营主体上海安家网络科技有限公司（以下简称“安家科技”），其主要负责在网络平台上将美凯龙的线下商场业务升级为线上数字化的卖场。其具体业务模式为：公司通过天猫、京东、微信公众号、微信小程序等第三方平台或自有 APP 向客户展示商品或服务信息，客户通过第三方平台或公司自有 APP 下单后，公司或公司指定的供应商通过合作的物流商将商品配送至客户，公司对于交易的商品承担退、换货等售后责任，或者由公司或公司指定的供应商为客户提供服务。客户通过线上平台下单并线上支付后，货款进入公司控股子公司的相关账户，公司控股子公司直接向客户开具增值税发票。安家科技指导、扶持、协助相关商户的产品展示、陈列等线上运营服务，并根据交易商品金额的一定比例向合作商户收取服务费。

美凯龙收入主要来自家居商业服务业，辅以建造施工及设计服务业和家装相关服务及商品销售业，2023 年，美凯龙收入为 115.15 亿元，同比下降 18.55%，主要系受总体经济环境波动影响，商场出租率阶段性下滑，公司为了支持商户持续经营，稳商留商优惠增加，而房地产相关行业复苏缓慢导致委管业务及建造施工相关业务新增项目减少，存量项目推进放缓所致。美凯龙利润主要来自经营性业务，毛利率较高但持续下降，2023 年为 56.74%。2023 年，由于美凯龙计提资产减值损失（共计 10.36 亿元，主要是其合同资产中建筑施工及服务以及项目前期品牌咨询委托管理费服务产生的坏账准备，和其他非流动资产中土地整理相关收益权产生的减值准备）和信用减值损失（8.40 亿元，主要包括应收账款坏账损失和委托贷款及资金拆借资产减值损失）、下调投资性房地产公允价值（8.42 亿元）、停止部分回报率不及预期的项目产生营业外支出，以上四项合计金额为 31.61 亿元，美凯龙出现亏损，需关注后续经营及盈利改善情况。

此外，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 2023 年底，尚需投资金额合计 55.29 亿元，未来或面临一定的资本支出压力。

2024 年一季度，美凯龙实现营业收入 21.12 亿元，同比下降 19.30%；由于美凯龙计提公允价值变动损失（3.24 亿元）和信用减值损失（0.67 亿元），利润总额为-3.59 亿元。

2 未来发展

公司发展战略清晰，目标实现稳定的效益增长。

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，强化科技、金融双赋能和投资、物流双支持，推进重大风险管控体系建设，提升供应链服务价值，创造差异化竞争优势，实现规模和效益稳步增长。

房地产业务方面，公司计划持续关注核心城市及潜力板块，通过丰富产品线 and 标准化生产以扩大规模，同时，利用多种方式获取土地项目，包括招拍挂和合作等。此外，公司将加强轻资产业务，优化物业管理、商业运营等板块，并推进信息技术在业务中的应用。

家居商场运营业务方面，美凯龙将继续以自营和轻资产模式扩展市场，并推动商场网络建设。公司将加强家装品牌的市场定位和平台化转型，同时探索新零售渠道和数字化运营，以及持续优化财务结构以降低融资成本。

（五）财务方面

公司提供了 2023 年财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对该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 2024 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至 2023 年底，公司合并范围子较 2022 年底新增 430 家，减少 40 家；截至 2024 年 3 月底，公司合并范围子公司合计 1507 家，较 2023 年底新增 23 家，减少 12 家。由于美凯龙纳入公司合并范围，对财务数据可比性有一定影响。

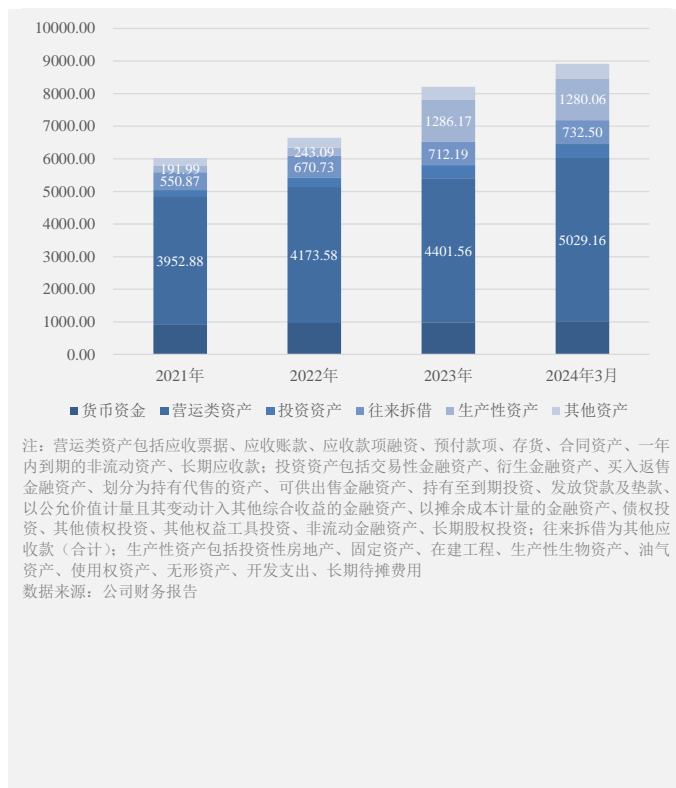
1 主要财务数据变化

跟踪期内，随着供应链运营和房地产业务持续扩展以及美凯龙纳入合并范围，公司资产规模快速增长。公司资产中房地产业务形成的存货和往来款占比较高，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较高且采用公允价值计量，可能对资产价值和收益带来不确定性。

随着在供应链运营和房地产业务的持续扩展以及对外并购，公司资产规模持续增长。截至 2023 年底，公司合并资产总额为 8208.52 亿元，较上年底增长显著，主要系美凯龙纳入公司合并范围所致，其中，流动资产占 76.72%。公司资产主要包括由供应链运营业务和房地产业务形成的营运类资产、房地产业务产生的往来款以及家居商场运营业务和房地产业务形成的生产性资产（投资性房地产）。2023 年末，公司存货余额随房地产业务规模增长而逐年上升，主要由房地产业务的开发成本和开发产品构成，二者合计占各期末存货余额的比例均超过 91%；公司房地产业务部分项目拿地溢价较高，在房地产市场景气度低位运行背景下，公司持续计提大规模存货减值，未来或仍存在一定存货跌价风险。应收账款受房地产土地一级开发业务于年末确认收入、供应链运营业务深入拓展产业链上下游大型终端客户并给予其适当信用额度等因素影响持续增长，账龄主要集中在 1 年以内；应收账款坏账准备计提比例波动增长，且高于行业平均值。预付款项主要包括供应链运营业务预付上游供应商采购款和房地产业务的预付土地款项等，公司预付款项前五大供应商主要是各地政府土地出让相关单位及大宗商品供应商，账龄基本集中在 1 年以内。其他应收款主要为公司以合作开发模式开展房地产业务形成的与合作方的经营往来款、与房地产联营企业的经营往来款，账龄及坏账准备计提比例有所增长，存在一定回收风险。由于美凯龙主要资产为用于出租的家居商场，2023 年美凯龙纳入公司合并范围后，公司投资性房地产规模大幅增长，美凯龙投资性房地产采用公允价值模式后续计量（2023 年建发股份计提投资性房地产公允价值变动损失 6.27 亿元），且投资性房地产受限比例很高，易受市场波动和政策变化等因素影响，可能对资产价值和收益带来不确定性。公司长期股权投资主要为房地产业务对联营企业投资，2023 年与供应链业务相关的长期股权投资收益表现尚可，但房地产联营项目长期股权投资收益存在部分亏损。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 8918.74 亿元，较上年底增长 8.65%，主要系存货增加所致。其中，流动资产占 78.55%，非流动资产占 21.45%，资产结构较上年底变化不大。

图表7· 公司各类资产变化情况



图表8· 2023年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占相应资产比例	受限原因
货币资金	123.86	12.59%	银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、贷款保证金、工程监管户资金等
应收票据	0.02	10.47%	已背书但尚未到期的商业承兑汇票
应收款项融资	0.10	2.31%	质押开具应付票据
应收账款	11.82	5.65%	质押借款、未终止确认的应收账款资产证券化
存货	535.13	14.46%	抵押借款、期货交易质押
其他流动资产	0.23	0.11%	存出担保保证金
债权投资	0.73	99.79%	大额存单质押借款
长期股权投资	1.71	0.48%	质押借款
投资性房地产	920.97	81.24%	借款、CMBS、融资租赁、债券抵押
固定资产	30.21	36.44%	抵押借款
无形资产	1.85	10.61%	抵押借款
其他权益工具投资	5.04	28.68%	质押借款
合计	1631.67	19.88%	--

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。

随着利润累积、房地产业务拓展带动少数股东权益增加、公司发行永续债以及美凯龙纳入合并范围，公司所有者权益持续增长。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 2277.64 亿元，其中，归属于母公司所有者权益占比为 31.43%，少数股东权益占比为 68.57%。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所有者权益的比例为 1.32%、2.07%、6.39%和 20.99%。所有者权益结构稳定性较弱。

跟踪期内，公司负债规模持续增长，整体债务负担较重。

随着房地产业务规模扩大，公司合同负债及应付往来款持续上升，加之各类融资规模加大，推动负债规模大幅增长，美凯龙纳入合并范围后，公司负债规模进一步增加，整体债务负担较重。截至 2023 年底，公司全部债务为 1902.74 亿元，占同期末负债总额的 31.91%，其中银行借款约占 47%、发行债券约占 27%、非标融资约占 6%；2023 年综合融资成本约为 4.78%。债务期限结构方面，短期债务占 36.55%。2021—2023 年末，公司负债以流动负债为主，公司流动负债中合同负债占比均超过 50%，截至 2023 年底为 2369.58 亿元，主要为预收售房款（占 89.34%）和预收商品款（占 9.80%）。公司短期借款主要信用借款（占 48.83%）、贸易借款（占 18.73%）、保证借款（占 16.41%）和抵押借款（占 12.50%）构成；长期借款主要由保证借款（占 43.92%）和抵押借款（占 32.78%）构成，抵押借款的抵押物为固定资产、无形资产、存货和投资性房地产。从债务指标来看，2021—2023 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降。如将永续债调入长期债务，截至 2023 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.22%、49.01% 和 38.74%，债务负担较重。

截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 2399.20 亿元，较上年底增长 26.09%，主要系短期借款增加所致。从债务指标来看，截至 2024 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.46%、51.30% 和 35.61%，较上年底分别提高 1.83 个百分点、提高 5.44 个百分点和提高 0.65 个百分点。

2023 年，公司营业收入有所下降，受发生一次性重组收益影响，公司利润总额同比大幅增长；剔除重组收益后，利润总额有所下降。公司持续计提大规模资产减值损失和信用减值损失，非经常性损益对公司利润影响较大，但公司核心业务仍具备很强的盈利能力。

2023 年，公司实现营业总收入 7636.78 亿元，同比下降 8.30%；由于公司完成美凯龙控制权收购并将其纳入公司合并范围，产生重组收益 96.19 亿元（计入营业外收入），公司利润总额同比大幅增长。若剔除上述重组收益，2023 年公司利润总额同比有所下降，主要系当期房地产业务毛利率降低、房地产联营项目长期股权投资收益阶段性减少、股份支付核算导致的期间费用阶段性增加，以及投资性房地产公允价值下跌所致。此外，公司持续计提大规模资产减值损失和信用减值损失，非经常性损益对公司利润侵蚀影响较大。

盈利指标方面，2023 年，公司总资产收益率和净资产收益率分别为 5.01%、7.50%，同比分别提高 0.77 个百分点、提高 0.69 个百分点。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 1313.37 亿元，同比下降 21.57%，主要系供应链业务收入下降所致；实现利润总额 6.00 亿元，同比下降 42.66%，主要系美凯龙利润下降所致。

2023 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，投资活动现金净流出有所收窄，考虑到公司未来主业仍需较大规模投资，公司对外融资需求大。

公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，2023 年同比增长主要使用票据结算的采购业务增加所致。公司投资活动产生的现金净流出有所收窄，主要系房地产业务支付合作项目往来款净额持续减少，以及支付联营企业投资款较上年同期减少所致。筹资活动方面，2023 年筹资活动现金净流出同比增长，主要系公司偿还债务金额增加，以及偿还合作方往来款增加所致。考虑到公司供应链运营业务、房地产业务和家居商场运营业务未来仍需较大规模投资，公司对外融资需求大。

图表 9 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
经营活动现金流入小计	10135.23	9301.61
经营活动现金流出小计	9980.34	9007.66
经营现金流量净额	154.89	293.95
投资活动现金流入小计	477.26	615.56
投资活动现金流出小计	563.33	622.91
投资活动现金流量净额	-86.07	-7.35
筹资活动前现金流量净额	68.83	286.60
筹资活动现金流入小计	2650.41	2333.66
筹资活动现金流出小计	2681.42	2647.78
筹资活动现金流量净额	-31.02	-314.12
现金收入比	112.76%	105.87%
现金及现金等价物净增加额	38.30	-28.22

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 10 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率（%）	152.87	137.80
	速动比率（%）	60.65	56.80
	经营现金/流动负债（%）	3.95	6.43
	经营现金/短期债务（倍）	0.29	0.42
	现金类资产/短期债务（倍）	1.85	1.46
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	193.03	259.92
	全部债务/EBITDA（倍）	8.10	7.32
	经营现金/全部债务（倍）	0.10	0.15
	EBITDA/利息支出（倍）	2.66	3.14
	经营现金/利息支出（倍）	2.14	3.55

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

从偿债指标看，跟踪期内，受美凯龙纳入合并范围影响，公司流动比率和速动比率有所下降，公司流动资产对流动负债的保障程度尚可，现金类资产对短期债务的保障程度高；EBITDA 对利息的覆盖程度较高，对全部债务的覆盖程度一般。

未决诉讼方面，公司作为原告提起诉讼的事项主要系买卖合同纠纷、代理合同纠纷等案件，截至 2023 年底，未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 8.53 亿元，公司对相关纠纷涉及的最大损失已在应收款项坏账准备预估了相应损失；公司及下属子公司作为被告产生的预计负债为 0.17 亿元。

对外担保方面，截至 2024 年 3 月底，下属子公司厦门金原融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为 20.04 亿元。除担保业务外，截至 2024 年 3 月底，公司对外提供担保 55.31 亿元，其中公司本部对参股公司厦门同顺供应链管理有限公司提供担保 3.09 亿元，子公司联发集团和建发房地产对合作房地产项目公司提供担保 50.85 亿元，单笔最高金额为 5.67 亿元。此外，公司为商品房承购人向银行提供阶段性抵押贷款担保 995.66 亿元，其中联发集团为 236.44 亿元，建发房地产为 759.22 亿元。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司获得银行授信总额 4333.20 亿元，尚未使用额度 1918.51 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。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产以货币资金、关联方往来款和长期股权投资为主，货币资金较为充足，权益结构稳定性尚可，债务负担可控；公司本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益。

公司本部资产以货币资金、关联方往来款和长期股权投资为主，货币资金较为充足，长期股权投资主要为公司持有的下属各供应链子公司、建发房地产、联发集团和美凯龙等子公司及联营企业的股权。截至 2024 年 3 月底，本部权益结构稳定性尚可；本部有息债务较上年底增长 216.31%，主要系短期借款季节性增加和发行超短期融资债券所致；本部资产负债率为 67.58%，较 2023 年底增加 9.53 个百分点，本部全部债务资本化比率 56.16%，较 2023 年底增加 25.51 个百分点，债务负担可控。

公司本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益。2023 年，公司本部投资收益为 16.33 亿元，较 2022 年大幅下降，主要系成本法核算的长期股权投资收益下降所致。受公司本部与关联方的资金往来影响，公司本部经营活动现金流呈波动态势。2023 年，公司本部投资活动现金持续净流出 72.36 亿元，主要系现金收购美凯龙股权所致，投资活动产生的现金流量净额中收回投资收到的现金 48.43 亿元，取得投资收益收到的现金 14.92 亿元。2023 年，筹资活动产生的现金流量净额持续下降。

（六）ESG 方面

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，目前公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，2023年，公司环保总投入3789万元，公司下属100%生产型企业通过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；下属生产型企业均达成年度单位产品耗水量目标；此外，公司积极开展绿色循环经济业务，公司回收废钢资源不低于45万吨、废铝资源不低于3.5万吨，回收利用的废纸不低于35万吨；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2023年度纳税信用A级纳税人；注重员工安全及公平雇佣，2023年末女性员工占比61.98%；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；2023年安全生产投入436万元，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。

治理方面，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，获评第五届新财富“最佳ESG实践奖”、《中国证券报》“国新杯·ESG金牛奖百强”、2022年度Wind ESG行业最佳实践奖。

七、债券偿还能力分析

1 普通优先债券

截至2024年5月底，公司存续期普通优先债券合计金额5.00亿元，将于2025年到期。

2 永续债

截至2024年5月底，公司存续期永续债“21建发MTN001”“21建发MTN002”“22建发Y3”“22建发Y4”“23建发MTN001”“23建发Y1”“23建发Y2”“24建发Y1”“24建发Y2”“21建发第一期债权计划”“鑫吴72号信托计划”“锦里36号信托计划”“百瑞恒益1092号信托计划”，合计141.71亿元。

以2023年底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，将上述永续债券（合计147.71亿元）纳入有息债务测算，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72.63%、45.86%和34.96%上升至73.10%、47.65%和37.52%；公司经营活动现金流入量为调整后长期债务的6.89倍，对存续期债券本息的保障能力强。

图表 11 • 公司永续债券偿还能力指标

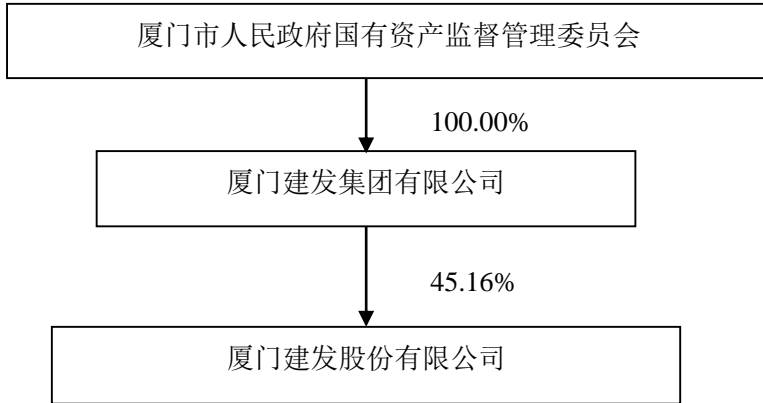
项目	2023年
长期债务*（亿元）	1349.06
经营现金流入/长期债务（倍）	6.89
经营现金/长期债务（倍）	0.22
长期债务/EBITDA（倍）	5.19

注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额，经营现金指经营活动现金流量净额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司提供资料和公司年报整理

八、跟踪评级结论

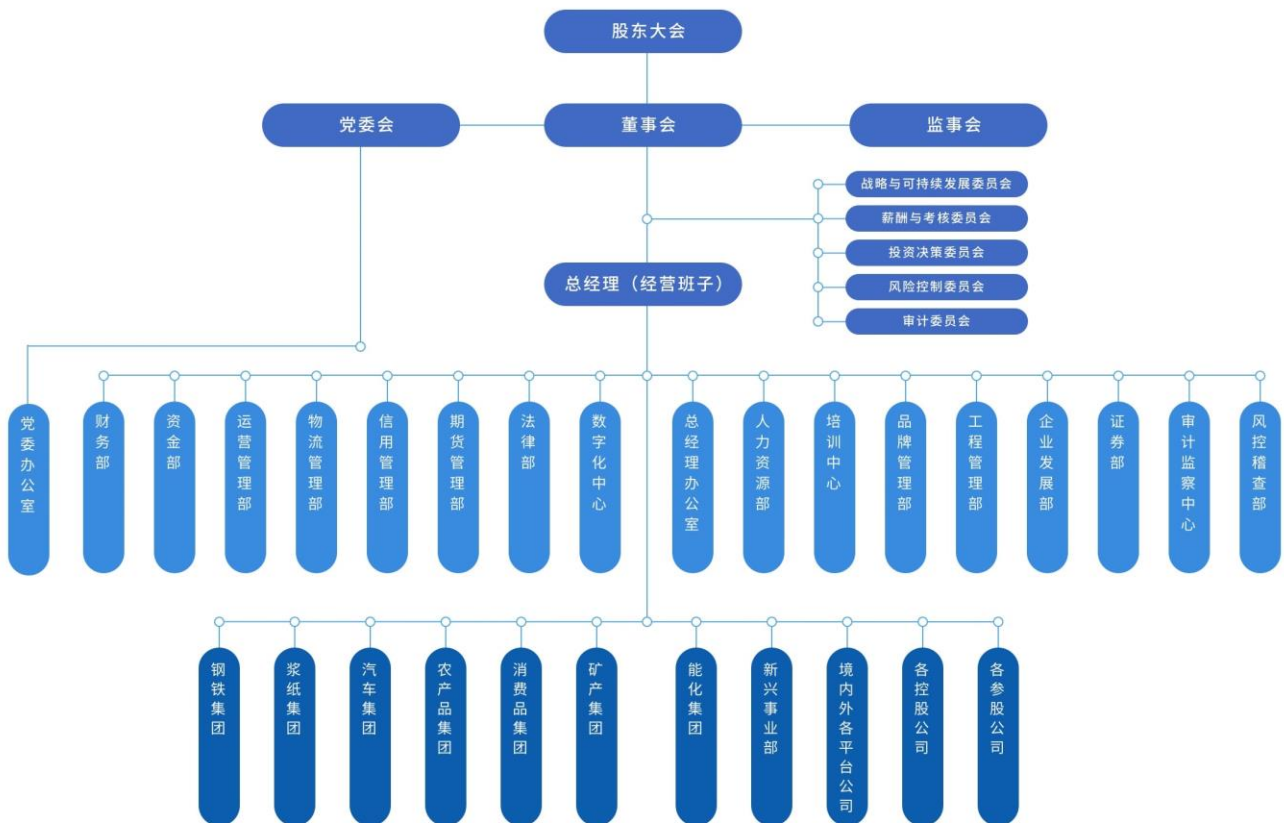
基于对公司经营风险、财务风险、债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“21建发MTN001”“21建发MTN002”“22建发01”“22建发Y3”“22建发Y4”“23建发MTN001”“23建发Y1”“23建发Y2”“24建发Y1”和“24建发Y2”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	910.44	985.77	1011.92	1040.35
应收账款（亿元）	82.26	132.10	209.23	240.19
其他应收款（亿元）	550.87	670.73	712.19	732.50
存货（亿元）	3468.25	3615.01	3701.86	4319.63
长期股权投资（亿元）	145.94	244.75	354.97	356.66
固定资产（亿元）	28.13	36.01	82.90	81.79
在建工程（亿元）	1.57	27.35	1.79	1.77
资产总额（亿元）	6024.59	6647.54	8208.52	8918.74
实收资本（亿元）	28.63	30.05	30.04	30.04
少数股东权益（亿元）	860.74	1068.64	1551.28	1561.84
所有者权益（亿元）	1369.18	1653.44	2246.39	2277.64
短期债务（亿元）	465.08	532.75	695.39	1139.71
长期债务（亿元）	1059.67	1029.96	1207.35	1259.49
全部债务（亿元）	1524.74	1562.72	1902.74	2399.20
营业总收入（亿元）	7078.44	8328.12	7636.78	1313.37
营业成本（亿元）	6825.85	8011.47	7304.08	1261.51
其他收益（亿元）	4.72	8.87	9.45	3.15
利润总额（亿元）	158.02	161.74	207.92	6.00
EBITDA（亿元）	186.83	193.03	259.92	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8675.02	9391.19	8084.89	1576.17
经营活动现金流入小计（亿元）	9635.38	10135.23	9301.61	1729.80
经营活动现金流量净额（亿元）	4.09	154.89	293.95	-465.15
投资活动现金流量净额（亿元）	-94.77	-86.07	-7.35	-52.54
筹资活动现金流量净额（亿元）	432.69	-31.02	-314.12	485.82
财务指标				
销售债权周转次数（次）	103.54	73.28	43.12	--
存货周转次数（次）	2.40	2.26	2.00	--
总资产周转次数（次）	1.43	1.31	1.03	--
现金收入比（%）	122.56	112.76	105.87	120.01
营业利润率（%）	3.44	3.58	4.13	3.70
总资本收益率（%）	4.58	4.24	5.01	--
净资产收益率（%）	8.01	6.81	7.50	--
长期债务资本化比率（%）	43.63	38.38	34.96	35.61
全部债务资本化比率（%）	52.69	48.59	45.86	51.30
资产负债率（%）	77.27	75.13	72.63	74.46
流动比率（%）	154.58	152.87	137.80	134.74
速动比率（%）	57.23	60.65	56.80	51.66
经营现金流动负债比（%）	0.11	3.95	6.43	--
现金短期债务比（倍）	1.96	1.85	1.46	0.91
EBITDA 利息倍数（倍）	2.57	2.66	3.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.16	8.10	7.32	--

注：1. 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；部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，差异系指标计算口径不同造成；2. 合并口径其他流动负债中的有息部分已计入短期债务中测算，长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已计入长期债务中测算；3. 2021—2023 年末及 2024 年 3 月末，所有者权益中分别包含含权债券 96.42 亿元、126.89 亿元、130.59 亿元和 145.56 亿元

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	124.87	108.73	133.61	130.62
应收账款（亿元）	2.72	0.50	11.81	2.70
其他应收款（亿元）	98.65	188.75	155.45	398.00
存货（亿元）	0.00	1.42	0.24	4.16
长期股权投资（亿元）	144.98	186.91	260.36	260.61
固定资产（亿元）	0.53	0.45	0.11	0.11
在建工程（亿元）	/	0.16	/	/
资产总额（亿元）	380.20	502.75	570.99	806.31
实收资本（亿元）	28.63	30.05	30.04	30.04
少数股东权益（亿元）	/	/	/	/
所有者权益（亿元）	185.78	243.34	239.54	261.39
短期债务（亿元）	40.62	6.62	24.52	253.44
长期债务（亿元）	0.00	55.05	81.32	81.35
全部债务（亿元）	40.62	61.67	105.84	334.79
营业总收入（亿元）	39.17	115.92	151.75	25.02
营业成本（亿元）	34.46	105.84	142.60	23.47
其他收益（亿元）	0.85	0.86	2.87	1.12
利润总额（亿元）	12.77	46.80	18.99	7.30
EBITDA（亿元）	18.80	52.23	23.99	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	41.48	132.68	158.22	41.20
经营活动现金流入小计（亿元）	1752.72	1920.60	1830.57	190.83
经营活动现金流量净额（亿元）	61.75	-46.90	64.61	-241.70
投资活动现金流量净额（亿元）	-40.53	-0.55	-72.36	19.26
筹资活动现金流量净额（亿元）	60.25	30.60	7.39	238.66
财务指标				
销售债权周转次数（次）	25.12	71.61	24.61	--
存货周转次数（次）	49.62	149.25	172.11	--
总资产周转次数（次）	0.12	0.26	0.28	--
现金收入比（%）	105.90	114.46	104.27	164.67
营业利润率（%）	11.94	8.63	5.98	6.13
总资本收益率（%）	8.05	17.33	6.95	--
净资产收益率（%）	6.57	19.49	7.93	--
长期债务资本化比率（%）	0.00	18.45	25.34	23.73
全部债务资本化比率（%）	17.94	20.22	30.64	56.16
资产负债率（%）	51.14	51.60	58.05	67.58
流动比率（%）	116.62	148.56	120.93	115.91
速动比率（%）	116.62	147.87	120.84	115.01
经营现金流动负债比（%）	31.80	-22.98	25.83	--
现金短期债务比（倍）	3.07	16.43	5.45	0.52
EBITDA 利息倍数（倍）	3.12	9.62	4.80	--
全部债务/EBITDA（倍）	2.16	1.18	4.41	--

注：1. 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；部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异，差异系指标计算口径不同造成；2. 长期应付款中的有息部分已计入长期债务中测算；3. 2021—2023 年末及 2024 年 3 月末，所有者权益中分别包含含权债券 96.42 亿元、126.89 亿元、130.59 亿元和 145.56 亿元

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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	
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) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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