

联发集团有限公司

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〕4678号

联合资信评估股份有限公司通过对联发集团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，确定维持联发集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 联发 02”“20 联发 01”“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“21 联发集 MTN001”“21 联发集 MTN002”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN001”“24 联发集 MTN002”和“24 联发集 MTN003”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：

二〇二四年六月二十日

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联发集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

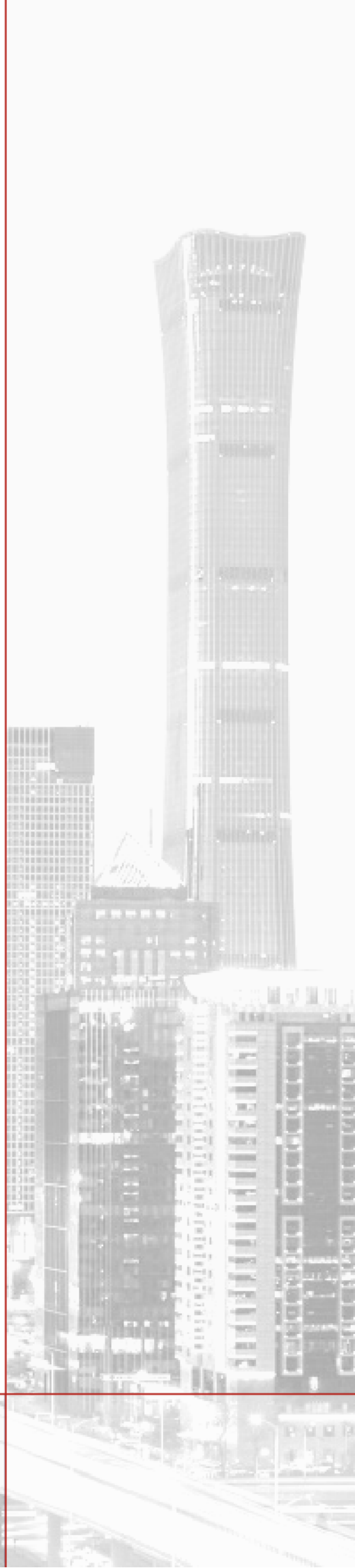
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



联发集团有限公司

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
联发集团有限公司	AA+/稳定	AA+/稳定	
厦门建发股份有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
厦门建发集团有限公司	AAA _{pi} /稳定	AAA _{pi} /稳定	
19 联发 02/20 联发 01/22 联发 01/22 联发 03 23 联发 01/23 联发 02/23 联发 03 23 联发 05/23 联发 06			2024/06/20
21 联发集 MTN001/21 联发集 MTN002			
22 联发集 MTN001/22 联发集 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	
23 联发集 MTN001/23 联发集 MTN002			
23 联发集 MTN003/23 联发集 MTN004			
24 联发集 MTN001/24 联发集 MTN002			
24 联发集 MTN003			

评级观点

联发集团有限公司（以下简称“公司”）作为厦门地区知名房地产企业，在股东背景、开发经验等方面具有较大优势。公司房地产开发经验较为丰富，市场竞争实力较强，2023 年公司行业销售排名有所上升。截至 2024 年 3 月底，公司并表口径剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积）为 418.54 万平方米，相对于公司过往销售情况剩余可售面积较为充足；但当前房地产市场景气度不佳，后续去化面临压力。公司过往房地产开发业务毛利率偏低，2023 年伴随行业调整销售费用有所增多，叠加资产减值损失持续对利润造成侵蚀，营业利润转负。公司债务期限结构良好、债务负担处于合理水平。考虑到房地产行业持续调整及公司目前可售项目区域分布情况，公司整体盈利能力与偿债指标仍将持续承压。“19 联发 02”“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）提供不可撤销连带责任保证担保，“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“21 联发集 MTN001”“21 联发集 MTN002”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供不可撤销连带责任保证担保，建发集团与建发股份的担保实力极强，其担保对于保障债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

个体调整：无。

外部支持调整：股东背景强，对公司支持力度大。

评级展望

伴随房地产市场深度调整以及公司投资力度放缓，公司销售与盈利能力仍将面临一定压力。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司股东对公司持续增资，或公司在股东体系内地位得到提升，并从公司管理和资源获取上给予更多支持。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司盈利能力下降；偿债指标减弱。

优势

- **公司房地产开发经验丰富。**截至 2024 年 3 月底，公司累计开发面积 3210.92 万平方米，开发经验丰富。
- **公司债务负担合理，债务结构良好。**公司债务负担处于合理水平，截至 2023 年底全部债务资本化比率 50.95%，且债务结构以长期为主。
- **股东为公司提供一定支持。**公司股东综合实力强，且可为公司融资方面提供支持，目前公司公开市场债务融资可获得公司股东的担保。

关注

- **房地产行业持续调整。**伴随 2021 年下半年以来房地产市场大幅降温，部分房企信用风险事件以及债券二级市场价格大幅波动对房企再融资产生较大负面影响，叠加较为严格的预售资金监管，房企流动性大幅承压。2023 年，公司存货中开发产品占比大幅提升，叠加公司主要城市布局房地产市场景气度不佳，未来去化面临压力。
- **公司毛利率较低，盈利能力弱。**公司毛利率持续处于较低水平，且非经常性损益对公司利润影响较大，整体盈利能力偏弱。
- **公司存在一定资本支出压力，同时，公司合作开发规模大，项目运营及资源管控难度有所增加，少数股东权益占比高。**公司在建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。公司项目以合作开发为主，行业下行阶段项目管控难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求。截至 2023 年底，公司少数股东权益占 58.92%，权益稳定性弱。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [房地产企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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	B	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	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	4
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	3	
指示评级				aa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AA ⁺

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

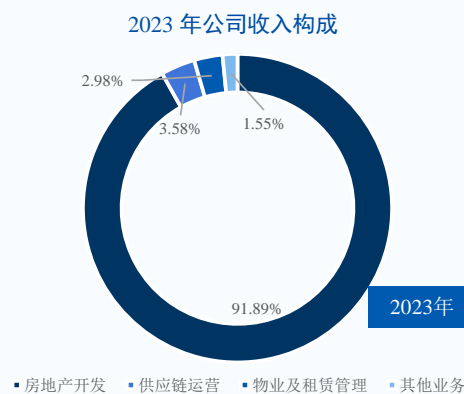
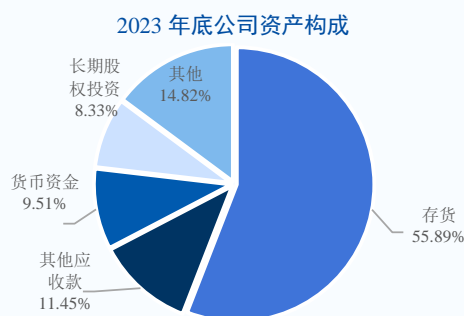
主要财务数据

合并口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
现金类资产（亿元）	180.55	188.06	122.05	116.63
资产总额（亿元）	1296.49	1274.91	1190.27	1229.67
所有者权益（亿元）	318.15	323.60	305.07	310.57
短期债务（亿元）	62.65	136.29	105.23	96.49
长期债务（亿元）	315.38	229.39	211.71	252.84
全部债务（亿元）	378.03	365.68	316.94	349.33
营业总收入（亿元）	273.00	314.66	288.23	15.45
利润总额（亿元）	19.05	8.94	3.19	-1.37
EBITDA（亿元）	24.03	12.73	8.42	--
经营性净现金流（亿元）	-45.18	56.74	52.41	-25.99
营业利润率（%）	8.79	6.12	6.54	12.25
净资产收益率（%）	3.31	0.61	0.35	--
资产负债率（%）	75.46	74.62	74.37	74.74
全部债务资本化比率（%）	54.30	53.05	50.95	52.94
流动比率（%）	180.30	160.63	150.41	157.93
经营现金流动负债比（%）	-6.90	7.97	7.85	--
现金短期债务比（倍）	2.88	1.38	1.16	1.21
EBITDA利息倍数（倍）	1.27	0.69	0.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.73	28.73	37.65	--

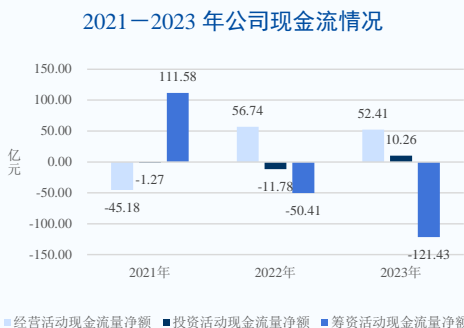
公司本部口径				
项目	2021年	2022年	2023年	2024年3月
资产总额（亿元）	442.56	459.26	459.54	484.76
所有者权益（亿元）	103.48	129.87	137.10	133.85
全部债务（亿元）	132.00	142.45	150.67	164.98
营业总收入（亿元）	8.73	4.31	4.33	0.39
利润总额（亿元）	13.36	20.66	15.32	-3.09
资产负债率（%）	76.62	71.72	70.17	72.39
全部债务资本化比率（%）	56.06	52.31	52.36	55.21
流动比率（%）	167.93	119.60	123.54	127.75
经营现金流动负债比（%）	14.04	32.10	-13.26	--

注：1. 本报告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，均为合并口径；2. 公司合并报表中其他流动负债中的债务已调整至短期债务；公司长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；3. 公司2024年1-3月财务数据未经审计；4. 公司本部财务报表债务数据未经调整；5. “-”代表指标不适用

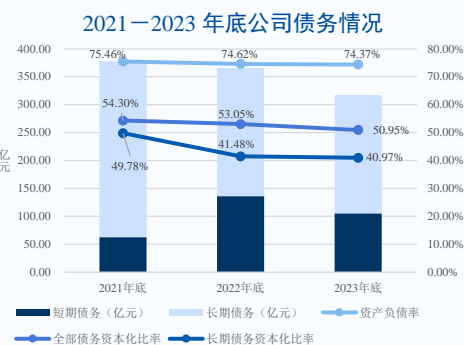
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理



■ 房地产开发 ■ 供应链运营 ■ 物业及租赁管理 ■ 其他业务



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额



■ 短期债务 (亿元) ■ 长期债务 (亿元) — 全部债务资本化比率 — 长期债务资本化比率

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
19 联发 02	15.00	15.00	2024/08/13	--
20 联发 01	20.00	0.71	2025/08/25	调整票面利率, 回售
22 联发 01	5.00	5.00	2028/08/26	赎回, 调整票面利率, 回售, 交叉保护, 偿债保障承诺
22 联发 03	10.80	10.80	2028/11/01	赎回, 调整票面利率, 回售, 交叉保护, 偿债保障承诺
23 联发 01	10.00	10.00	2029/03/20	赎回, 调整票面利率, 回售, 交叉保护, 偿债保障承诺
23 联发 02	5.00	5.00	2029/03/20	赎回, 调整票面利率, 回售, 交叉保护, 偿债保障承诺
23 联发 03	5.00	5.00	2029/05/04	赎回, 调整票面利率, 回售, 交叉保护, 偿债保障承诺
23 联发 05	10.09	10.09	2029/12/27	赎回, 调整票面利率, 回售, 交叉保护, 偿债保障承诺
23 联发 06	9.20	9.20	2029/12/27	赎回, 调整票面利率, 回售, 交叉保护, 偿债保障承诺
21 联发集 MTN001	9.00	9.00	2028/09/03	交叉保护, 财务指标承诺, 调整票面利率, 回售
21 联发集 MTN002	4.30	4.30	2027/09/24	交叉保护, 财务指标承诺, 调整票面利率, 回售
22 联发集 MTN001	5.00	5.00	2029/02/25	交叉保护, 财务指标承诺, 调整票面利率, 回售
22 联发集 MTN002	7.50	7.50	2028/08/10	交叉保护, 财务指标承诺, 调整票面利率, 回售
23 联发集 MTN001	8.20	8.20	2029/02/16	交叉保护, 财务指标承诺, 调整票面利率, 回售
23 联发集 MTN002	8.20	8.20	2030/03/01	交叉保护, 财务指标承诺, 调整票面利率, 回售
23 联发集 MTN003	10.00	10.00	2029/11/21	调整票面利率, 回售
23 联发集 MTN004	4.00	4.00	2026/12/19	--
24 联发集 MTN001	10.00	10.00	2030/01/19	调整票面利率, 回售
24 联发集 MTN002	4.50	4.50	2030/03/22	调整票面利率, 回售
24 联发集 MTN003	11.50	11.50	2030/04/12	调整票面利率, 回售

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 联发集 MTN003	AAA	AA+	2024/04/02	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
24 联发集 MTN002	AAA	AA+	2024/03/11	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
24 联发集 MTN001	AAA	AA+	2024/01/10	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
23 联发 05 23 联发 06	AAA	AA+	2023/12/08	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
23 联发集 MTN004	AAA	AA+	2023/11/28	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
23 联发集 MTN003	AAA	AA+	2023/11/13	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
19 联发 02 20 联发 01 21 联发集 MTN001 21 联发集 MTN002 22 联发集 MTN001 22 联发集 MTN002 22 联发 01 22 联发 03 23 联发集 MTN001 23 联发集 MTN002 23 联发 01 23 联发 02 23 联发 03	AAA	AA+	2023/06/27	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
23 联发 03	AAA	AA+	2023/04/23	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
23 联发 02	AAA	AA+	2023/03/02	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
23 联发 01	AAA	AA+	2023/03/02	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
23 联发集 MTN002	AAA	AA+	2023/02/06	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
23 联发集 MTN001	AAA	AA+	2023/01/05	曹梦茹 卢瑞	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
22 联发 03	AAA	AA+	2022/09/22	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读原文
22 联发 01	AAA	AA+	2022/08/02	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)	阅读原文

22 联发集 MTN002	AAA	AA ⁺	2022/07/13	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读原文
22 联发集 MTN001	AAA	AA ⁺	2022/02/08	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
21 联发集 MTN002	AAA	AA ⁺	2021/09/16	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
21 联发集 MTN001	AAA	AA ⁺	2021/08/23	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读原文
20 联发 01	AAA	AA ⁺	2020/06/05	曹梦茹 罗星驰	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018年）	阅读原文
19 联发 02	AAA	AA ⁺	2019/07/19	罗星驰 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018年）	阅读原文

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：赵兮 zhaoxi@lhratings.com

项目组成员：蒋旭 jiangxu@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”）关于联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）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

公司原名为厦门经济特区联合发展有限公司。公司于 1983 年由厦门经济特区建设发展公司、中国银行总行信托咨询公司、港澳华资银行（香港集友银行、南洋商业银行、宝生银行、华侨商业银行、澳门南通银行）三方签订《成立厦门经济特区联合发展有限公司总合同》成立，注册资本 25000 万元。后经增资和股权转让，截至 2024 年 3 月底，公司注册资本 21.00 亿元，控股股东厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）持股比例 95.00%，公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

公司主营业务包括房地产开发、供应链运营、物业及租赁管理，按照联合资信行业分类标准划分为房地产行业。

截至 2024 年 3 月底，公司内设投资与客户研究部、产品研发部、营销管理部、运营管理部等多个职能部门（详见附件 1-2）。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 1190.27 亿元，所有者权益 305.07 亿元（含少数股东权益 179.75 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 288.23 亿元，利润总额 3.19 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额 1229.67 亿元，所有者权益 310.57 亿元（含少数股东权益 186.67 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 15.45 亿元，利润总额-1.37 亿元。

公司注册地址：厦门市湖里区湖里大道 31 号；法定代表人：赵胜华。

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，均为担保债券。其中，“19 联发 02”“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）提供不可撤销连带责任保证担保，“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“21 联发集 MTN001”“21 联发集 MTN002”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”由建发股份提供不可撤销连带责任保证担保。

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）
19 联发 02	15.00	15.00	2019/08/13	5
20 联发 01	20.00	0.71	2020/08/25	5
22 联发 01	5.00	5.00	2022/08/26	6
22 联发 03	10.80	10.80	2022/11/01	6
23 联发 01	10.00	10.00	2023/03/20	6
23 联发 02	5.00	5.00	2023/03/20	6
23 联发 03	5.00	5.00	2023/05/04	6
23 联发 05	10.09	10.09	2023/12/27	6
23 联发 06	9.20	9.20	2023/12/27	6
21 联发集 MTN001	9.00	9.00	2021/09/03	7
21 联发集 MTN002	4.30	4.30	2021/09/24	6
22 联发集 MTN001	5.00	5.00	2022/02/25	7
22 联发集 MTN002	7.50	7.50	2022/08/10	6
23 联发集 MTN001	8.20	8.20	2023/02/16	6
23 联发集 MTN002	8.20	8.20	2023/03/01	7
23 联发集 MTN003	10.00	10.00	2023/11/21	6

23 联发集 MTN004	4.00	4.00	2023/12/19	3
24 联发集 MTN001	10.00	10.00	2024/01/19	6
24 联发集 MTN002	4.50	4.50	2024/03/22	6
24 联发集 MTN003	11.50	11.50	2024/04/12	6

资料来源：Wind

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、行业分析

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。详见《[2024 年房地产行业分析](#)》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

公司是一家以房地产开发与销售、供应链运营和物业租赁为主业的房地产运营商，项目开发区域已覆盖上海、深圳、厦门、杭州、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、桂林、鄂州和漳州等核心城市。截至 2024 年 3 月底，公司累计开发面积 3210.92 万平方米，开发经验丰富。2023 年，公司克而瑞权益口径销售排名 36 名，较 2022 年的 46 名有所提升。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：913502006120000284），截至 2024 年 5 月 29 日，公司无不良或关注类信贷信息。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。截至 2024 年 6 月 19 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（二）管理水平

2023 年，公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化。

（三）重大事项

公司收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）6%股权，2023 年确认较大规模营业外收入，对当期利润影响较大，但不具备可持续性。2023 年，美凯龙利润总额为负，后续业绩改善情况有待关注。

2023年6月21日，红星美凯龙控股集团有限公司（以下简称“红星控股”）将所持美凯龙23.95%股份转让予建发股份，将所持美凯龙6%股份转让予公司。公司参考第三方评估机构的评估金额后最终确认合并日可辨认净资产的公允价值，并将交易对价与可辨认净资产的公允价值的差额确认为营业外收入，2023年度上述交易对公司营业外收入金额的影响为19.27亿元。

2023年，美凯龙营业收入115.15亿元，同比下降18.55%；受计提资产减值准备和信用减值准备、投资性房地产公允价值下降等因素影响，利润总额-22.73亿元，美凯龙后续业绩改善情况有待关注。

（四）经营方面

1 业务经营分析

（1）经营概况

公司房地产开发业务毛利率偏低，考虑到近年来房地产市场景气度不高，预计毛利率短期内仍难出现较大改善。

2023年，公司营业总收入同比下降8.40%，主要系房地产开发收入和供应链运营收入下降所致。收入构成方面，公司营业总收入仍以房地产开发收入为主，2023年房地产开发收入占比91.89%。2023年，公司期末在建面积下降较快，伴随新开工面积下降以及存量项目陆续竣工交付，未来收入仍存在一定下降压力。毛利率方面，公司综合毛利率随房地产开发业务毛利率有所波动，2023年企稳并小幅回升；2024年1—3月，公司综合毛利率进一步回升，但仍处于较低水平。近年来房地产市场销售价格承受较大压力，叠加前期拿地成本偏高，预计公司毛利率短期内仍面临压力。

图表2·2021—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	2021年			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	收入	占比	毛利率
房地产开发	227.09	83.18%	9.13%	284.29	90.35%	5.59%	264.84	91.89%	5.84%	8.26	53.44%	12.59%
供应链运营	33.03	12.10%	0.66%	18.73	5.95%	1.21%	10.33	3.58%	2.91%	4.29	27.75%	2.02%
物业及租赁管理	8.21	3.01%	37.55%	7.83	2.49%	39.25%	8.59	2.98%	33.74%	2.42	15.67%	37.58%
其他业务	4.67	1.71%	26.09%	3.81	1.21%	9.68%	4.47	1.55%	27.64%	0.49	3.14%	14.31%
合计	273.00	100.00%	9.25%	314.66	100.00%	6.22%	288.23	100.00%	6.90%	15.45	100.00%	13.63%

资料来源：公司提供，联合资信整理

（2）房地产开发业务

①土地储备与投资

2023年，公司权益口径新增土地储备金额有所上升，新增土地楼面地价有所下降；2024年一季度公司未获取新增项目储备；公司尚未开工土地储备中鄂州项目占比高，且获取时间较早，需关注其后续开发及销售去化情况。公司未开工土地储备规模较小，未来面临一定补货压力。

2023年，公司新增获取土地13块，新获取土地地上计容建筑面积前五大区域分别为重庆（占19.65%）、南昌（占16.42%）、厦门（占15.75%）、莆田（占15.61%）和南京（占11.78%），受拿地区域结构差异影响拿地均价有所回落，但权益占比有所上升。2024年1—3月，公司未新获取项目储备。

图表3·公司获取土地储备情况（单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2021年	2022年	2023年	2024年1—3月
新增项目数量	25	13	13	--
新增土地储备建筑面积-全口径	214.08	79.59	107.01	--
新增土地储备建筑面积-权益口径	137.32	32.61	77.89	--
新增土地储备金额-全口径	275.85	216.04	151.09	--
新增土地储备金额-权益口径	152.17	78.02	104.51	--
新增土地储备金额权益比例	55.17%	36.12%	69.17%	--
新增土地储备楼面地价-全口径	1.29	2.70	1.41	--

资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2024 年 3 月底，公司未开工土地储备的计容建筑面积为 117.10 万平方米，共涉及 5 个项目，其中 2 个项目位于鄂州（合计占比 73.55%），其他项目分别位于南昌（占比 9.03%）、柳州（占比 6.74%）和广州（占比 10.68%），公司未开工土地储备中鄂州项目占比偏高，且获取时间较早，开发进度较慢。公司未开工土地储备规模较小，未来面临一定补货压力。

②项目开发建设

2023 年，伴随行业调整公司新开工面积延续下降态势；期末在建面积仍较大，面临一定资金支出压力。2023 年，公司期末在建面积下降较快，伴随新开工面积下降以及存量项目陆续竣工交付，未来收入存在一定下降压力。

2023 年，公司新开工面积延续下降态势；伴随前期所获取项目逐步达到交付条件，公司竣工面积有所增长。截至 2023 年底，公司期末在建面积 513.70 万平方米，较上年底下降 36.16%。

图表 4 • 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
新开工面积	488.09	147.00	90.15	21.09
房屋竣工面积	324.34	329.75	381.07	9.12
期末在建面积	987.37	804.62	513.70	525.67

注：统计口径为全口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2024 年 3 月底，公司并表在建项目全口径计划总投资额 651.07 亿元，尚需投资 154.96 亿元，面临一定资金支出压力。同时，公司项目以合作开发为主，需关注行业下行期合作方风险。

③房地产销售

2023 年，公司协议销售面积有所下降，协议销售均价有所增长；2024 年一季度，公司协议销售均价有所回落。考虑到公司剩余可售项目储备区域集中度偏高且当前房地产市场景气度不佳，后续去化面临压力。

2023 年，公司协议销售面积同比下降约 7.93%。伴随前期所获取高能级城市项目逐步推售，2023 年公司协议销售均价增长至 2.56 万元/平方米。综上，2023 年，公司协议销售金额同比增长 27.97%。2024 年一季度，公司协议销售金额占 2023 年全年的 9.96%，销售均价有所回落。

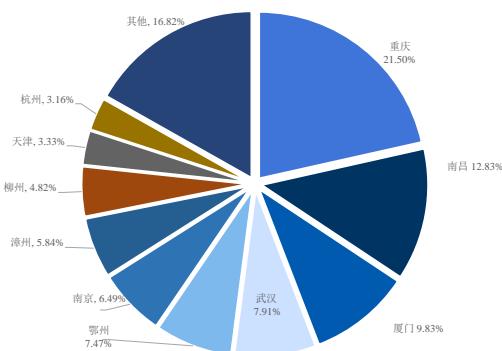
图表 5 • 公司房地产销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
协议销售面积	266.36	170.85	157.31	20.73
协议销售金额	421.80	315.26	403.45	40.20
协议销售均价	1.58	1.85	2.56	1.94

注：统计口径为全口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2024 年 3 月底，公司并表口径剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积，下同）为 418.54 万平方米，相对于公司过往销售情况剩余可售面积较为充足；区域分布情况如图表 6 所示，其中前十大城市占比超过 80%，当前房地产市场景气度不佳，后续去化面临压力。

图表 6 • 截至 2023 年底公司剩余可售项目区域分布



资料来源：公司提供，联合资信整理

2 未来发展

公司未来规划维持一定销售规模，投资端预计仍保持一定强度；公司拿地区域以高能级城市为主，土地市场面临一定竞争压力。

未来，公司规划在房地产市场维持适当销售规模，同时提升投资兑现度，改善利润水平。拿地区域上公司将聚焦高能级城市、有产业与人口支撑的城市，三四线城市投入预计会减少。

(五) 财务方面

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023 年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司 2024 年 1—3 月财务数据未经审计。

1 主要财务数据变化

公司资产主要由房地产板块及合作开发业务形成的相关资产构成，其可变现能力与账面价值在行业下行阶段均面临一定压力。公司债务结构上以长期债务为主，但债券融资占比偏高，刚性偿债支出压力较大。2023 年，伴随行业调整销售费用有所增多，叠加资产减值损失持续对利润造成侵蚀，营业利润转负。2023 年公司确认了较大规模营业外收入，但可持续性较低，未来盈利能力仍承压。

公司资产结构符合房地产开发企业资产结构特征，主要由房地产板块及合作开发业务形成的相关资产构成。2023 年，伴随行业下行公司资产规模延续下降态势。截至 2023 年底，公司货币资金 113.20 亿元，较上年底下降 36.19%，主要系偿还较大规模债务所致。截至 2023 年底，公司其他应收款较上年底增长 3.36%，其他应收款主要由建发股份合并范围外及合作方经营往来款项构成，在市场调整阶段面临一定资金回收风险。截至 2023 年底，公司存货较年初下降 13.76%；其中开发成本占比 72.02%，开发产品占比 27.47%，开发产品占比较上年底提升 16.55 个百分点，需关注公司存货去化速度及跌价风险。截至 2023 年底，公司长期股权投资较上年底增长 138.56%，主要系增加对美凯龙投资所致。截至 2023 年底，公司投资性房地产较上年底增长 19.81%，主要系在建工程转入所致；公司投资性房地产采用公允价值计量模式，面临一定公允价值变动风险。资产受限方面，截至 2023 年底，公司受限资产占总资产的比例为 8.93%。截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 1229.67 亿元，较上年底增长 3.31%，主要系房地产项目持续投入使得存货增多所致。

图表 7·公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1180.19	91.03%	1143.36	89.68%	1003.88	84.34%	1041.93	84.73%
货币资金	180.21	13.90%	177.40	13.91%	113.20	9.51%	100.76	8.19%
其他应收款	112.85	8.70%	131.91	10.35%	136.34	11.45%	148.77	12.10%
存货	833.96	64.32%	771.42	60.51%	665.27	55.89%	716.57	58.27%
非流动资产	116.30	8.97%	131.55	10.32%	186.39	15.66%	187.74	15.27%
长期股权投资	31.74	2.45%	41.54	3.26%	99.10	8.33%	98.90	8.04%
投资性房地产	49.86	3.85%	50.26	3.94%	60.22	5.06%	60.45	4.92%
资产总额	1296.49	100.00%	1274.91	100.00%	1190.27	100.00%	1229.67	100.00%

注：占比指单个资产科目占同期末资产总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 8·截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	受限账面价值（亿元）	受限比例
货币资金	1.46	1.29%
存货	93.47	14.05%
投资性房地产	11.15	18.51%
固定资产	0.11	3.94%

长期股权投资	0.10	0.10%
合计	106.28	8.93%

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司所有者权益 305.07 亿元，较上年底下降 5.73%，主要系其他权益工具、未分配利润和少数股东权益下降所致。其中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益分别占 6.88%、3.28%、0.46%、1.29%、25.61% 和 58.92%，所有者权益结构稳定性偏弱。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益合计 310.57 亿元，较上年底增长 1.80%，主要系少数股东权益增加所致。

截至 2023 年底，公司负债总额 885.20 亿元，较上年底下降 6.95%。公司负债以流动负债为主，2023 年末负债结构较上年底变化不大。截至 2023 年底，公司其他应付款较上年底增长 41.82%，主要系往来款项增加所致。截至 2023 年底，公司合同负债较上年底下降 10.46%，主要系预收售房款下降所致。截至 2024 年 3 月底，公司负债总额 885.20 亿元，较上年底增长 3.83%，主要系新增融资增多所致。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

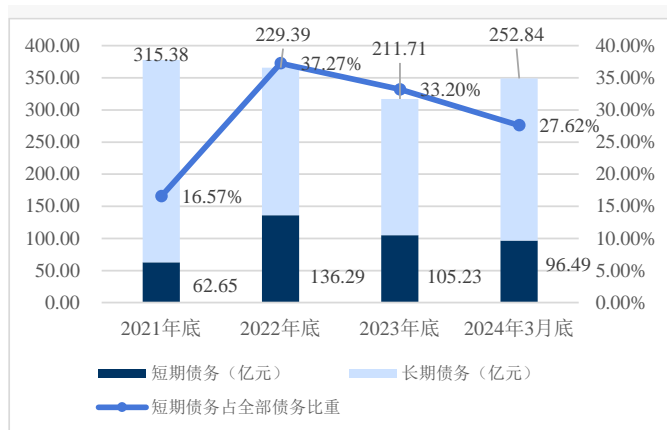
项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	654.56	66.91%	711.78	74.82%	667.42	75.40%	659.76	71.78%
应付账款	66.71	6.82%	74.89	7.87%	74.68	8.44%	56.63	6.16%
其他应付款	83.92	8.58%	78.57	8.26%	111.43	12.59%	112.46	12.24%
一年内到期的非流动负债	54.29	5.55%	118.55	12.46%	74.68	8.44%	58.60	6.38%
合同负债	388.80	39.74%	381.61	40.11%	341.71	38.60%	359.04	39.06%
非流动负债	323.78	33.09%	239.53	25.18%	217.78	24.60%	259.34	28.22%
长期借款	185.17	18.93%	147.65	15.52%	98.50	11.13%	125.12	13.61%
应付债券	102.08	10.43%	76.46	8.04%	111.77	12.63%	126.23	13.73%
负债总额	978.33	100.00%	951.31	100.00%	885.20	100.00%	919.10	100.00%

注：占比指单个负债科目占同期末负债总额的比重

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

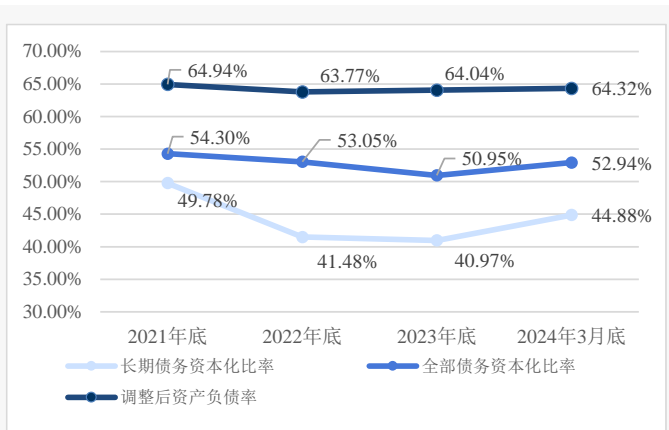
截至 2023 年底，公司全部债务 316.94 亿元，较上年底下降 13.33%。2024 年 1—3 月，公司为后续资金需求进行储备，新增融资增多，截至 2024 年 3 月底债务规模和相关债务指标较上年底再次增长。从期限分布看，公司债务以长期债务为主。从融资结构看，截至 2024 年 3 月底，公司融资结构中，银行贷款占比 54.15%，债券融资占比 45.85%，债券融资占比偏高，刚性偿债支出压力较大，需关注债券市场融资环境波动对公司的影响。

图表 10 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 11 • 公司债务指标



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

图表 12 • 截至 2024 年 3 月底公司有息债务期限结构（单位：亿元）

到期时间	2024 年	2025 年	2026 年	2027 年及以后	合计
短期借款	7.56	13.98	0.00	0.00	21.54
其他流动负债	16.19	0.00	0.00	0.00	16.19
一年内到期的非流动负债	50.65	7.82	0.00	0.00	58.47
长期借款	0.00	25.67	36.05	63.39	125.12
应付债券	0.00	0.71	3.98	121.54	126.23
合计	74.40	48.18	40.03	184.93	347.55
占比	21.41%	13.86%	11.52%	53.21%	100.00%

注：表中债务金额与联合资信全部债务统计口径存在一定差异，上表不包括应付票据及租赁负债；小数尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

2023 年，受开发业务结算规模下降和供应链运营业务会计核算由总额法改成净额法影响，公司营业总收入同比下降 8.40%。2023 年，公司费用总额同比增长 31.66%，主要系销售费用增多所致。伴随投资收益下降及资产减值损失扩大，2023 年，公司营业利润转为-16.42 亿元。2023 年，公司营业外收入 19.68 亿元，公司将收购美凯龙 6%股份的交易对价与取得美凯龙可辨认净资产的公允价值的差额计入营业外收入，2023 年度上述交易对本公司营业外收入金额的影响为 19.27 亿元。投资收益和营业外收入对公司利润总额影响较大，较难可持续，未来利润仍然承压。2024 年 1—3 月，受结转项目毛利率上升影响，公司营业利润率有所提高。

图表 13 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	273.00	314.66	288.23	15.45
营业成本	247.75	295.10	268.33	13.35
费用总额	13.62	13.34	17.57	2.38
资产减值损失	-7.51	-10.15	-14.77	--
投资收益	16.52	14.79	0.67	-0.04
营业外收入	0.12	0.15	19.68	0.04
利润总额	19.05	8.94	3.19	-1.37
营业利润率	8.79%	6.12%	6.54%	12.25%
总资本收益率	2.15%	0.72%	0.85%	--
净资产收益率	3.31%	0.61%	0.35%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2023 年，公司坚持“以收定支”并加强现金流统筹管理，经营活动现金流仍为净流入，但 2024 年一季度公司伴随销售下降与经营支出维持高位，经营活动现金流再度净流出。2023 年，公司收回关联单位资金往来款规模较大，投资活动现金流转为净流入。伴随公司压降一定规模债务，2023 年，公司筹资活动现金流转为净流出，但 2024 年一季度伴随经营支出扩大新增融资增多，筹资活动现金流转为净流入。

图表 14 • 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	445.68	341.74	281.99	38.85
经营活动现金流出小计	490.86	285.00	229.58	64.84
经营活动现金流量净额	-45.18	56.74	52.41	-25.99
投资活动现金流入小计	36.04	37.88	99.38	3.61
投资活动现金流出小计	37.31	49.66	89.11	9.74
投资活动现金流量净额	-1.27	-11.78	10.26	-6.13
筹资活动前现金流量净额	-46.45	44.96	62.67	-32.12
筹资活动现金流入小计	490.63	275.64	240.17	52.43

筹资活动现金流出小计	379.06	326.05	361.60	32.90
筹资活动现金流量净额	111.58	-50.41	-121.43	19.53

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

公司偿债指标整体表现一般。

图表 15 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率	180.30%	160.63%	150.41%	157.93%
	速动比率	52.89%	52.25%	50.73%	49.32%
	经营现金/流动负债	-6.90%	7.97%	7.85%	--
	经营现金/短期债务（倍）	-0.72	0.42	0.50	--
	现金类资产/短期债务（倍）	2.88	1.38	1.16	1.21
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	24.03	12.73	8.42	--
	全部债务/EBITDA（倍）	15.73	28.73	37.65	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.12	0.16	0.17	--
	EBITDA/利息支出（倍）	1.27	0.69	0.45	--
	经营现金/利息支出（倍）	-2.40	3.06	2.82	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

从短期偿债指标看，2023 年，公司经营性现金流持续为正，可对流动负债形成一定覆盖，但流动比率、速动比率和现金短期债务比有所下降，截至 2023 年底公司现金短期债务比为 1.16 倍，考虑到房地产企业预售资金受到监管等因素，公司实际可动用货币资金对短期债务的覆盖倍数低于上述值。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 延续下降态势，EBITDA 对全部债务和利息支出的覆盖程度有所弱化；2023 年，公司经营性现金流延续为正，对全部债务和利息支出的覆盖倍数良好。

截至 2023 年底，公司不存在重大未决诉讼情况。

截至 2023 年底，公司尚未履行及未履行完毕的对外担保总额为 7.61 亿元，占期末净资产比例为 2.49%。其中，为控股股东、实际控制人及其他关联方提供担保的金额为 7.61 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司累计获得银行授信额度 373.01 亿元，已使用授信额度 165.51 亿元，剩余可用授信额度 207.50 亿元，间接融资渠道畅通。

3 公司本部主要变化情况

公司本部收入规模较小，2023 年投资收益一般，但实现较大规模营业外收入；公司本部系债券融资的主要实体，考虑到公司融资结构中债券融资占比较高，而货币资金较多停留于子公司层面，需关注公司本部流动性管理及对下属公司资金管控情况。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 459.54 亿元，较上年底增长 0.06%，较上年底变化不大。其中，流动资产 243.21 亿元，非流动资产 216.32 亿元。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 7.70%）、预付款项（占 6.98%）和其他应收款（占 80.88%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 91.05%）和投资性房地产（占 7.81%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 18.73 亿元，较上年底下降 53.90%。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 322.44 亿元，较上年底下降 2.11%。其中，流动负债 196.86 亿元，非流动负债 125.57 亿元。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占 77.57%）、一年内到期的非流动负债（占 14.15%）和其他流动负债（占 6.13%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 8.80%）和应付债券（占 89.01%）构成。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 137.10 亿元，较上年底增长 5.57%。

2023 年，公司本部营业总收入为 4.33 亿元，利润总额为 15.32 亿元。同期，公司本部投资收益为 2.27 亿元，营业外收入 19.27 亿元。

（六）ESG 方面

作为厦门市国资委下属企业，公司治理较规范，ESG 风险可控。

作为厦门市国资委下属企业，公司治理较规范，公司各经营主体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，且均不属于环境保护部门公布的重点排污单位。公司在日常经营中加强工程项目安全管理，持续完善公司安全生产责任体系，切实压实各所属企业、安全生产管理部门的安全职责，强化履职意识，近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

七、外部支持

公司股东背景良好，可为公司融资方面提供有力支持。

1 支持能力

公司控股股东建发股份为股份制上市公司（股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH），截至 2023 年底，建发集团持有控股股东建发股份 45.15% 股份，厦门市国资委持有建发集团 100% 股权。建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业，地产业务主体为建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”）和公司。建发集团的供应链运营业务由建发股份负责经营。

2 支持可能性

公司目前公开市场债务融资由建发股份及建发集团提供担保，股东对其融资方面提供有力支持。

八、债券偿还能力分析

“19 联发 02”“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”由建发集团提供不可撤销连带责任保证担保，“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“21 联发集 MTN001”“21 联发集 MTN002”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”由建发股份提供不可撤销连带责任保证担保。

1 建发集团

（1）主体概况

厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）前身系厦门建设发展公司，是经厦门市人民政府厦政（1981）第 12 号文，福建省厦门经济特区管委会厦特管字（1981）002 号文批准，于 1981 年 1 月设立的厦门市综合性国有独资有限公司。截至 2023 年底，建发集团持有上市公司建发股份 45.16% 股权（无质押），为建发股份控股股东。截至 2023 年底，建发集团注册资本和实收资本均为 90.00 亿元，厦门市国资委”为建发集团唯一出资人和实际控制人。

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

截至 2023 年底，建发集团合并资产总额 8872.48 亿元，所有者权益 2607.72 亿元（含少数股东权益 1949.57 亿元）；2023 年，建发集团实现营业收入总收入 7834.28 亿元，利润总额 217.56 亿元。

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

（2）重大事项

2023 年 6 月，建发股份收购美凯龙 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建发集团原有业务产生一定协同，但也相应增加了建发集团的管理难度，加之受宏观经济增速放缓、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，建发股份与其子公司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% 股份已分别过户至建发股份和联发集团名下。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，建发股份取得美凯龙的控制权，美凯龙及其控股子公司纳入建发集团合并报表范围。

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，建发集团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，建发集团管理难度相应增加。

（3）基础素质分析

①竞争实力

建发集团业务包括供应链运营、房地产业务、家居商场运营、城市建设与运营、旅游会展、医疗健康、新兴产业投资等，其中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；旅游业务具备一定区域品牌优势。

建发集团位列 2023 年度《财富》杂志世界 500 强第 69 位，控股子公司建发股份为上海证券交易所上市公司，其股票入选沪深 300 指数、中证 500 指数、上证公司治理指数样本股。2023 年，建发股份位居《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；子公司建发物流集团有限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。

建发集团供应链运营业务主要由建发股份运营。业务布局方面，通过合作优质龙头企业，建发集团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，建发集团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；同时建发集团不断提升业务规模，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，能够提升建发集团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，建发集团通过上控资源、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，建发集团推进“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。建发集团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，建发集团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，建发集团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。建发集团通过子公司阳谷建发铜业有限公司（建发集团持股 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”）。

建发集团房地产业务由建发股份下属控股子公司联发集团（截至 2023 年底建发集团间接持股 95.00%）和建发房地产（截至 2023 年底建发集团持股 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》，建发集团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。

建发集团家具商场运营业务由建发股份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。

旅游业务方面，建发集团控股子公司厦门建发旅游集团股份有限公司拥有高端酒店“悦华”品牌、精品商务酒店“颐豪”品牌和旅游综合服务“建发国旅”品牌，综合实力居福建省旅游行业龙头地位。

②信用记录

根据建发集团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：91350200154990617T），截至2024年4月2日，建发集团本部无未结清的不良及关注类信贷信息记录，已结清信贷记录中有关注类中长期借款3笔、不良类中长期借款1笔，关注类短期借款7笔。

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

截至2024年6月3日，联合资信未发现建发集团曾被列入全国失信被执行人名单，未发现建发集团存在重大税收违法失信案件信息，未发现建发集团存在证券期货市场失信记录，未发现建发集团存在行政处罚信息、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，未发现建发集团存在严重失信信息。

（4）经营分析

①经营概况

2021—2023年，建发集团经营格局新增家居商场运营业务，营业总收入波动增长，综合毛利率有所提升。

建发集团传统业务组合以供应链运营、房地产开发为主业、以旅游、会展服务、物业租赁及信托投资服务等业务为辅。2023年收购美凯龙后新增家居商场运营业务。2021—2023年，建发集团营业总收入波动增长，年均复合增长3.87%。2023年，建发集团实现营业总收入7834.28亿元，同比下降7.55%。

分板块来看，供应链运营业务为建发集团收入主要来源，2021—2023年，供应链运营业务收入规模波动下降，2023年为5933.30亿元，同比下降14.78%，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，2021—2023年，建发集团房地产业务收入持续增长，2023年为1663.89亿元，同比增长21.95%；医疗业务是建发集团大力发展的新兴业务之一，2021—2023年，该板块业务收入持续增长，为建发集团收入提供了一定补充；2021—2023年，旅游饮食业务、会展业务、城服业务基本呈增长趋势；家居商场运营业务方面，美凯龙纳入建发集团合并后，2023年9—12月，实现收入38.61亿元。

毛利率方面，2021—2023年，建发集团综合毛利率持续增长。其中，供应链业务毛利率小幅提升，但持续处于低水平；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，建发集团家居商场运营业务毛利率处于较高水平。

图表 16 • 2021—2023 年建发集团营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营	6107.49	84.88%	1.44%	6962.03	82.16%	1.68%	5933.30	75.74%	2.04%
房地产业务	962.73	13.38%	16.75%	1364.35	16.10%	14.63%	1663.89	21.24%	11.51%
家居商场运营业务	--	--	--	--	--	--	38.61	0.49%	52.70%
旅游饮食业务	11.22	0.16%	24.15%	10.15	0.12%	20.20%	15.72	0.20%	37.60%
会展业务	3.71	0.05%	7.76%	3.71	0.04%	15.09%	6.29	0.08%	32.65%
城服业务	8.13	0.11%	26.13%	9.81	0.12%	25.28%	14.04	0.18%	19.86%
医疗业务	101.94	1.42%	10.06%	123.24	1.45%	7.98%	161.89	2.07%	8.31%
其他业务	0.53	0.01%	69.19%	0.44	0.01%	22.73%	0.54	0.01%	37.69%
合计	7195.76	100.00%	3.68%	8473.74	100.00%	3.91%	7834.28	100.00%	4.56%

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

②业务经营分析

建发集团供应链运营业务以境内业务为主，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，对资金占用规模可控。2021—2023年，受大宗商品价格剧烈波动以及收缩低效业务影响，建发集团供应链业务收入波动下降，毛利率持续增长但处于低水平。由于建发集团主要贸易产品价格跟随大宗商品价格变化呈现出持续波动的局面，对建发集团产品的利润产生直接影响，因此对建发集团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。

建发集团供应链运营业务的主要运营主体为子公司建发股份及其控股子公司。建发股份为客户提供“LIFT”供应链服务，以“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四类服务要素为基础为客户整合运营过程中所需的资源，规划供应链运营解决方案，并提供运营服务。

业务模式方面，建发集团供应链运营以境内业务为主，境外业务为辅；2021—2023年，随着建发集团持续支持各经营单位拓展境外业务，增设境外平台公司，建发集团境外供应链运营业务金额及占比呈现稳步增长趋势，供应链运营业务境内外销售毛利率变动趋势一致。2023年，建发股份境内业务收入为4449.01亿元，毛利率为1.94%，境外业务收入为1484.66亿元，毛利率为2.31%。境内贸易方面，建发集团业务主要分布于华东、华南、华北、山东等地区；内销产品主要有浆纸、钢铁、汽车及橡胶等化工产品和酒类食品及农产品。境外贸易方面，建发集团业务主要分布于北美洲、东南亚、非洲等地区；主要进口产品类别为轻纺、矿产、化工、农产品等，而出口方面则主要是轻纺、矿产产品；建发集团外贸板块进出口业务目前以代理为主。

建发集团供应链业务经营的产品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。2021—2023年，建发集团主要贸易品种收入及销售波动下降，主要是建发集团退出部分低毛利率产品所致。

从结算方式看，近年来建发集团各品种平均货款回收账期基本稳定，上下游对建发集团资金占用规模可控。从客户结构和上下游集中度来看，2023年，建发集团冶金原材料前五大供应商及客户占比分别为16.56%和6.91%，建发集团农林产品前五大供应商及客户占比分别为25.66%和22.67%，建发集团上下游客户集中度较低。

截至2023年底，建发股份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。

2021—2023年，建发集团房地产业务销售金额和销售面积呈增长趋势，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，资金压力大幅上升，考虑到房地产行业景气度尚未恢复，地产存货去化及跌价风险有待关注。

建发集团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。建发集团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、莆田等建发集团在当地具备品牌优势的三线城市。

土地储备方面，为拓展市场份额，建发集团保持大规模土地投资，2021—2023年，建发集团全口径拿地金额分别约为1576.00亿元、1030.25亿元和1320.28亿元，资金压力大幅上升。2022年来，建发集团拿地战略性回归一、二线城市，2023年通过招拍挂、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，建发集团在一、二线城市的全口径土地储备（未售口径）货值占比约73.57%，较上年末提高5.48个百分点。

开发方面，2021—2023年，受开发节奏及房地产行业景气度下行等因素影响，建发集团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，建发集团在建项目尚需投资规模大。

销售方面，2021—2023年，建发集团地产业务板块合同销售金额（全口径）波动增长，账面结转收入持续增长，建发集团在一、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。2021—2023年，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，建发集团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，建发集团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，如未来建发集团项目去化不及预期，导致计提的存货跌价准备进一步增加，将对建发集团盈利和偿债能力造成不利影响。建发集团房地产相关存货主要为已完工商品房和在建商品房，其价值主要取决于房产市场行情，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，建发集团地产存货去化及跌价风险有待关注。

城市更新改造（土地一级开发）业务方面，建发集团所涉及城市更新业务主要由建发房地产下属全资子公司厦门市禾山建设发展有限公司负责开展。经营模式是厦门市禾山建设发展有限公司受政府委托进行旧村改造工作，建发集团在收到委托后筹集资金，根据政府的拆迁公告和确定的拆迁补偿标准及相关建设标准进行拆迁和建设，拆迁完成后建发集团将除用于建设安置房及配套设施以外的土地交由政府收储，政府根据土地的规划进行招拍挂工作，政府再根据与发行人签订的协议支付相应的项目改造费用。发行人城市旧村改造更新业务主要为后埔-枋湖旧村改造项目和钟宅畲族社区旧村改造项目。截至2023年末，建发集团的土地一级开发业务尚余土地面积4.22万平方米。

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畚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。

2021—2023 年，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，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，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，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。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，2021—2023 年，美凯龙收入持续下降，2023 年为 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，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设计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。

（5）财务分析

建发集团 2021—2023 年财务报告已经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。

合并范围方面，由于美凯龙于 2023 年纳入建发集团合并范围，对财务数据可比性有一定影响。

2021—2023 年末，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，建发集团资产规模快速增长。建发集团资产中房地产业务形成的存货和往来款占比较高，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。

2021—2023 年末，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，建发集团资产规模持续增长。截至 2023 年底，建发集团合并资产总额 8872.48 亿元，其中，流动资产占 72.94%。建发集团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）。2021—2023 年末，建发集团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%；建发集团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，建发集团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，建发集团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。其他应收款主要为建发集团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 年美凯龙纳入建发集团合并范围后，建发集团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。建发集团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 2023 年底，建发集团受限资产金额为 1634.39 亿元，以货币资金（保证金等）、存货（用于抵押借款、期货交易质押）、美凯龙投资性房地产（用于借款、CMBS、融资租赁、债券抵押）为主，受限资产占资产总额的比例为 18.42%，资产受限比例较高。

建发集团所有者权益中未分配利润、少数股东权益和其他权益工具占比高，权益结构质量较弱。

2021—2023 年末，随着利润累积、房地产业务拓展带动少数股东权益增加、建发集团发行永续债以及美凯龙纳入合并范围，建发集团所有者权益年均复合增长 22.44%。截至 2023 年底，建发集团所有者权益 2607.72 亿元，其中，归属于母公司所有者权益占比为 25.24%，少数股东权益占比为 74.76%。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 3.45%、0.64%、8.25%和 11.42%。

2021—2023 年末，建发集团负债规模持续增长，整体债务负担较重，债务期限结构较为合理。

2021—2023 年末，随着房地产业务规模扩大，建发集团合同负债及应付往来款快速上升，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，建发集团负债规模进一步增加，整体债务负担较重。截至 2023 年底，建发集团全部债务 1963.46 亿元，较上年底增长 22.61%，债务结构方面，短期债务占 37.98%，长期债务占 62.02%。从债务指标来看，截至 2023 年底，2021—2023 年末，整体债务指标呈下降趋势，2023 年末，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 70.61%、42.95%和 31.83%，较上年底分别下降 1.71 个百分点、下降 1.48 个百分点和下降 2.23 个百分点。

2021—2023 年，建发集团营业总收入呈波动增长。2023 年，受建发股份发生一次性重组收益影响，建发集团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。建发集团持续计提大规模资产减值损失和信用减值损失，非经常性损益对建发集团利润影响较大，但建发集团核心业务仍具备很强的盈利能力。

2021—2023 年，建发集团营业总收入波动增长，年均复合增长 4.34%。2023 年，由于建发集团完成美凯龙控制权收购并将其纳入合并范围，产生重组收益 96.19 亿元（计入营业外收入），建发集团利润总额同比大幅增长。若剔除上述重组收益，2023 年建发集团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、投资收益中权益法转为公允价值计量产生的利得减少、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，建发集团持续计提大规模资产减值损失和信用减值损失，非经常性损益对建发集团利润侵蚀影响较大。投资收益是建发集团利润重要来源之一，2023 年，建发集团实现投资收益 28.87 亿元，占营业利润比重为 24.71%，投资收益权益法核算的长期股权投资收益主要来源于被投资方为君龙人寿、厦门航空、厦门国际信托、厦门国际银行等大型企业，具有一定稳定性。

2021—2023 年，建发集团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，考虑到建发集团未来主业仍需较大规模投资，建发集团对外融资需求大。

2021—2023 年，建发集团经营活动产生的现金流量净额由负转正，2022 年，建发集团经营活动现金净额为 151.95 亿元，同比净流出转为净流入，主要系房地产业务支付地价款金额减少所致；2023 年建发集团经营活动现金净额为 282.76 亿元，同比增长主要使用票据结算的采购业务增加所致。建发集团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，2022 年筹资活动产生的现金流量净额由净流入转为净流出，主要系有息债务融资增加额较上年同期下降；2023 年筹资活动现金净流出同比增长，主要系偿还债务金额增加，以及偿还合作方往来款增加所致。考虑到建发集团供应链运营业务、房地产业务和家居商场运营业务未来仍需较大规模投资，建发集团对外融资需求大。

建发集团偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

图表 17 • 建发集团偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率	154.38%	152.56%	136.71%
	速动比率	59.17%	62.25%	57.79%
	经营现金/流动负债	-0.08%	3.78%	5.97%
	经营现金/短期债务（倍）	-0.01	0.27	0.38
	现金类资产/短期债务（倍）	1.99	1.85	1.44
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	229.72	199.21	284.99
	全部债务/EBITDA（倍）	6.45	8.04	6.89
	经营现金/全部债务（倍）	0.00	0.09	0.14
	EBITDA/利息支出（倍）	8.19	6.51	6.01
	经营现金/利息支出（倍）	-0.10	4.97	5.97

注：经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据建发集团提供资料整理

从偿债指标看，建发集团流动资产对流动负债的保障程度尚可，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，截至 2023 年底，子公司建发股份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，建发股份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；建发股份及下属子公司作为被告产生的预计负债为 0.17 亿元。截至 2023 年底，子公司上海建发致新医疗科技集团股份有限公司，作为被告的未决诉讼涉案金额 0.02 亿元，该案件二审已开庭审理，但尚未判决，公司未计提预计负债。

对外担保方面，截至 2023 年底，建发集团对外担保余额 53.51 亿元，其中房地产业务为商品房承购人提供贷款担保 1055.32 亿元，其余对外担保主要为对关联方担保。

银行授信方面，截至 2023 年底，建发集团从各主要金融机构获得综合授信额度为 6337.05 亿元，尚未使用额度 3822.48 亿元。建发集团下属建发股份、建发国际投资集团有限公司（证券代码：01908.HK）、建发物业管理集团有限公司（股票代码：02156.HK）和建发合诚工程咨询股份有限公司（股票代码：603909.SH）等 4 家上市公司，拥有直接股权融资渠道。

建发集团本部主要从事股权管理，未开展具体生产经营活动，本部利润总额全部来自于长期股权投资的投资收益；本部债务负担较重，利息偿付压力不大。

截至 2023 年底，建发集团本部总资产主要由货币资金、其他应收款和长期股权投资构成。其中，其他应收款主要为建发集团对非上市子公司的应收往来款；长期股权投资主要为建发集团持有的建发股份、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，规模保持上升态势。截至 2023 年末，建发集团本部持有建发股份 45.16% 股权，无质押，期末参考市值为 130.65 亿元。建发集团本部总负债主要由有息债务构成，2021—2023 年末，建发集团本部总债务持续增长并带动资产负债率和全部债务资本化比率上升，考虑到建发集团本部所有者权益中含权债券规模较大（2023 年末为 215.02 亿元），本部债务负担较重。

建发集团本部营业总收入主要来自房屋租赁业务，规模很小（2023 年营业总收入为 1.45 亿元），本部利润总额全部来自于长期股权投资的投资收益（2023 年为 36.34 亿元）。2023 年，建发集团取得投资收益收到的现金 20.71 亿元，无法覆盖分配股利、利润或偿付利息支付的现金 22.52 亿元，考虑到建发集团本部净利息支出（利息费用-利息收入）规模不大，实际利息支付压力不大。建发集团本部投资性房地产系采用公允价值计量，2021—2023 年，投资性房地产公允价值损失对本部利润形成一定侵蚀。

受建发集团本部与非上市板块主体的资金往来影响，建发集团本部经营活动现金流呈波动态势；投资活动现金流亦呈波动态势，主要系使用闲置资金进行理财，净收回投资规模变化所致。

（6）担保效果评价

以 2023 年底财务数据测算，“19 联发 02”“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”余额合计 35.71 亿元，约占建发集团所有者权益总额的 1.40%，占比很小。2023 年，建发集团 EBITDA 和经营性净现金流对“19 联发 02”“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”的覆盖倍数分别约为 7.98 倍和 7.92 倍。建发集团的担保对于“19 联发 02”“20 联发 01”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN002”“24 联发集 MTN003”的到期还本付息具有显著的保护

作用。

2 建发股份

建发股份作为以供应链运营业务、房地产业务与家具商场运营业务为主业的上市公司，其供应链运营业务在业务规模、业务网络、运营价值链等方面具有极强的竞争优势；其房地产板块具备显著的区域品牌优势，综合开发实力极强；其家居商场管理规模位居全国第一。同时，联合资信也关注到，建发股份房地产业务开工及土地投资规模大，资金压力大幅上升、整体债务负担较重及进行重大资产重组等因素对建发股份信用水平可能带来的不利影响。

未来，建发股份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。

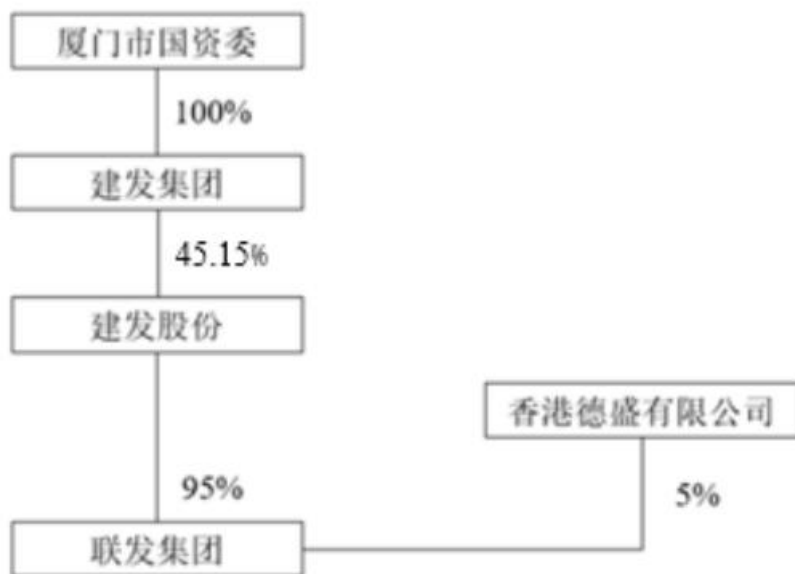
经联合资信评定，建发股份主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定（详情请见担保方评级报告 [《厦门建发股份有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第二期）信用评级报告》](#)）。

以 2023 年底财务数据测算，“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“21 联发集 MTN001”“21 联发集 MTN002”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”余额合计 117.29 亿元，约占建发股份所有者权益总额的 5.22%，占比很小。2023 年，建发股份 EBITDA 和经营性净现金流对“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“21 联发集 MTN001”“21 联发集 MTN002”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”的覆盖倍数分别约为 2.22 倍和 2.51 倍。建发股份的担保对于“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“21 联发集 MTN001”“21 联发集 MTN002”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“24 联发集 MTN001”的到期还本付息具有显著的保护作用。

九、跟踪评级结论

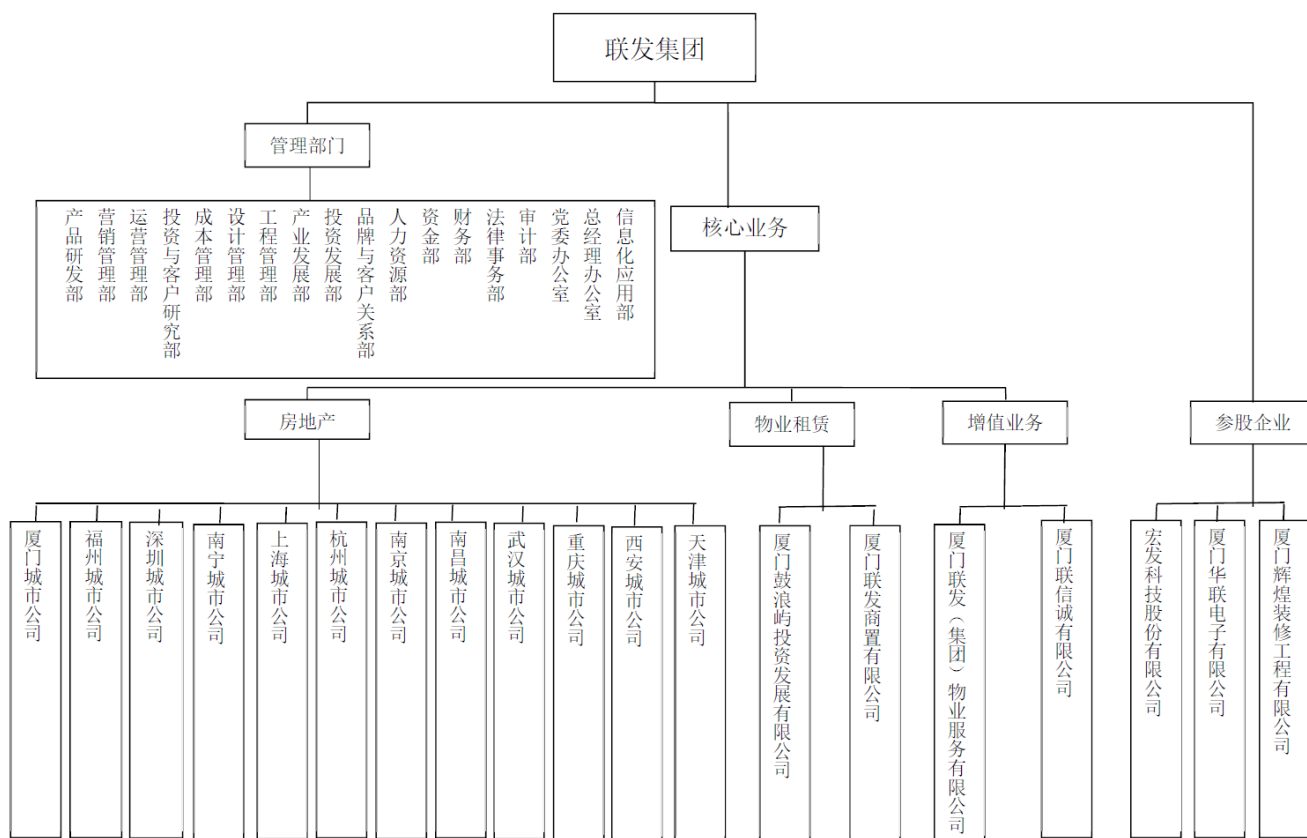
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“19 联发 02”“20 联发 01”“22 联发 01”“22 联发 03”“23 联发 01”“23 联发 02”“23 联发 03”“23 联发 05”“23 联发 06”“21 联发集 MTN001”“21 联发集 MTN002”“22 联发集 MTN001”“22 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN001”“23 联发集 MTN002”“23 联发集 MTN003”“23 联发集 MTN004”“24 联发集 MTN001”“24 联发集 MTN002”和“24 联发集 MTN003”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

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 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
合肥联荣房地产开发有限公司	280000	房地产开发	--	51%	投资设立
南京联华房地产开发有限公司	272000	房地产开发	--	51%	投资设立
厦门联正悦投资有限公司	266000	资产管理、房地产开发	--	100%	投资设立
厦门联荣悦置业有限公司	266000	房地产开发	49%	--	投资设立
南昌联雅红诚房地产开发有限公司	250000	房地产开发	--	50%	投资设立
莆田联融盛置业有限公司	224000	房地产开发	--	49%	投资设立
合肥联辉房地产开发有限公司	200000	房地产开发	55%	--	投资设立
天津联投房地产开发有限公司	166000	房地产开发	--	51%	投资设立
杭州联阳房地产开发经营有限公司	158000	房地产开发	--	51%	投资设立
南京新劲联房地产开发有限公司	152400	房地产开发	--	50%	投资设立

注：上表为公司合并范围内注册资本规模排名前 10 的子公司
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

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）	180.55	188.06	122.05	116.63
应收账款（亿元）	5.31	5.62	5.59	5.25
其他应收款（亿元）	112.85	131.91	136.34	148.77
存货（亿元）	833.96	771.42	665.27	716.57
长期股权投资（亿元）	31.74	41.54	99.10	98.90
固定资产（亿元）	1.92	3.71	2.88	2.82
在建工程（亿元）	0.93	9.03	0.05	0.05
资产总额（亿元）	1296.49	1274.91	1190.27	1229.67
实收资本（亿元）	21.00	21.00	21.00	21.00
少数股东权益（亿元）	193.11	188.96	179.75	186.67
所有者权益（亿元）	318.15	323.60	305.07	310.57
短期债务（亿元）	62.65	136.29	105.23	96.49
长期债务（亿元）	315.38	229.39	211.71	252.84
全部债务（亿元）	378.03	365.68	316.94	349.33
营业总收入（亿元）	273.00	314.66	288.23	15.45
营业成本（亿元）	247.75	295.10	268.33	13.35
其他收益（亿元）	0.19	0.18	0.23	0.02
利润总额（亿元）	19.05	8.94	3.19	-1.37
EBITDA（亿元）	24.03	12.73	8.42	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	404.90	315.97	255.93	32.00
经营活动现金流入小计（亿元）	445.68	341.74	281.99	38.85
经营活动现金流量净额（亿元）	-45.18	56.74	52.41	-25.99
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.27	-11.78	10.26	-6.13
筹资活动现金流量净额（亿元）	111.58	-50.41	-121.43	19.53
财务指标				
销售债权周转次数（次）	50.30	56.46	51.42	--
存货周转次数（次）	0.34	0.37	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.24	0.24	0.23	--
现金收入比（%）	148.32	100.42	88.79	207.06
营业利润率（%）	8.79	6.12	6.54	12.25
总资本收益率（%）	2.15	0.72	0.85	--
净资产收益率（%）	3.31	0.61	0.35	--
长期债务资本化比率（%）	49.78	41.48	40.97	44.88
全部债务资本化比率（%）	54.30	53.05	50.95	52.94
资产负债率（%）	75.46	74.62	74.37	74.74
调整后资产负债率（%）	64.94	63.77	64.04	64.32
流动比率（%）	180.30	160.63	150.41	157.93
速动比率（%）	52.89	52.25	50.73	49.32
经营现金流动负债比（%）	-6.90	7.97	7.85	--
现金短期债务比（倍）	2.88	1.38	1.16	1.21
EBITDA 利息倍数（倍）	1.27	0.69	0.45	--
全部债务/EBITDA（倍）	15.73	28.73	37.65	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 公司合并报表中其他流动负债中的债务已调整至短期债务；公司长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；3. 公司 2024 年 1—3 月财务数据未经审计；4. “—”代表指标不适用

资料来源：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	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	43.34	51.14	27.43	34.09
应收账款（亿元）	0.15	0.09	0.06	0.03
其他应收款（亿元）	283.74	218.47	196.70	229.98
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	75.88	159.98	196.96	196.77
固定资产（亿元）	0.21	0.22	0.70	0.67
在建工程（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	442.56	459.26	459.54	484.76
实收资本（亿元）	21.00	21.00	21.00	21.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	103.48	129.87	137.10	133.85
短期债务（亿元）	19.69	55.15	27.86	27.73
长期债务（亿元）	112.31	87.30	122.82	137.26
全部债务（亿元）	132.00	142.45	150.67	164.98
营业总收入（亿元）	8.73	4.31	4.33	0.39
营业成本（亿元）	6.90	2.87	1.03	0.04
其他收益（亿元）	0.04	0.02	0.02	0.00
利润总额（亿元）	13.36	20.66	15.32	-3.09
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	3.30	3.69	5.70	0.37
经营活动现金流入小计（亿元）	1120.57	665.64	945.03	108.01
经营活动现金流量净额（亿元）	27.59	74.63	-26.10	-8.12
投资活动现金流量净额（亿元）	-2.44	-73.67	7.01	-0.47
筹资活动现金流量净额（亿元）	0.36	-3.36	-2.81	16.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	25.81	18.75	57.54	--
存货周转次数（次）	599.38	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	37.77	85.70	131.64	93.83
营业利润率（%）	17.63	28.96	72.51	73.96
总资本收益率（%）	6.63	9.61	8.01	--
净资产收益率（%）	9.67	15.27	12.63	--
长期债务资本化比率（%）	52.05	40.20	47.25	50.63
全部债务资本化比率（%）	56.06	52.31	52.36	55.21
资产负债率（%）	76.62	71.72	70.17	72.39
流动比率（%）	167.93	119.60	123.54	127.75
速动比率（%）	167.93	119.60	123.54	127.75
经营现金流动负债比（%）	14.04	32.10	-13.26	--
现金短期债务比（倍）	2.20	0.93	0.98	1.23
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司本部财务报表债务数据未经调整，一季报未经审计
 资料来源：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	
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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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