



# 厦门建发集团有限公司 2024 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[2024]跟踪 1643 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，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。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2024 年 6 月 26 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	厦门建发集团有限公司	AAA/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“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”、“23 建发集 MTN003”、“23 建发集 MTN004”、“24 建发集 MTN001”、“24 建发集 MTN002”、“20 建集 Y2”、“21 建集 01”、“22 建集 01”、“23 建集 Y1”、“23 建集 Y2”、“23 建集 Y3”、“23 建集 Y4”、“24 建集 Y1”、“24 建集 Y2”和“24 建集 Y3”	AAA
<b>跟踪评级原因</b>	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。	
<b>评级观点</b>	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”）跟踪期内供应链运营保持显著的规模优势、房地产业务市场地位稳步上升、股东支持力度大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业务面临一定不确定性、计提较大规模减值损失、债务规模持续增加以及家居管理业务并表事项等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。	
<b>评级展望</b>	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。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>不适用。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>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。</p>	

### 正面

- 供应链运营业务规模优势显著，市场竞争力突出
- 房地产业务市场地位稳步上升，品牌认可度高
- 股东支持力度大，跟踪期内无偿划转酒店及股权资产
- 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

- 贸易行业周期性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，公司收入及主业经营利润均有所下降
- 地产业务及家居管理业务计提减值损失规模较大
- 公司债务规模持续增加
- 家居管理业务并表后持续亏损，后续经营及业务协同有待关注

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn  
项目组成员：孔令媛 lykong@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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	6,588.39	7,238.09	8,872.48	9,597.36
所有者权益合计（亿元）	1,739.59	2,002.89	2,607.72	2,662.22
负债合计（亿元）	4,848.80	5,235.20	6,264.76	6,935.13
总债务（亿元）	2,087.93	2,230.86	2,601.19	3,144.50
营业总收入（亿元）	7,195.76	8,473.74	7,834.28	1,366.41
净利润（亿元）	136.80	103.78	174.41	3.04
EBIT（亿元）	215.83	178.20	164.39	--
EBITDA（亿元）	226.03	192.92	184.43	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-2.75	151.95	282.76	-484.27
营业毛利率（%）	3.68	3.91	4.56	4.27
总资产收益率（%）	3.94	2.58	2.04	--
EBIT 利润率（%）	3.00	2.10	2.10	--
资产负债率（%）	73.60	72.33	70.61	72.26
总资本化比率（%）	61.62	59.72	54.92	59.34
总债务/EBITDA（X）	9.24	11.56	14.10	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.40	1.86	1.53	--
FFO/总债务（X）	0.01	0.03	0.07	--
厦门建发（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	535.60	540.08	594.78	615.97
所有者权益合计（亿元）	409.32	382.42	389.59	409.18
负债合计（亿元）	126.29	157.65	205.19	206.79
总债务（亿元）	364.53	376.14	413.19	430.43
营业总收入（亿元）	1.11	1.08	1.45	0.27
净利润（亿元）	27.72	18.23	26.36	0.52
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-5.58	25.56	-10.69	-0.15
资产负债率（%）	23.58	29.19	34.50	33.57
总资本化比率（%）	68.31	70.31	70.30	71.19

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 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，其中 2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年和 2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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；3、合并口径债务统计包含长期应付款、其他非流动负债、衍生金融负债、其他流动负债中的有息部分以及公司及下属子公司发行的永续债。

## 同行业比较（2023 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	金属及金属矿产 10,631.16 万吨、 能源化工 6,351.34 万吨、农林牧渔 2,414.77 万吨	3,566.25	71.96	6,075.32	20.59	40.99	5.23
厦门象屿	金属矿产 13,127 万吨、能源化工 7,317 万吨、农产品 2,035 万吨	3,315.88	73.61	4,904.98	9.95	30.34	4.84
物产中大	钢 6,770.93 万吨、化工产品 1,377.51 万吨、煤炭 5,725.16 万吨	1,661.35	69.10	5,801.61	57.00	38.16	15.54
厦门建发	冶金原材料 12,017.61 万吨、农林 产品 4,193.63 万吨	8,872.48	70.61	7,834.28	174.41	33.86	2.03

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，同时跟踪期内完成对家居管理业务的并表，获得较大规模重组收益，使得资产及盈利规模较大，但其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。国贸控股主要贸易品种经营货量仅包含厦门国贸集团股份有限公司数据。

## 本次跟踪情况

债券简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级有效 期	发行金额/ 债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 建发集 MTN001	AAA	AAA	2023/06/20 至 本报告出具日	5.00/5.00	2021/04/06~2026/04/06	--
21 建发集 MTN002	AAA	AAA	2023/06/20 至 本报告出具日	7.00/7.00	2021/04/26~2026/04/26	--
21 建发集 MTN004 (权益出 资)	AAA	AAA	2023/06/20 至 本报告出具日	5.00/5.00	2021/06/25~2026/06/25	--
21 建发集 MTN005	AAA	AAA	2023/06/20 至 本报告出具日	10.00/10.00	2021/11/18~2024/11/18 (3+N)	利息递延条款,调整票面利率 条款,赎回条款,持有人救济
22 建发集 MTN001	AAA	AAA	2023/06/20 至 本报告出具日	10.00/10.00	2022/04/08~2025/04/08 (3+N)	利息递延条款,调整票面利率 条款,赎回条款,持有人救济
23 建发集 MTN001	AAA	AAA	2023/06/20 至 本报告出具日	10.00/10.00	2023/04/28~2028/04/28	--
23 建发集 MTN003	AAA	AAA	2023/07/14 至 本报告出具日	10.00/10.00	2023/07/17~2028/07/17	--
23 建发集 MTN004	AAA	AAA	2023/08/17 至 本报告出具日	10.00/10.00	2023/08/23~2028/08/23	--
24 建发集 MTN001	AAA	AAA	2024/02/05 至 本报告出具日	15.00/15.00	2024/02/06~2029/02/06	--

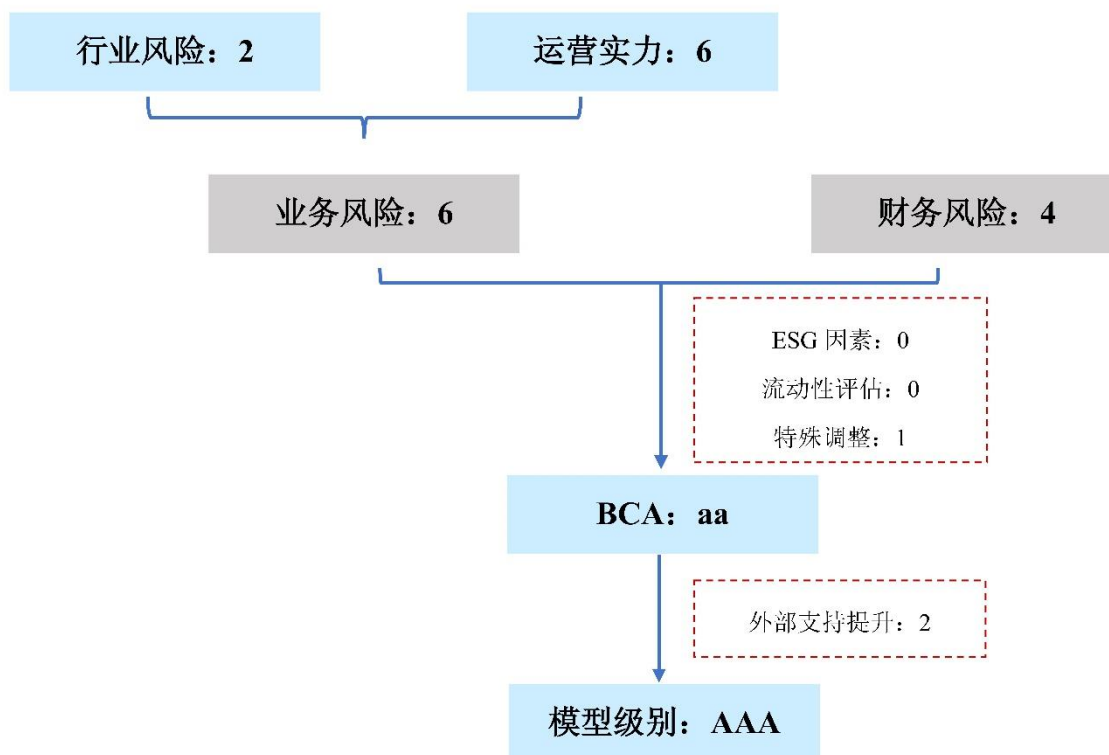
24 建发集 MTN002	AAA	AAA	2024/03/13 至本报告出具日	8.00/8.00	2024/03/20~2029/03/20	--
20 建集 Y2	AAA	AAA	2023/06/20 至本报告出具日	2.00/2.00	2020/04/16~2025/04/16 (5+N)	利息递延条款,调整票面利率条款,赎回条款,续期选择权
21 建集 01	AAA	AAA	2023/06/20 至本报告出具日	10.00/10.00	2021/07/29~2026/07/29	--
22 建集 01	AAA	AAA	2023/06/20 至本报告出具日	15.00/15.00	2022/01/25~2027/01/25	偿债保障承诺
23 建集 Y1	AAA	AAA	2023/06/20 至本报告出具日	9.00/9.00	2023/04/03~2026/04/03 (3+N)	利息递延条款,调整票面利率条款,赎回条款,续期选择权,经营维持承诺
23 建集 Y2	AAA	AAA	2023/06/02 至本报告出具日	15.00/15.00	2023/06/12~2026/06/12 (3+N)	利息递延条款,调整票面利率条款,赎回条款,续期选择权,经营维持承诺
23 建集 Y3	AAA	AAA	2023/07/05 至本报告出具日	15.00/15.00	2023/07/24~2026/07/24 (3+N)	利息递延条款,调整票面利率条款,赎回条款,续期选择权,经营维持承诺
23 建集 Y4	AAA	AAA	2023/08/30 至本报告出具日	12.00/12.00	2023/10/16~2026/10/16 (3+N)	利息递延条款,调整票面利率条款,赎回条款,续期选择权,经营维持承诺
24 建集 Y1	AAA	AAA	2024/01/12 至本报告出具日	20.00/20.00	2024/01/25~2027/01/25 (3+N)	利息递延条款,调整票面利率条款,赎回条款,续期选择权,经营维持承诺
24 建集 Y2	AAA	AAA	2024/04/11 至本报告出具日	8.00/8.00	2024/06/06~2027/06/06 (3+N)	利息递延条款,调整票面利率条款,赎回条款,续期选择权,经营维持承诺
24 建集 Y3	AAA	AAA	2024/04/11 至本报告出具日	12.00/12.00	2024/06/06~2029/06/06 (5+N)	利息递延条款,调整票面利率条款,赎回条款,续期选择权,经营维持承诺

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
厦门建发	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/3/13 至本报告出具日

● 评级模型

厦门建发集团有限公司评级模型打分(C110100\_2024\_04\_2024\_01)



注:

**个体信用状况 (BCA):** 中诚信国际认为, 受益于跟踪期内公司合并范围扩大且获得较大规模重组收益, 资产质量提升, 公司个体信用状况由 aa 调整至 aa。

**调整项:** 除供应链运营主业外, 公司还拥有房地产开发、旅游酒店、会展等稳定业务及优质资产, 能够对其产业布局形成有效补充, 分散经营风险。

**外部支持:** 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, 跟踪期内外部支持无变化。受个体信用状况的支撑, 外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

**方法论:** 中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100\_2024\_04

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

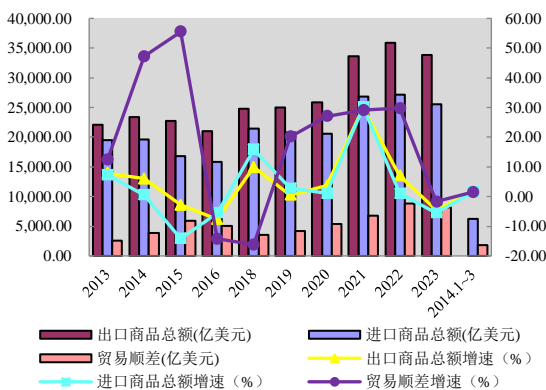
详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，2023 年起初在出口多元化、成本优势以及防控政策调整的背景下，出口额持续上涨，但 5 月起受去年同期高基数以及海外发达经济体持续去库存等因素影响，出口降幅不断扩大。内贸方面，大宗商品价格波动对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

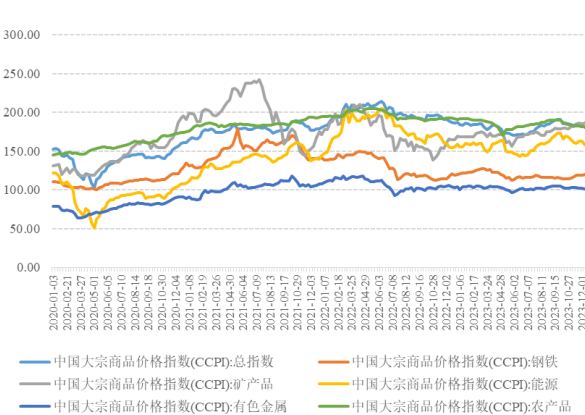
我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2023 年，在出口多元化、成本优势以及防控政策调整的背景下，出口订单回流支撑前 5 个月出口额持续上涨；步入 5 月后，由于去年同期的高基数效应影响，加之海外发达经济体还处于库存的持续去化阶段，一定程度上阻碍国内出口，国内出口降幅不断扩大；11~12 月，海外黑五购物节及假期等因素对国内出口有一定拉动，商品出口总额增速边际持续有所改善，进口总额降幅较前期缩窄。由于海外地区经济增长趋缓、商品需求偏弱的基本趋势不变，海外经济的不确定性仍对我国对外贸易形成持续影响。2023 年，我国进出口总额实现 5.94 万亿美元，同比下降 5%；其中，货物对外出口总值 3.38 万亿美元，同比下降 4.6%；货物进口总值 2.56 万亿美元，同比下降 5.5%；贸易顺差 8,232.23 亿美元，同比减少 1.7%。2024 年一季度，我国进出口总额实现 1.43 万亿美元，同比增长 1.5%。

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。2023 年第四季度，受发行万亿国债、财政力度加大，以及地产下行周期中，基建等领域的资本投入对冲了地产需求的滑坡，下游黑色金属需求一定程度保持稳定等因素影响，黑色系价格涨幅明显。大宗商品价格大幅波动的市场态势，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，2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，



**但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。**

受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央国企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?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，房地产业务保持扩张节奏，市场地位稳步提升，此外还通过收购新增家居商场运营业务；但贸易行业周期性波动、地产行业下行以及消费不振等外部环境变化使得公司业务发展承压，公司供应链业务风险控制、房地产业务经营策略和财务管理以及家居商场业务盈利等情况仍需关注。**

*跟踪期内，公司产权结构无变化，部分高级管理人员发生变更，战略规划清晰。下属子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”）股权事项完成，该事项对公司经营及战略规划产生的影响有待关注。*

截至 2024 年 3 月末，厦门市国资委持有公司 100% 股权，为公司控股股东及实际控制人。公司董事长、副董事长<sup>1</sup>由厦门市国资委任命。此外，跟踪期内公司部分董事、监事、高级管理人员发生变更<sup>2</sup>，系正常职务调整。公司为国有独资企业，上述人员的暂缺以及高管变更，不会对公司治理和正常经营活动产生实质影响。

2023 年，公司子公司厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）通过现金方式协议收购美凯龙 29.95% 的股份，交易对价为 62.86 亿元，并于 2023 年第三季度将美凯龙纳入合并范围<sup>3</sup>。收购完成后，建发股份参与制定美凯龙发展战略，助其优化负债结构并降低融资成本，中诚信国际将持续关注并评估该事项对公司经营及战略规划产生的影响。

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 49.8 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

<sup>1</sup> 目前，厦门市国资委未任命副董事长，现副董事长职位空缺。

<sup>2</sup> 2023 年，因公司取消设置监事会 4 名监事离任，3 名董事离任；董事、监事、高级管理人员的离任（含变更）合计人数为 7 人，离任人数占年初全体董事、监事、高级管理人员总人数的 46.67%。同期，杨清榕、陈金铭新任公司董事，邹少荣、赵呈闰新任公司副总经理。

<sup>3</sup> 2023 年 8 月，美凯龙发布公告称其已完成董事会、监事会换届选举，建发股份董事长郑永达任美凯龙第五届董事会董事长，美凯龙第五届董事会共有 14 位董事，其中建发系董事共 10 位。

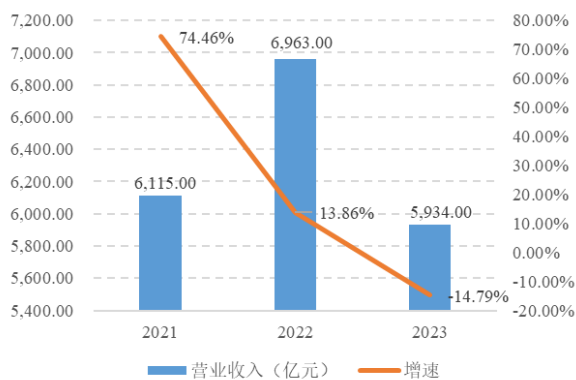
补充流动资金及偿还银行借款。配股相关事项的生效和完成尚待上海证券交易所发行上市审核并报经中国证券监督管理委员会做出同意注册的决定后方可实施。中诚信国际将持续关注其进展。

跟踪期内，公司战略规划清晰。公司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。

**跟踪期内，公司供应链业务保持显著的规模优势，贸易品种丰富，市场竞争优势突出；已建立稳定的供应链网络体系，并具备完善的供应链集成服务能力，客户质量较优；但在大宗商品价格下行周期及下游需求疲软的背景下，公司的风险控制情况需保持关注。**

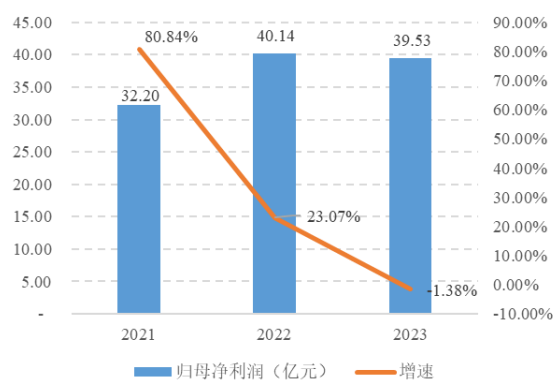
跟踪期内，公司聚焦核心品类和上下游大客户，加快国际市场布局，并持续完善重大风险管控体系建设。2023 年，公司供应链运营业务营业收入同比下降 14.78% 至 5,933.30 亿元，建发股份供应链板块归母净利润同比小幅下降 1.38%；得益于公司专业化、国际化、物流支持、投资支持、金融赋能、科技赋能等战略的落地成效，在大宗商品价格下行周期下，公司巩固了核心品种的市场占有率，当期供应链业务保持了显著的规模优势，但大宗商品价格下行周期及下游需求疲软等因素为公司供应链业务未来发展带来不确定性。

图 3：近年来建发股份供应链板块收入及增速



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



资料来源：建发股份年报，中诚信国际整理

公司是国内领先的大宗商品集成服务企业，贸易模式以自营为主，代理为辅；跟踪期内，公司贸易业务模式及结算模式未发生显著变化。贸易结构方面，公司仍以内贸为主，进出口业务保持较快发展态势。2023 年建发股份实现进出口和国际业务额 438 亿美元，同比增长 8.38%；其中，与亚太经合组织国家贸易规模超 290 亿美元，同比增长超 9%；与“一带一路”沿线国家的贸易规模近 170 亿美元，同比增长超 16%；与 RCEP 成员国家的贸易规模超 150 亿美元，同比增长超 10%。

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，2023 年以来，建发股份拓展南美、非洲、中亚等地区的农产品、纸浆、煤炭、有色矿产等供应商资源，提升粮食、能源和矿产等关键资源的全球稳价保供能力，同时积极推进东南亚地区粗铜、原铝、镍铁等初级工业品

产能合作。

分品种来看，2023 年，受外部环境承压、下游需求疲弱影响，公司钢材、铁矿石经营货量同比减少，叠加大宗商品价格下行影响，冶金原材料业务收入下降 13.37%。2023 年受行情波动影响，农林产品经营货量和销售收入均同比下降。公司运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险和汇率风险，通过对贸易业务进行套期保值，公司能够锁定一定的利润空间。

表 1：近年来公司主要贸易品类经营情况（万吨、亿元）

产品	2021		2022		2023	
	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	12,817.12	3,655.24	13,722.03	3,634.00	12,017.61	3,148.03
农林产品	3,960.93	1,574.92	4,598.42	1,935.13	4,193.63	1,772.51

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上下游方面，公司上下游合作企业具有良好行业知名度并与其建立紧密的战略合作伙伴关系，已建立长期稳定的采购分销体系，客户质量较优。跟踪期内，公司主要贸易品种上下游合作供应商及客户未发生显著变化。2023 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，单一客户最高交易金额占比均不超过 9%，不存在依赖某一单一供应商或单一客户的情况。

此外，公司强化投资支持，向供应链业务的上下游延伸。2023 年，公司通过出资认购中国阳光纸业控股有限公司（以下简称“阳光纸业”，证券代码：02002.HK）1.62 亿股普通股并成为阳光纸业的第二大股东，持股 14.34%，该收购事项交易对价 4.01 亿港元。同期，建发矿产集团聚焦国内金属核心产业基地，与核心工厂达成项目型合作，推动供应链业务从前端原料向后端产品延伸，打通铬系、锰系、镍铁等产业链条。

**跟踪期内，公司加速去化回款，市场地位进一步提升；但受行业下行因素影响，计提减值损失仍然较大；同时，公司拿地节奏扩大，在房地产市场景气度下行及全行业销售增长乏力背景下，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（以下简称为“建发地产”）和联发集团有限公司两家子公司负责运营，在厦门当地具有很强的区域竞争力与很高的品牌认知度。公司地产项目布局于海西、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。2023 年，受益于前期地产业务快速扩张，当期结转收入保持增长；但受公司继续对销售进度不及预期的存货计提减值<sup>4</sup>以及行业景气度持续下行等因素影响，当期建发股份房地产业务分部实现归母净利润 1.91 亿元，同比大幅减少。

从开发及销售指标来看，2023 年，因公司上年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进一步下降，而竣工面积大幅上升。销售方面，2023 年公司签约销售面积和签约销售金额均同比增长，同时全口径销售回款比例约 99%，保持在高位。区域方面，公司在二、三线城市合同销售面积占比近 83%，全口径销售额超 50 亿元的城市数量达到 12

<sup>4</sup> 2023 年，房地产业务计提存货跌价准备 29.31 亿元。

个。根据克而瑞“2023 年 1~12 月中国房地产企业销售榜”，按权益金额计算建发地产实现销售金额 1,379.70 亿元，位列全国第 7 名，市场地位进一步上升。

表 2: 近年来公司房地产业务经营情况 (万平方米、亿元)

经营指标	2021	2022	2023
合同销售金额	2,175.65	2,097.25	2,294.79
权益销售金额	1,645.22	1,460.84	1,559.89
合同销售面积	1,180.77	1,010.33	1,056.10
权益销售面积	895.55	740.21	757.19
账面结算收入	791.71	1,254.67	1,570.41
账面结算面积	573.14	646.74	1,048.04
新开工面积 (权益口径)	1,680.02	779.19	713.25
竣工面积 (权益口径)	733.62	779.19	1,257.80

资料来源: 公司提供

土地储备方面, 2023 年, 公司加大了拿地力度, 以多元化方式获取优质土地 91 宗, 全口径拿地金额合计约 1,320.28 亿元, 其中一二线城市拿地金额占比超 90%, 重点在上海、厦门、杭州、北京及苏州等地获取项目, 当期新增地块全口径货值约 2,553.02 亿元。截至 2023 年末, 建发股份共有全口径土地储备 2,232.67 万平方米, 其中一、二线城市的全口径土地储备货值占比约 73.57%, 较上年末提高 5.48 个百分点。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。

表 3: 近年来公司土地储备变化情况 (不包含土地一级开发) (万平方米、亿元)

经营指标	2021	2022	2023
新增计容权益建筑面积	960.28	348.95	874.83
期末土储面积	2,187.19	1,789.12	1,718.20
土地购置支出	1,084.37	651.91	955.31

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

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。2023 年, 公司商业地产运营收入 37.10 亿元, 同比大幅增加。

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。但考虑到目前房地产市场景气度下行, 政策松绑后的销售增长动能不强, 房地产销售承压, 市场成交量整体转弱, 中诚信国际将持续关注房地产业务拿地节奏、未来项目利润率水平、项目去化和财务管理情况。

**受外部环境不佳影响, 美凯龙并表期间的归母净利润持续为负, 中诚信国际将持续关注美凯龙未来经营管理及盈利情况及业务协同效应发挥情况。**

美凯龙为国内家居装饰及家具零售行业市场占有率领先的家居品牌, 目前以自营商场和委托管理商场的经营管理为主, 其家居商场管理规模为国内最大。美凯龙通过自营模式在一、二线城市核心地区构建行业进入壁垒, 并通过委管和特许经营模式对开拓三线及以下城市下沉市场。2023 年以来, 美凯龙持续调整门店结构, 商场数量和经营面积均呈下降态势。同期, 受外部环境不佳影响, 美凯龙商场出租率持续下滑, 为支持商户持续经营, 美凯龙稳商留商优惠增加使得 2023 年

美凯龙营业总收入同比减少 18.6%；期间美凯龙还计提了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，以上四项合计金额为 31.61 亿元；综上使得当期美凯龙净亏损-23.70 亿元，并表期间贡献的归母净利润为-5.63 亿元。此外，由于收购美凯龙的交易对价低于取得的美凯龙可辨认净资产公允价值，公司当期确认 95.87 亿元重组收益，使得账面利润规模大幅提升。2024 年一季度，由于稳商留商优惠增加以及投资性房地产公允价值变动损失增加，美凯龙当期仍亏损。

表 4：近年来美凯龙经营指标及财务指标情况（家、万平方米、亿元）

指标	2022	2023	2024.1~3
自营商场及委管商场	378	362	--
经营面积	2,250.83	2,172.47	--
总资产	1,260.92	1,210.61	1,216.04
所有者权益	554.81	528.22	523.99
营业收入	141.38	115.15	21.12
净利润	6.68	-23.70	-3.57

资料来源：美凯龙公告，中诚信国际整理

中诚信国际认为，美凯龙作为家居商场行业龙头，其品牌认可度较高，自营商场区位优势较强，其业务亦可与公司其余业务产生一定协同效应，但受房地产销售承压以及消费不振等多重因素影响，家居商场行业面临较大的经营压力，同时美凯龙自有物业公允价值变动亦造成一定损失，需持续关注美凯龙的经营管理及盈利情况及未来业务协同发挥情况对公司的影响。

**公司旅游会展业务保持良好的品牌效应，2023 年营收规模大幅增加；医疗器械流通业务规模扩大亦推动其收入规模进一步上升；新兴股权投资业务平稳运行，但投资业绩实现情况仍需关注。**

截至 2023 年末，公司下属有 24 家酒店（其中 16 家为星级酒店）和 5 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。2023 年，由于上年基数较低，旅游服务板块营收规模同比大幅增加。

会展业务方面，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。2023 年，举办各类展览、回忆、自办展共 305 场，举办数量及业务收入同比均大幅增长。

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。2023 年，在医疗器械流通业务规模扩大的影响下该板块收入同比大幅上升。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（以下简称“建发致新”）拟在创业板上市，2023 年 11 月深交所上市审核委员会发布审议结果，建发致新首发符合发行条件、上市条件和信息披露要求。

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。2023 年，建发新兴直接投资及基金投资业务规模持续扩大，并进一步扩大外部募资规模、拓展与社保基金的基金管理业务合作，同时部分直投项目退出实现了较好的投资收益及现金回流，但 2023 年以来二级市场波动较大，投资收益相关指标有所下滑，资本市场政策变化等外部因素对后续项目退出、投资业绩及外部募资开展的影响仍有待持续观察。

## 财务风险

中诚信国际认为，美凯龙持续亏损且债务压力较大，跟踪期内厦门建发将其纳入合并范围，叠加房地产板块计提减值等因素影响，公司盈利能力有所弱化且债务规模迅速提升，但考虑到公司目前盈利及获现能力和财务杠杆仍处于行业内较好水平，同时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，公司整体偿债能力较强；但需关注房地产资产减值、美凯龙经营业绩及债务规模控制等因素对公司信用水平的影响。

### 盈利能力

公司收入主要来自供应链业务，由于 2023 年供应链运营业务收入规模下降，公司营业总收入随之下降。毛利率方面，当期供应链运营业务毛利率上升，房地产开发业务毛利率进一步下降，综合影响下公司营业毛利率同比上升 0.65 个百分点。2023 年，由于代理手续费、广告宣传费及品牌使用费等销售费用、股权激励费用和资产折旧等管理费用和财务费用均同比大幅增加，当期期间费用对利润侵蚀有所加强，使得公司经营性业务利润同比减少。上年同期权益法转为公允价值计量产生的利得较大及当期处置长期股权投资产生投资收益规模较小等使得当期投资收益同比下降。此外，房地产业务计提存货跌价准备保持在较大规模，美凯龙计提减值损失规模较大及其投资性房地产公允价值下降以及公司所持金融资产公允价值波动等因素亦对当期利润形成明显侵蚀。由于美凯龙纳入合并范围后确认 95.22 亿元重组收益，当期公司营业外收入大幅增加带动净利润同比大幅上升；如不考虑重组收益，2023 年公司 EBIT 等利润指标呈下降态势。2024 年一季度，公司收入和利润规模均保持下降态势。整体来看，受外部环境压力加大以及美凯龙纳入合并范围影响，跟踪期内公司盈利能力有所下降但仍维持一定水平。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供应链运营	6,107.49	1.44	6,962.03	1.68	5,933.30	2.04
房地产开发	962.73	16.75	1,364.35	14.63	1,663.89	11.51
家居商场运营	--	--	--	--	38.61	52.68
旅游餐饮服务	11.22	24.15	10.15	20.20	15.72	37.60
会展业务	3.71	7.76	3.71	15.09	6.29	32.59
城服业务	8.13	26.13	9.81	25.38	14.33	19.47
医疗业务	101.94	10.06	123.24	7.98	161.89	8.31
其他业务	0.53	69.19	0.44	22.73	0.54	37.04
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>7,195.76</b>	<b>3.68</b>	<b>8,473.74</b>	<b>3.91</b>	<b>7,834.28</b>	<b>4.56</b>

注：各分项加总与合计数存在差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 资产质量

合并范围扩大以及房地产业务规模扩大带动公司 2023 年末总资产规模同比增加。其中，公司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。由于供应链运营业务赊销增加，当期末应收账款同比增长且周转率有所下降。同时，由于公司存货中房地产和土地储备占比较高，存货周转率处于同业企业中偏低水平。期末货币资金规模同比增加，其中受限比例为 11.95%，受限比例较低。非流动资产方面，由于房地产合作项目投资增加公司长期股权投资同比上升；美凯龙资产主要为投资性房

地产，其纳入合并范围后公司投资性房地产规模大幅上升。**中诚信国际认为**，美凯龙将投资性房地产按公允价值计量，由于外部环境不佳，美凯龙租金收入及管理费收入下滑使得投资性房地产估值持续下调，需持续关注其未来价值波动情况。

公司总负债中合同负债和有息债务的占比较大。公司合同负债主要为预收售房款和供应链业务预收货款，随着房地产业务发展，2023 年末同比增加。有息债务方面，主要受美凯龙并表影响，公司债务规模进一步上升。所有者权益方面，经控股股东厦门市国资委同意，公司将资本公积 22.5 亿元转增注册资本，同时由于控股股东划转近 10 亿元酒店及股权资产用于转增国有资本金<sup>5</sup>、合并范围变化、房地产合作项目的少数股东投入资本增加以及利润积累，2023 年末公司所有者权益规模较年初扩大，使得资产负债率和总资本化比率均下降，财务杠杆尚处于行业内适中水平。**中诚信国际关注到**，公司所有者权益中其他权益工具及少数股东权益居多，权益稳定性一般；美凯龙债务压力较大<sup>6</sup>，其纳入合并范围后公司未来债务控制情况亦需持续关注。

### 现金流及偿债情况

由于房地产业务销售回款增加、供应链运营业务资金回笼速度提升以及使用票据结算的采购业务增加，2023 年经营活动现金净流入规模同比大幅增加；投资活动现金净流出规模同比收窄，主要系房地产业务收回合作项目往来款净额较上年同期增加以及支付联营企业投资款较上年同期减少所致；由于公司偿还债务规模增加，筹资活动现金流呈大幅净流出态势。2024 年一季度，受贸易业务季节性因素影响，公司采购商品规模增加、资金需求上升，当期经营活动净现金流和筹资活动净现金流随之变化；投资活动现金保持净流出态势。

2023 年，由于债务规模迅速提升，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，其对利息支出可形成有效覆盖。

截至 2023 年末，公司共获得银行授信总额 6,337.05 亿元，未使用的授信额度为 3,822.48 亿元，具备很强的财务弹性。资金管理方面，公司设立资金部负责具体银行账户结算、融资和担保的管理工作，资金部负责非上市行业集团公司资金归集，提高资金使用效率，上市公司资金独立管理。此外，公司下属建发股份、美凯龙、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 5 家上市公司，拥有直接股权融资渠道；公司亦公开发行债务融资工具，且融资成本处于同行业较低水平。整体来看，多元畅通的融资渠道为公司的偿债能力提供了良好支撑。

表 6：近年来公司主要财务指标（亿元、X、%）

项目	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
期间费用合计	124.40	147.37	189.99	47.52
经营性业务利润	135.94	174.66	159.18	10.62
资产减值损失	14.41	52.08	39.33	1.29
信用减值损失	2.23	11.19	14.38	2.69
营业外损益	1.58	4.88	100.73	-0.39
EBIT	215.83	178.20	164.39	--
净利润	136.80	103.78	174.41	3.04

<sup>5</sup> 厦门市国资委向公司注入五缘水乡酒店房产及土地使用权 3.18 亿元和厦门市法拉发展有限公司股权 6.05 亿元。

<sup>6</sup> 根据美凯龙 2023 年年报披露，2023 年美凯龙拆入建发股份资金 52.00 亿元，并已于当期偿还。

<b>资产总额</b>	<b>6,588.39</b>	<b>7,238.09</b>	<b>8,872.48</b>	<b>9,597.36</b>
货币资金	954.82	1,027.83	1,043.83	1,051.90
应收账款	131.45	187.33	275.38	313.09
预付款项	329.95	369.50	377.15	354.51
其他应收款	553.00	672.30	715.41	732.69
存货	3,480.96	3,633.85	3,735.68	4,350.88
长期股权投资	267.75	364.12	499.92	508.79
投资性房地产	167.53	180.03	1,155.44	1,152.78
<b>负债总额</b>	<b>4,848.80</b>	<b>5,235.20</b>	<b>6,264.76</b>	<b>6,935.13</b>
合同负债	1,962.78	2,280.60	2,377.94	2,565.26
短期债务	495.32	572.70	785.18	1,210.91
<b>总债务</b>	<b>2,087.93</b>	<b>2,230.86</b>	<b>2,601.19</b>	<b>3,144.50</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>1,739.59</b>	<b>2,002.89</b>	<b>2,607.72</b>	<b>2,662.22</b>
实收资本	67.50	67.50	90.00	90.00
资本公积	35.85	30.39	16.71	17.80
未分配利润	238.06	241.47	297.92	296.74
少数股东权益	1,123.27	1,405.45	1,949.57	1,984.14
存货周转率	2.43	2.29	2.03	1.29*
应收账款周转率	63.35	53.16	33.86	18.58*
资产负债率	73.60	72.33	70.61	72.26
总资本化比率	61.62	59.72	54.92	59.34
经营活动净现金流	-2.75	151.95	282.76	-484.27
投资活动净现金流	-143.09	-65.85	-37.35	-64.19
筹资活动净现金流	485.99	-37.96	-275.36	508.31
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务	-0.05	0.02	0.06	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	-0.03	1.47	2.35	--
总债务/EBITDA	9.24	11.56	14.10	--
EBITDA 利息保障倍数	2.40	1.86	1.53	--
FFO/总债务	0.01	0.03	0.07	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 母公司情况

母公司利润主要来自长期股权投资的投资收益，2023 年投资收益同比增加。母公司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、厦门航空有限公司、厦门国际信托有限公司和厦门国际银行股份有限公司等子公司及合联营企业的股权，规模保持上升态势。2023 年以来，母公司总债务规模进一步上升，但财务杠杆水平保持平稳运行。受母公司与非上市板块主体的资金往来影响，母公司经营活动现金流呈波动态势。母公司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。考虑到母公司融资渠道畅通且成本处于行业内较低水平，母公司偿债能力较强。

表 7：近年来母公司财务情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
投资收益	40.03	27.65	36.34	2.33
净利润	27.72	18.23	26.36	0.52
<b>总资产</b>	<b>535.60</b>	<b>540.08</b>	<b>594.78</b>	<b>615.97</b>
其中：货币资金	17.85	31.70	28.22	31.99
其他应收款	122.95	103.04	113.78	125.37
长期股权投资	314.82	339.05	381.65	377.85
<b>总负债</b>	<b>126.29</b>	<b>157.65</b>	<b>205.19</b>	<b>206.79</b>
短期债务	32.40	3.46	68.95	42.77
长期债务	332.13	372.68	344.24	387.66



其中：其他权益工具	240.21	223.56	215.02	235.02
<b>总债务</b>	<b>364.53</b>	<b>376.14</b>	<b>413.19</b>	<b>430.43</b>
<b>所有者权益</b>	<b>409.32</b>	<b>382.42</b>	<b>389.59</b>	<b>409.18</b>
资产负债率	23.58%	29.19%	34.50%	33.57%
总资本化比率	68.31%	70.31%	70.30%	71.19%
经营活动净现金流	-5.58	25.56	-10.69	-0.15
投资活动净现金流	2.06	10.81	-5.26	-10.26

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

或有事项方面，截至 2023 年末，公司合并口径对外担保余额为 53.51 亿元，系对参股房地产企业的担保。

截至 2023 年末公司受限资产合计为 1,634.39 亿元，占当期末总资产的 18.42%，主要为存货、货币资金、投资性房地产等，规模较大；其中投资性房地产为 920.97 亿元，主要为美凯龙将所属商场物业收益权质押用于借款和发行资产支持证券所形成；货币资金为 129.47 亿元，主要为各类保证金、工程监管户资金、集采账户资金、中标业务共管账户资金等；此外以土地使用权为主的使用权受限的存货规模为 535.13 亿元。

截至 2023 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，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，2021 年~2024 年 5 月末，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<sup>7</sup>

### 假设

——2024 年，预计厦门建发供应链业务和房地产业务将保持现有规模。

——2024 年，预计厦门建发资本支出将保持在一定规模。

——2024 年，预计厦门建发仍将保持稳健的财务政策。

### 预测

表 8：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	59.72	54.92	50.92~54.92
总债务/EBITDA(X)	11.56	14.10	14.10~19.10

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

<sup>7</sup> 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。

ESG<sup>8</sup>表现方面，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。公司积极履行作为行业头部企业的社会责任；公司治理结构较优，内控制度较完善。2024 年 4 月，建发股份收到厦门证监局警示函，建发股份相关人员收到监管谈话措施决定，原因系会计核算不规范、内部控制不健全。建发股份及相关人员高度重视上述监督管理措施，将进一步加强证券法律法规和企业内部控制规范体系的学习，不断提高财务核算规范性水平，完善内部控制，提升财务信息披露质量。目前公司潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，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，由于公司主营业务发展，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。考虑到公司银企关系良好，公开债务发行利率处于同行业较优水平，且拥有一定规模的理财产品，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**特殊调整因素方面**，除供应链运营主业外，公司还拥有房地产开发、旅游酒店、会展等稳定业务及优质资产，能够对其产业布局形成有效补充，分散经营风险。

## 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。公司是厦门国资委于 1981 年 1 月设立的综合性的国有独资有限公司，自成立以来，在供应链、房地产及投资等方面得到很大的支持，对公司的定位为中国优秀的大型实业投资集团。2023 年，厦门市国资委向公司注入五缘水乡酒店房产及土地使用权 3.18 亿元和厦门市法拉发展有限公司股权 6.05 亿元，其对公司的支持意愿和支持能力均很强。

## 跟踪债券信用分析

“20 建集 Y2”募集资金 2 亿元，截至目前，已按照募集说明书约定全部用于偿还公司债务。

“21 建集 01”募集资金 10 亿元，截至目前，已按照募集说明书约定全部用于全部用于赎回“18 建集 Y1”。

“22 建集 01”募集资金 15 亿元，截至目前，已按照募集说明书约定全部用于置换“18 建集 Y2”兑付的自筹资金。

“23 建集 Y1”募集资金 9 亿元，截至目前，已按照募集说明书约定全部用于偿还有息债务。

“23 建集 Y2”募集资金 15 亿元，截至目前，已按照募集说明书约定全部用于偿还有息债务。

<sup>8</sup> 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。

“23 建集 Y3”募集资金 15 亿元，截至目前，已按照募集说明书约定全部用于偿还有息债务。

“23 建集 Y4”募集资金 12 亿元，截至目前，已按照募集说明书约定全部用于偿还公司债券和置换已用于偿还到期公司债券的自有资金。

“24 建集 Y1”募集资金 20 亿元，截至目前，已按照募集说明书约定全部用于偿还公司债券和置换已用于偿还到期公司债券的自有资金。

“24 建集 Y2”募集资金 8 亿元，截至目前，已按照募集说明书约定全部用于置换已用于偿还到期公司债券的自有资金。

“24 建集 Y3”募集资金 12 亿元，截至目前，已按照募集说明书约定全部用于置换已用于偿还到期公司债券的自有资金。

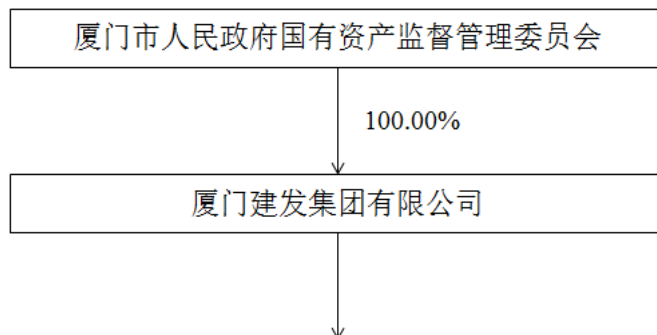
“21 建发集 MTN005”、“22 建发集 MTN001”、“20 建集 Y2”、“23 建集 Y1”、“23 建集 Y2”、“23 建集 Y3”、“23 建集 Y4”、“24 建集 Y1”、“24 建集 Y2”和“24 建集 Y3”均设置续期选择权条款和赎回条款，其中“21 建发集 MTN005”将于一年内赎回，“20 建集 Y2”将于一年内进入续期选择权，考虑到公司融资渠道畅通，其不行使赎回权或行使续期选择权的可能性很低，其余债券跟踪期内尚未进入续期选择期限，亦未进行票面利率调整，上述含权条款跟踪期内对债券的信用风险和公司的信用实力无影响。

跟踪债项均未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司经营层面仍保持批发行业头部地位，多元化板块有助于分散风险，虽跟踪期内受外部因素变化影响经营指标出现阶段性下滑，但考虑到公司流动性良好，再融资渠道通畅，债券接续压力不大，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不高，且超短期融资券可顺畅滚动发行，目前跟踪债券信用风险极低。

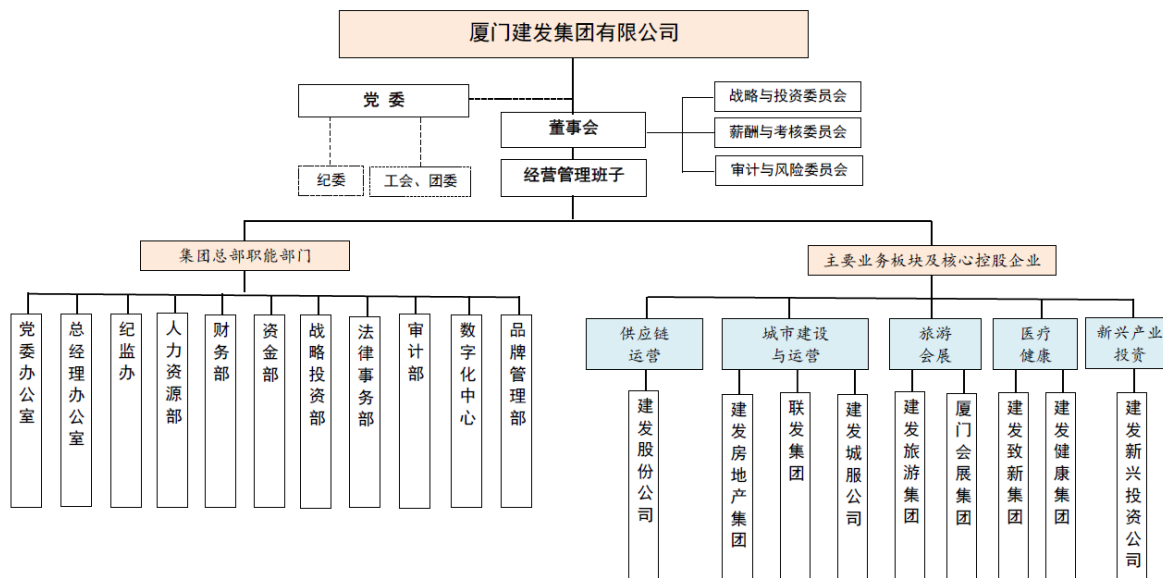
## 评级结论

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“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”、“23 建发集 MTN003”、“23 建发集 MTN004”、“24 建发集 MTN001”、“24 建发集 MTN002”、“20 建集 Y2”、“21 建集 01”、“22 建集 01”、“23 建集 Y1”、“23 建集 Y2”、“23 建集 Y3”、“23 建集 Y4”、“24 建集 Y1”、“24 建集 Y2”和“24 建集 Y3”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 2024 年 5 月末）



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	实业投资、贸易等	30.05	45.16%
2	厦门建发旅游集团股份有限公司	旅游、酒店业投资管理	16.00	100%
3	厦门建发会展控股有限公司	会展服务	1.50	100%
4	厦门建发医疗健康投资有限公司	医疗	10.00	100%
5	厦门建发城服发展股份有限公司	工程施工、公共服务	2.00	100%
6	厦门建发新兴产业股权投资有限责任公司	投资、管理	20.00	100%



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)	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	954.82	1,027.83	1,043.83	1,051.90
应收账款	131.45	187.33	275.38	313.09
其他应收款	553.00	672.30	715.41	732.69
存货	3,480.96	3,633.85	3,735.68	4,350.88
长期投资	456.72	561.74	716.26	717.34
固定资产	104.54	110.69	169.14	167.18
在建工程	5.11	36.65	6.67	6.82
无形资产	21.58	23.03	30.11	32.26
资产总计	6,588.39	7,238.09	8,872.48	9,597.36
其他应付款	411.99	371.51	561.69	528.40
短期债务	495.32	572.70	785.18	1,210.91
长期债务	1,592.61	1,658.16	1,816.01	1,933.59
总债务	2,087.93	2,230.86	2,601.19	3,144.50
净债务	1,187.02	1,281.48	1,682.07	2,092.60
负债合计	4,848.80	5,235.20	6,264.76	6,935.13
所有者权益合计	1,739.59	2,002.89	2,607.72	2,662.22
利息支出	94.33	103.46	120.22	--
营业总收入	7,195.76	8,473.74	7,834.28	1,366.41
经营性业务利润	135.94	174.66	159.18	10.62
投资收益	62.33	47.00	28.87	4.52
净利润	136.80	103.78	174.41	3.04
EBIT	215.83	178.20	164.39	--
EBITDA	226.03	192.92	184.43	--
经营活动产生的现金流量净额	-2.75	151.95	282.76	-484.27
投资活动产生的现金流量净额	-143.09	-65.85	-37.35	-64.19
筹资活动产生的现金流量净额	485.99	-37.96	-275.36	508.31
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	3.68	3.91	4.56	4.27
期间费用率(%)	1.73	1.74	2.43	3.48
EBIT 利润率(%)	3.00	2.10	2.10	--
总资产收益率(%)	3.94	2.58	2.04	--
流动比率(X)	1.54	1.53	1.37	1.35
速动比率(X)	0.59	0.62	0.58	0.53
存货周转率(X)	2.43	2.29	2.03	1.29*
应收账款周转率(X)	63.35	53.16	33.86	18.58*
资产负债率(%)	73.60	72.33	70.61	72.26
总资本化比率(%)	61.62	59.72	54.92	59.34
短期债务/总债务(%)	23.72	25.67	30.19	38.51
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.05	0.02	0.06	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.20	0.08	0.21	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	-0.03	1.47	2.35	--
总债务/EBITDA(X)	9.24	11.56	14.10	--
EBITDA/短期债务(X)	0.46	0.34	0.23	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.40	1.86	1.53	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.29	1.72	1.37	--
FFO/总债务(X)	0.01	0.03	0.07	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、由于缺乏相关数据，2024 年 1~3 月部分指标无法计算；3、合并口径债务统计包含长期应付款、其他非流动负债、衍生金融负债、其他流动负债中的有息部分以及公司及下属子公司发行的永续债。

### 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	17.85	31.70	28.22	31.99
其他应收款	122.95	103.04	113.78	125.37
长期投资	324.77	343.25	384.45	380.57
固定资产	2.49	2.25	2.93	2.77
在建工程	1.33	7.00	0.00	0.00
无形资产	0.82	0.79	0.39	0.38
总资产	535.60	540.08	594.78	615.97
其他应付款	0.94	4.16	3.70	8.86
短期债务	32.40	3.46	68.95	42.77
长期债务	332.13	372.68	344.24	387.66
总债务	364.53	376.14	413.19	430.43
净债务	346.68	344.44	384.97	398.45
总负债	126.29	157.65	205.19	206.79
所有者权益合计	409.32	382.42	389.59	409.18
营业总收入	1.11	1.08	1.45	0.27
经营性业务利润	-4.03	-5.72	-7.46	-1.79
投资收益	40.03	27.65	36.34	2.33
净利润	27.72	18.23	26.36	0.52
经营活动产生现金净流量	-5.58	25.56	-10.69	-0.15
投资活动产生现金净流量	2.06	10.81	-5.26	-10.26
筹资活动产生现金净流量	-7.14	-22.54	12.46	14.18
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	97.08	96.69	35.40	99.59
期间费用率（%）	429.89	617.50	537.08	745.19
总资产收益率（%）	6.24	4.80	5.73	--
流动比率（X）	4.47	16.02	1.89	2.57
资产负债率（%）	23.58	29.19	34.50	33.57
总资本化比率（%）	68.31	70.31	70.30	71.19
短期债务/总债务（%）	8.89	0.92	16.69	9.94

注：1、2024 年一季报未经审计；2、因缺乏相关数据，2024 年 1~3 月部分指标无法计算；3、母公司债务统计包含其他权益工具。

## 附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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
经营效率	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
	现金周转天数	(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
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	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
	EBIT (息税前盈余)	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		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
FFO		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	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	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