



佛山市建设发展集团有限公司2022年面向 专业投资者公开发行永续期公司债券（第 一期）、2023年面向专业投资者公开发行可 续期公司债券（第一期）、2023年面向专业 投资者公开发行永续期公司债券（第二期） 2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

佛山市建设发展集团有限公司2022年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）、2023年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）、2023年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第二期）2024年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
22 佛建 Y1	AA+	AA+
23 佛建 Y1	AA+	AA+
23 佛建 Y2	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到佛山市建设发展集团有限公司（简称“佛山建发集团”或“公司”）是佛山市主要的市属集团企业之一和佛山市重要的城市建设主体，承担了佛山市城市更新、产业园区建设运营等任务，职能定位较高，且佛山市经济发展水平较高，有利于公司业务的发展，此外公司三旧改造、住房租赁等业务多元化发展较好，营业收入继续大幅增长；同时中证鹏元也关注到，公司杠杆水平较高，债务负担较重，项目建设存在较大的资本开支需求，经营及投资活动现金流持续大额净流出，房屋销售、建材贸易业务面临一定的市场波动风险，收购的子公司文科股份（证券代码：002775.SZ）存在一定的经营风险等风险因素。

评级日期

2024 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：蒋申
jiangsh@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
zouhx@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	500.54	505.71	376.84	248.13
所有者权益	110.32	110.50	91.90	76.52
总债务	343.77	340.08	237.17	131.46
营业收入	75.63	315.84	206.19	140.13
净利润	0.22	0.53	2.86	3.77
经营活动现金流净额	-5.55	-30.26	-41.46	-0.31
总债务/EBITDA	183.90	40.46	27.82	14.05
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	1.42	2.06
总债务/总资本	75.70%	75.48%	72.07%	63.21%
经营活动现金流净额/总债务	-1.62%	-8.90%	-17.48%	-0.24%
EBITDA 利润率	--	2.66%	4.13%	6.68%
总资产回报率	--	1.52%	2.34%	3.46%
现金短期债务比	0.62	0.59	0.41	0.51
销售毛利率	6.00%	4.97%	7.74%	10.24%
资产负债率	77.96%	78.15%	75.61%	69.16%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **佛山市区位优势明显，工业基础扎实，经济发展水平较高，为公司发展提供良好的外部环境。**佛山市毗邻深港澳，为珠三角地区西翼经贸中心、综合交通枢纽及粤港澳大湾区重要节点城市，是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，人口吸附能力强，经济财政实力雄厚，2023 年全市 GDP 同比增长 5.0%至 1.33 万亿元，经济总量在广东省排名第三，且在粤港澳大湾区和广佛同城发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑。
- **公司职能定位较高，业务较为多元且主要业务持续性较好，营业收入继续大幅增长。**公司定位为佛山市重要的城市建设主体，承担了佛山市重要的产业园区建设运营、城市更新以及佛山市住房租赁改革试点任务，业务主要围绕园区及城市更新项目的建设开发及运营，业务可持续性较好，同时，逐步向上游建筑施工、建筑材料贸易、预制装配单位销售以及下游物业管理、安保服务等方面拓展，打造具有全产业链能力的城市建设主体。伴随电解铜等有色金属及铝制品贸易的不断拓展，公司 2023 年有色金属及金属制品贸易收入快速增长，带动同期营业收入同比增长 53.18%；公司三旧改造、产业园开发、住房租赁等项目储备充足，能持续贡献相关业务收入。

关注

- **公司财务杠杆继续攀升，债务偿付压力加大，叠加项目建设资本开支需求大，面临较大的资金压力。**公司三旧改造、产业园建设、住房租赁等项目建设资金沉淀较多，有色金属及金属制品贸易等业务占用较多营运资金，使得经营及投资活动现金流持续大额净流出，公司通过外部融资平衡资金缺口，债务规模快速攀升，2023 年末资产负债率提升至 78.15%，偿债指标进一步弱化，叠加主要在建项目资本开支需求较大，未来仍需通过再融资平衡；此外，公司有一定规模的对外担保余额，且受限资产规模较大，在流动性困难时，可能会削弱其融资能力。
- **公司房屋销售和有色金属及金属制品贸易业务面临一定的市场波动风险。**2023 年以来，房地产市场持续低迷，公司房屋销售去化压力较大；有色金属及金属制品贸易业务盈利受原材料价格影响较大，且客户回款难度增大。
- **并购的上市公司仍存在一定经营风险。**2024 年 3 月末公司持有文科股份 35.57%的股权，形成商誉 5.75 亿元，在借款、银行授信担保等方面给予文科股份较大的支持，但需注意，文科股份应收款项规模较大且继续增长，严重占用营运资金，部分市政园林项目回款缓慢，信用减值损失较大，净利润持续亏损，资产负债率居高不下，且存在较多诉讼及多项被执行人记录，若其经营状况未能明显好转，或导致公司面临较大的投资损失、或有负债风险及商誉减值风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长一段时间内仍将作为佛山市重要的城市建设主体，业务可持续性较好，且有望继续获得外部支持。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
地方产业投资（运营）企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx 2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx 2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	区域环境	7/7	财务状况	杠杆状况	2/9
	经营状况	7/7		盈利状况	弱

		流动性状况	6/7
业务状况评估结果	优秀	财务状况评估结果	较大
调整因素	ESG 因素		0
	审计报告质量		0
	不良信用记录		0
	补充调整		0
个体信用状况			aa-
外部特殊支持			2
主体信用等级			AA+

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

外部特殊支持

- 公司是佛山市重要的城市建设主体，承担了城市更新、产业园区建设运营等任务，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，佛山市人民政府（以下简称“佛山市政府”）提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为：佛山市政府对公司经营战略和业务运营拥有绝对控制权，近年在资金注入、股权划转、项目资源等方面给予公司较大力度的支持；公司以三旧改造、产业园开发、住房租赁等方式参与佛山市城市更新，对佛山市政府贡献很大，公司已通过发行债券融资，拥有较大规模的银行借款等存量债务，且控股了上市公司文科股份，若公司发生债务违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性不利影响。同时，中证鹏元认为佛山市政府提供支持的能力极强，主要体现为：佛山市地处珠三角腹地，是我国重要的制造业基地，经济发展水平在广东省内相对领先，在粤港澳大湾区和广佛同城发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑，区域经济实力雄厚。

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
22 佛建 Y1	5.00	5.00	2023-6-19	2025-9-29
23 佛建 Y1	7.00	7.00	2023-6-19	2025-3-14
23 佛建 Y2	5.00	5.00	2023-6-14	2025-6-26

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司分别于2022年9月发行3（3+N）年期5亿元可续期公司债券（22佛建Y1）、2023年3月发行2（2+N）年期7亿元可续期公司债券（23佛建Y1）及2023年6月发行2（2+N）年期5亿元可续期公司债券（23佛建Y2），募集资金均计划用于偿还到期债务及补充流动资金。截至2024年5月31日，“22佛建Y1”募集资金专项账户余额为208.96万元；截至2024年6月21日，“23佛建Y1”募集资金专项账户余额为990.69万元；截至2024年6月21日，“23佛建Y2”募集资金专项账户余额为8.64万元。

三、发行主体概况

2023年及2024年一季度，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。其中2023年11月，佛山市工贸集团有限公司将其持有的公司股份全部无偿转让给佛山市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“佛山市国资委”）。截至2024年3月末，公司注册资本和实收资本仍均为12.63亿元，控股股东及实际控制人仍均为佛山市国资委，持股比例为78.01%，佛山市投资控股集团有限公司、广东省财政厅持股比例分别为19.76%、2.23%，公司股权结构如附录二所示。

公司是佛山市2022年8月确立的八大市属集团企业之一，定位为佛山市城市建设主体，着眼于全市城市建设升级，业务板块包括产业园区建设运营、城市更新、建筑建材、智慧城市服务等，2023年下属重要子公司及其主要财务指标如下表所示。

表1 公司下属重要子公司主要财务指标情况（单位：亿元）

子公司名称	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润	销售毛利率
佛山建发绿色建材有限公司	167.10	21.34	87.23%	276.43	2.54	3.15%
佛山建发城市发展有限公司	163.38	25.71	84.26%	13.69	0.41	15.19%
佛山建发智慧城市科技有限公司	50.05	18.59	62.86%	5.09	0.30	30.09%
佛山市城市建设工程有限公司	24.06	0.66	97.25%	28.70	0.28	6.42%

注：上表数据为2023年度/2023年末数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司新增纳入合并报表范围子公司共8家，不再纳入合并报表范围子公司共4家；2024年一季度，公司新增纳入合并报表范围子公司共5家，不再纳入合并报表范围子公司共1家，具体如下表所示。2023年以来，公司新增并购相关子公司系文科股份为拓展绿色产业而进行的并购，其中收购广州云食城新能源有限公司、中山市晟迪新能源科技有限公司、佛山市晟世晖能光伏发电科技有限公司100%股权

的成本分别为1,116.09万元、128.48万元和1,134.20万元，2023年末形成商誉分别为646.84万元、54.46万元和1,169.54万元。截至2024年3月末，纳入公司合并报表范围内主要一级子公司详见附录四。

表2 2023 年及 2024 年一季度公司合并报表范围子公司变化情况

时间	变动方向	子公司名称	取得方式/不再并表原因或文件
2024 年 1-3 月	减少	佛山市新量子环保材料有限公司	转为权益法
	增加	广东晟世晖锦光伏科技有限公司	并购
	增加	常德市元创新能源科技有限公司	并购
	增加	菏泽建晟绿色能源有限公司	新设
	增加	广西贵港建晟新能源有限公司	新设
	增加	营口昭纳新能源科技有限公司	并购
2023 年	增加	佛山市新量子环保材料有限公司	并购
	增加	翁源建晟绿色能源有限公司	新设
	增加	江苏晟建绿色能源有限公司	新设
	增加	衡阳县佳晖新能源科技有限公司	新设
	增加	深圳文科绿色工程有限公司	新设
	增加	广州云食城新能源有限公司	并购
	增加	中山市晟迪新能源科技有限公司	并购
	增加	佛山市晟世晖能光伏发电科技有限公司	并购
	减少	佛山市亚铝铝业有限公司	清算注销
	减少	佛山建投城发樵园投资有限公司	无偿划转
	减少	佛山市建恒美家装饰工程有限公司	清算注销
	减少	佛山市京纺实业开发有限公司	清算注销

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际GDP同比增长5.3%，增速超预期，名义GDP同比增长4.2%，内部结构分化：城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳

有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行1万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

地方产业投资（运营）行业政策环境

基于政策引导和企业内生发展的需求，基础设施投资类企业转型加速，各地围绕产业投资或城市运营布局的地方产业投资（运营）企业陆续涌现，其信用风险受其所在区域的资源禀赋和政策支持力度差异而分化

全国各地正陆续涌现出地方产业投资（运营）企业，究其原因是政策引导和企业内生发展需求的综合结果。一方面，近年来政策自上而下的推动基础设施投资类企业转型。2014年，修订后的《预算法》打开了地方政府举债的限制，并明确地方政府债券为地方政府举债融资的唯一合法渠道。随后多部委陆续发布相关政策，要求融资平台合规承接政府公益性项目，实现市场化经营，自负盈亏。2021年，原银保监会发布15号文，从债务管控的角度入手，要求银行不得对隐债主体新增流贷。2023年，“35号文”后基础设施投资类企业的债务管控进一步升级，从管债务升级到管主体。另一方面，传统的基础设施投资类企业自身盈利能力难以覆盖债务本息，而在经济高质量发展新阶段中，国有企业还需承担新的使命。自此，地方基础设施投资类企业转型由可选项成为必选项，推动各地政府筹建地方产业投资（运营）企业。

表3 基础设施投资类企业转型政策概述

时间	政策概述	相关文件
----	------	------

2014 年	划清市场和政府的边界：开正门、堵偏门；剥离平台政府融资功能	国发〔2014〕43 号文
2015 年	大力推动 融资平台公司与政府脱钩 ，进行市场化改制，健全完善公司治理结构，对已经建立现代企业制度、实现市场化运营的，在其承担的地方政府债务已纳入政府财政预算、得到妥善处置并明确公告今后不再承担地方政府举债融资职能的前提下，可作为社会资本参与当地政府和社会资本合作项目	国办发【2015】42 号
2015 年	取消融资平台公司的政府融资职能 ，推动有经营收益和现金流的融资平台公司市场化转型改制	财预【2015】225 号
2017 年	推动融资平台公司尽快转型为 市场化运营的国有企业 、依法合规开展 市场化融资	财预【2017】50 号
2018 年	分类稳步推进地方融资平台公司 市场化转型 ， 剥离政府融资职能 ，支持转型中的融资平台公司及转型后的公益类国企依法合规承接政府公益类项目	发改规划【2018】406 号
2021 年	支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏	国办发【2018】101 号
2021 年	对于 承担地方政府隐性债务 的客户， 不得新提供流动资金贷款或流动资金贷款性质的融资	银保监发【2021】15 号
2023 年	财政部门加强 全口径地方债务监管 ，推动融资平台转型发展，加快融资平台兼并整合	国办发【2023】35 号

资料来源：公开资料、中证鹏元整理

传统的基础设施投资类企业正围绕城市的产业、生活属性向地方产业投资（运营）企业转型，通过对区域内国有资产和资源的调配和利用，以市场化的手段贯彻地方政府战略意图，承担促进区域产业发展、保障民生等职能。围绕产业发展方面，传统的基础设施投资类企业正在向园区综合服务商、产业控股或金融控股平台发展等转变，如建设厂房及园区配套生活设施以获取厂房租金和其他服务收入，投资入股产业园区内企业、与园区企业共发展等，发挥地方产业投资（运营）企业对地区经济发展的引领和带动作用；围绕城市运转方面，传统的基础设施投资类企业正转型为城市综合运营服务商或房地产开发商，如开展供水、供电、供气业务、污水处理、垃圾处理、高速和铁路等交通建设运营、矿产和文旅等资源建设运营等。

整体而言，基础设施投资类企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，转型过程中有望获得地方政府较大的业务和资源倾斜力度。同时，地方产业投资（运营）企业仍将继续扎根于本地，故而当地的资源禀赋和政策支持力度很大程度上影响了其盈利和自身造血能力，从而使得信用风险有所分化。

行业及区域经济环境

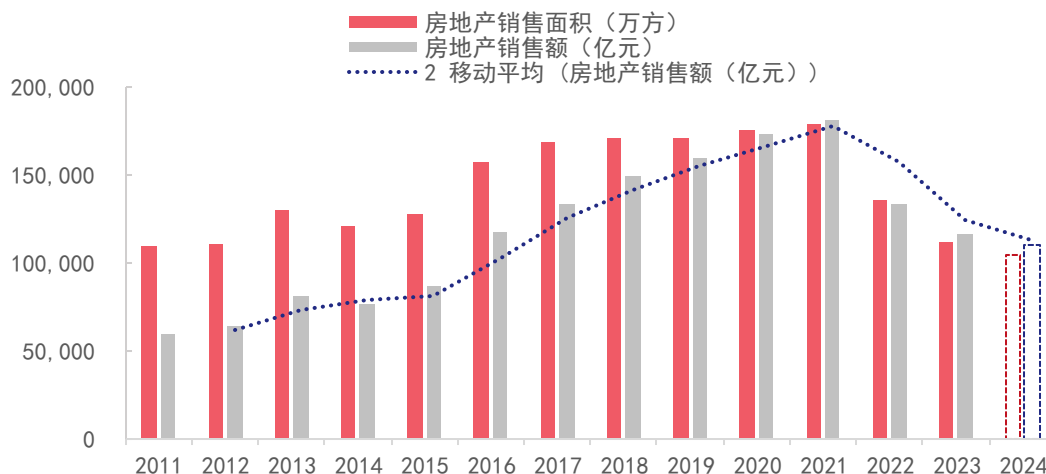
（一）行业环境

2023 年土地市场供需两端均走弱，在冷清的市场环境下，地方政府供地更加谨慎，房企拿地意愿也显著收缩，且政策对销售的提振作用边际递减，预计 2024 年商品房销售有下跌压力，全年延续筑底态势，城市间深度分化进一步加深，近年佛山市房地产开发投资明显回落

2023 年全国商品房累计销售面积 11.74 亿方，同比下降 8.50%；累计销售金额 11.66 万亿元，同比下降 6.50%。销售中枢再下一台阶，商品房销售金额回到 2016 年同期水平，销售面积回到 2012 年同期水平。分季度来看，一季度在需求集中释放下销售迎来短暂的“小阳春”，二季度存量积压的需求下降

后市场动能迅速收缩；下半年中央和地方连续出台利好政策，9-10月份以来核心一、二线城市相继对限购和限贷政策进行松绑，而各地放松节奏频次虽多但节奏偏慢，销售在政策刺激下呈现脉冲式修复。10月以后市场热度再次转冷，市场信心修复需要政策持续加码，而政策对销售的提振作用又在边际递减，整体悲观预期蔓延，全年呈现前高后低的走势。

图1 销售中枢再下台阶，2023年销售金额回到2016年同期水平，销售面积回到2012年同期水平

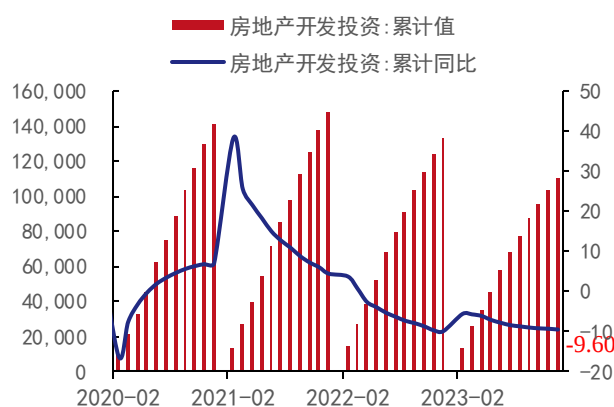


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2023年城市间分化程度进一步加深，一线和部分二线城市具有一定韧性，年底成交环比有所改善。随着四季度以来一、二线城市限制性政策加速松绑，以及年底房企降价促销，一线城市四季度商品房成交面积同比增长3.41%，环比增长15.71%，市场成交量逐步呈现企稳态势。从2023年全年来看，北京、上海和广州2023年成交量同比均有所回升，深圳商品房成交面积同比下降10.63%。二线城市中，成都和西安凭借着区域内产业集聚和人口流入等优势，在全国销售不振的情况下走出独立行情；而天津、郑州、昆明等二线城市表现疲软，其余三四线城市在没有产业和人口支撑的情况下房地产景气度继续下行，销售持续探底。

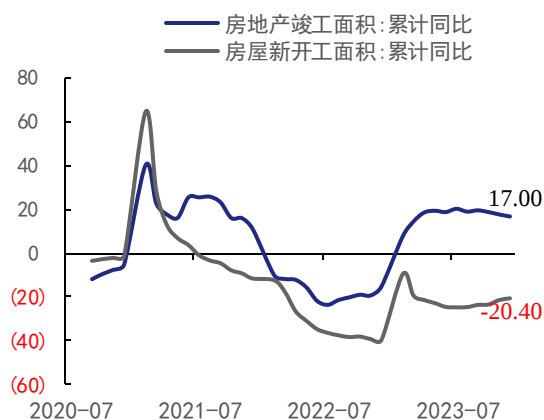
在资金紧张、销售去化不畅背景下，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，导致投资力度进一步削弱。2023年完成房地产开发投资额11.09万亿，同比降幅为9.6%，绝对值下降至2017-2018年同期水平。新开工持续低迷，全年累计新开工9.54亿方，同比降低20.40%；房企重心仍在保交付，竣工数据修复明显，全年累计竣工面积9.98亿方，同比增长17%。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，新开工将继续承压，2024年房地产投资增速下行压力仍然较大，但随着保障性住房和城中村改造等重大政策推进落地，开发投资将有一定支撑，同比降幅有望收窄。

图2 房地产开发投资持续承压（单位：亿元、%）



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图3 新开工低迷，竣工持续修复（单位：%）

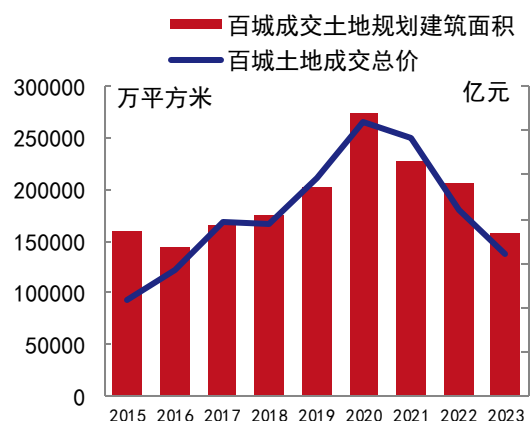


资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

2023年土地市场持续冷清，土地成交总价和成交规划建筑面积仍在持续下行。供应方面，在冷清的市场环境下，地方政府供地更加谨慎，为降低流拍率，大多增加了核心优质地块的供应；需求方面，受市场低迷、房企资金链普遍承压的影响，土地成交规模进一步下滑，2023年100城土地成交总价和成交土地规划建筑面积同比分别下降23.18%和23.20%，从绝对值规模上看，土地成交建面降至2016年水平。

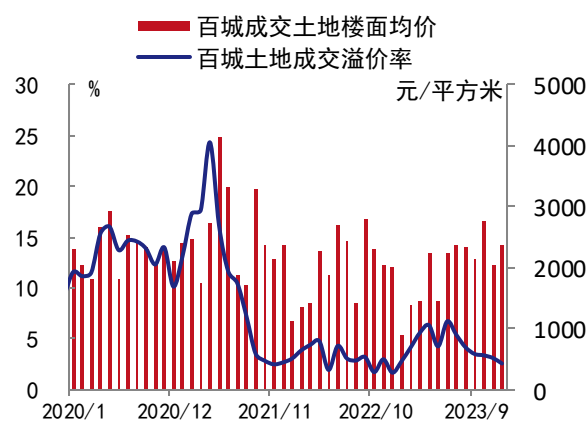
土地成交价格方面，由于热点一、二线城市供地质量提升，2023年成交楼面地价较上年略有回升，房企集中布局一、二线的优质地块的策略将继续延续。在销售尚未企稳的背景下，土地限价放开对市场的提振作用较小。从自然资源部2023年9月底建议取消地价上限以来，在22座集中供地试点城市中，已有18城取消土拍地价上限，但下半年以来全年溢价率仍在低位徘徊，2023年12月成交土地溢价率下降至2.61%。

图4 土地市场冷清，百城土地成交持续下降



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

图5 土地溢价率低位徘徊，楼面均价略有回升



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

土拍市场的结构上来看，央国企仍是拿地主力。从全年的土地市场变动来看，上半年随着销售的短暂企稳，土拍溢价率有所回暖，民企参与度也有所提升，但下半年随着销售走弱，市场迅速降温，民营房企拿地十分谨慎，城投平台再次进场托底。根据中指研究院统计，2023年拿地金额TOP50、TOP100

中七成以上为央国企。预计在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，2024年房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

近年佛山市房地产市场投资明显回落。从项目开发情况看，受房地产行业景气度相对低迷影响，近年佛山市商品房施工面积及房地产开发投资持续减少，2023年施工面积下降14.6%，房地产开发投资较上年下降34.8%。

表4 佛山市房地产主要指标及同比变化情况

项目	2023年		2022年		2021年	
	数值	增长率	数值	增长率	数值	增长率
竣工面积（万平方米）	559.49	-12.0%	635.99	46.9%	432.81	9.1%
施工面积（万平方米）	7,072.10	-14.6%	8,280.32	-12.3%	9,438.91	-3.2%
房地产开发投资（亿元）	1,276.58	-34.8%	1,956.52	-16.5%	2,342.88	2.3%

资料来源：佛山市统计局官网，中证鹏元整理

我国铝型材需求以建筑铝型材为主，受房地产行业景气度影响较大；近年铝型材的产销量有所波动，上游铝原料价格波动对铝企业的生产成本和占用资金数额具有较大的影响

目前我国铝型材主要用于房地产及建筑装饰领域的门窗、幕墙及建筑结构材料等用途，建筑铝型材占全部铝型材产量的70%左右，因此房地产行业景气度对铝型材的需求影响较大；工业铝型材则主要用于光伏、家用电器、轨道交通等领域；而随着节能环保及铝加工技术的升级，铝型材在汽车轻量化、新能源汽车、机械设备等领域的应用也不断深入。

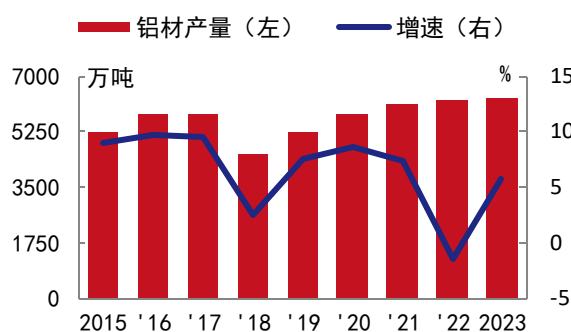
近年铝型材的产销量有所波动。根据中国有色金属加工工业协会的数据，2021年中国铝挤压材产量为2,202万吨，其中，铝型材产量为2,059万吨，同比增长2.8%；在铝型材中，工业铝型材产量为679万吨，同比上一年增长10.9%；建筑铝型材产量为1,380万吨，同比减少0.7%。2022年9月至2023年3月云、贵、川等地多轮电力短缺事件均使得电解铝在产产能出现不同程度的下滑，受次影响2022年全国铝材产量为6,221.6万吨，同比下降1.4%，2023年有所回升。

铝型材加工制造业位于铝加工产业链下游，进入壁垒较低。国内在产的铝型材企业众多，但大中型企业数量少，行业集中度低，行业内多数中小企业只能面向市场处于相对饱和的低端市场，普遍盈利能力不强，抗风险能力较差；整体上国内铝型材行业产业结构不合理、高端产品生产能力不足等问题较为突出。未来随着行业的发展，行业内规模小、设备落后、产品质量低劣的企业将逐步被淘汰，市场份额将逐步向以上市公司为主的大型企业聚集。

由于铝锭占铝制品生产成本的70%以上，其价格波动对企业的生产成本和占用资金数额具有较大的影响。另外，由于低弹性供给和高弹性需求导致供求不平衡以及大宗商品属性，铝原料价存在较强的周期性和波动性；以南储网公布的铝锭价格为例，2020年以来，部分地区限产导致供给趋紧、而需求恢复以及通胀等多重因素叠加影响，使得铝锭价格持续上涨，而2022年第二季度以来随着国内需求企稳、俄

铝等供给增加影响，国内铝锭供需矛盾有所缓解，2022年全年铝锭价格呈现大幅波动态势。铝型材加工行业一般采用“铝锭价格+加工费”的定价模式，盈利来源于主要收取加工费。加工费主要由产品工艺、产品规格、技术质量要求等决定，铝锭价格波动对加工费影响较小；但值得注意的是，在铝锭价格剧烈波动期，若企业无法在接到销售订单后的较短时间内采购原料，将面临一定的铝锭价格波动风险。

图6 近年国内铝材产量有所波动



资料来源：国家统计局，中证鹏元整理

图7 2022年7月以来铝价持续处于震荡区间



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

（二）区域环境

佛山市为珠三角地区西翼经贸中心、综合交通枢纽及粤港澳大湾区重要节点城市，是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，人口吸附能力强，经济财政实力雄厚，在广东省内排名靠前，在粤港澳大湾区和广佛同城发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑，为公司发展提供有力支撑

佛山市地处珠三角腹地，毗邻深港澳，是我国重要的制造业基地、粤港澳大湾区重要节点城市、珠三角地区西翼经贸中心和综合交通枢纽，与广州市共同构成“广佛都市圈”和粤港澳大湾区三大极点之一，全市总面积3,797.72平方公里，辖禅城区、南海区、顺德区、高明区和三水区。佛山市地理位置优越，交通运输便利，2023年末全市有4C级佛山沙堤机场，规划建设4F级珠三角枢纽（广州新）机场，将与广州白云机场共同形成国际航空枢纽；已建成国家铁路5条、城际铁路2条，在建及近期拟建国家铁路6条（段）、城际铁路3条；西江、北江及其支流贯穿佛山全境，现有港口、码头94个，通航航道115条，通航里程1,006公里；高速公路建成通车里程553公里，与大湾区各城市基本实现2小时内通达。

《佛山市交通发展“十四五”规划》提出到2025年，佛山将增强与广州核心区、外围组团核心区间快速联系：实现广佛都市圈45分钟互达，广佛中心城区30分钟快速通达，与京津冀城市群6小时可达，与长三角和成渝城市群5小时可达，与泛珠三角地区4小时可达，融入全国城市群发展。佛山市人口吸附力较强，2023年末全市常住人口为961.54万人，同比继续增长，常住人口城镇化率达95.39%，亦继续提升，且显著高于全省平均水平。

佛山市经济发展处于国内较高水平，民营经济活跃，对外经济发展势头较好，2023年经济总量

（GDP）在广东省21个地级市中排名第3位。2024年一季度佛山市实现GDP为2,872.65亿元，同比增长1.1%。依托良好的区位优势及发展强劲的制造业，近年来佛山市经济稳健发展，于2019年成为全国第17个、广东省第3个经济总量超万亿元的城市，2023年全市人均GDP为全国人均GDP的1.56倍，经济发展处于国内较高水平。佛山市民营经济发展活跃，2016-2020年期间全市市场主体数量年均增长14.27%，2023年美的集团（000333.SZ）、美的置业集团有限公司、宏旺控股集团有限公司等7家企业入选“2023中国民营企业500强”，美的集团（000333.SZ）跻身“世界企业500强”。2023年佛山区民间投资占固定资产投资规模的比重达67.0%，较上年小幅下降。佛山市财政实力较强，2023年全市实现一般公共预算收入800.46亿元，同比增长0.4%；2024年一季度一般公共预算收入182.15亿元，同比增长0.23%。受房地产市场景气度低迷影响，佛山市2023年政府性基金收入下降幅度较大。

表5 佛山市主要经济、财政指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	13,276.14	5.0%	12,698.39	2.1%	12,156.54	8.3%
固定资产投资	--	-9.9%	--	-3.6%	--	7.6%
社会消费品零售总额	3,734.48	3.7%	3,593.57	1.0%	3,556.66	8.1%
进出口总额	5,965.80	-10.5%	6,637.8	7.7%	6,160.7	21.7%
一般公共预算收入	800.46	0.44%	796.76	--	808.26	7.26%
政府性基金收入	477.03	--	557.43	-51.94%	1,159.9	3.07%
人均 GDP（元）	138,071.64		132,935.42		126,465	
人均 GDP/全国人均 GDP	154.52%		155.12%		156.18%	

注：“--”表示未获取该数据，2021 年、2022 年及 2023 年人均 GDP 系根据当年末常住人口数据计算。

资料来源：佛山市 2021-2023 年国民经济和社会发展统计公报、佛山市 2021 年、2022 年本级政府决算公开、2024 年佛山市本级政府预算公开，中证鹏元整理

佛山制造业基础雄厚、门类齐全，已形成十大优势行业，制造业集群化、规模化特征明显，近年持续推动制造业数字化升级转型。佛山市拥有国家级特色产业基地26个，各主要行业的本地产业配套率高达90%以上，其中广佛惠超高清视频和智能家电产业集群、广深佛莞智能装备产业集群、佛莞泛家居集群成为国家先进制造业集群。佛山市向北大布局，规划推进制造业当家、建设现代产业体系的重要载体——佛北战新产业园，作为全市有史以来最大规模园区，佛北战新产业园将加速改变佛山经济格局走向。佛山市工业规模居全国第5、全省第2，制造业集群化、规模化特征明显。佛山市制造业门类齐全，依托于基础雄厚的家电家具、机械装备、食品饮料、陶瓷建材等传统优势产业，当地培育了美的集团（000333.SZ）、中国联塑（2128.HK）、海天味业（603288.SH）等重点企业，2023年各类政策性金融工具帮助2.3万家次企业解决融资超1,060亿元，上市企业总数达81家，有70家企业入选广东制造业500强，数量居全省第二。此外，随着佛山市全面实施制造业高质量发展，巩固提升新一代电子信息、智能家电、先进材料、软件与信息服务、生物医药与健康等战略性支柱产业，近年新兴产业发展较快。2023年佛山市规模以上工业增加值增速为6.6%，其中先进制造业增加值增长7.6%，占规模以上工业增加值的比重

为52.02%，比上年提高1.42个百分点。2023年佛山市持续推进制造业数字化智能化转型，加强重大工程投资统筹调度，546个省、市重点项目完成投资超1,600亿元，达到年度计划的133%。实施工业项目“益企投”，完成工业投资1,509亿元，同比增长31.8%，占固定资产投资比重提升至40%，其中工业技改投资892亿元，同比增长33.7%，投资额居全省第一。

在粤港澳大湾区发展国家战略下，佛山市把握“双区”¹建设、“双城”联动和构建“一核一带一区”²区域发展格局等机遇，发挥产业、区位、交通等优势，协同广州市为粤港澳大湾区建设提供极点支撑，同时加强与深圳市等其他城市合作，加速资本、技术等要素集聚。根据广州市人民政府办公厅、佛山市人民政府办公室于2022年8月共同印发的《广佛全域同城化“十四五”发展规划》，广州市及佛山市拟打造“一区、三轴、一环”³的空间格局，到2025年初步形成高品质现代化国际化都会区，并于2035年基本实现广佛全域同城化。上述发展规划的推出及落实，有望推动广佛全域同城高质量发展，提升区域发展能级及核心竞争力。

五、经营与竞争

公司仍定位为佛山市重要的城市建设主体，着眼于全市城市升级，主要从事产业园区建设运营、城市更新、建筑建材、智慧城市服务等业务，业务发展较为多元化，受益于有色金属贸易业务等的不断扩大，2023年及2024年一季度公司营业收入继续增长，但整体盈利能力仍较弱

公司聚焦城市建设，承担了佛山市重要的产业园区建设运营、城市更新以及佛山市住房租赁改革试点任务，业务主要围绕园区及城市更新项目的建设开发及运营，同时，逐步向上游建筑施工、建筑材料贸易、预制装配单位销售以及下游物业管理、安保服务等方面拓展，打造具有全产业链能力的城市建设主体。2023年及2024年一季度公司营业收入仍主要来源于有色金属及金属制品贸易业务，占同期营业收入的比重均在80%以上，伴随电解铜等有色金属及铝制品贸易的不断拓展，公司有色金属及金属制品贸易收入快速增长，带动同期营业收入大幅增长，但上述业务盈利能力较弱，导致整体销售毛利率仍处于较低水平。公司三旧改造业务形成的房屋销售收入规模仍较大，但受地产项目竣工交楼结转规模大幅下降等因素的影响，2023年房屋销售收入同比有所下降，业务毛利率小幅提升，为毛利润的重要来源，但需持续关注房地产市场景气度对业务的影响。

¹ “双区”即粤港澳大湾区、深圳中国特色社会主义先行示范区。

² “一核”即珠三角地区，是引领全省发展的核心区和主引擎，强调产业发展的“高端化”；“一带”即沿海经济带，是新时代全省发展的主战场，重点打造粤东粤西沿海产业；“一区”即北部生态发展区，是全省重要的生态屏障，重点关注产业绿色化。

³ “一区”为南北向的广佛全域同城化引领区，“三轴”为东西向的广佛全域同城化发展轴（包括中部核心发展轴、南部新兴发展轴、北部绿色发展轴），“一环”为广佛全域同城化联动发展环。

公司建筑工程及科教文旅业务依托于佛山市城市建设工程有限公司（以下简称“佛山建工”）与文科股份（002775.SZ）开展，受益于工程项目增加，2023年业务收入规模继续增长，成为公司第二大业务收入及毛利润来源，2024年一季度业务出现亏损，主要系当期项目收入确认时点滞后等所致。租赁及仓储业务主要依托公司承担的佛山市住房租赁改革试点任务、铝模板租赁等开展，2023年业务收入规模继续增长，对公司毛利润具有较大贡献。此外，公司开展的销售预制装配单位、物业管理及安保、房屋装修、商品销售等业务也丰富了公司的收入及利润来源，但业务盈利能力仍相对较弱，对公司毛利润贡献规模相对较小。

表6 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
主营业务收入小计	75.13	99.34	5.60	313.40	99.23	4.35	204.36	99.11	7.00
有色金属及金属制品贸易	61.28	81.03	2.63	266.50	84.38	2.25	163.04	79.07	3.67
房屋销售	9.56	12.64	28.41	13.52	4.28	20.66	19.39	9.40	16.77
建筑工程及科教文旅	2.19	2.90	-13.05	21.16	6.70	13.29	12.70	6.16	17.92
租赁及仓储	0.86	1.13	15.51	3.96	1.25	32.28	2.49	1.21	65.11
销售预制装配单位	0.30	0.40	-2.75	2.58	0.82	5.87	2.65	1.29	16.28
物业管理及安保	0.37	0.49	22.73	1.54	0.49	12.99	1.36	0.66	18.31
房屋装修	0.13	0.18	6.74	0.61	0.19	5.10	0.53	0.26	7.04
商品销售	0.34	0.45	10.05	3.22	1.02	11.31	1.51	0.73	20.40
设计服务	0.10	0.13	-90.63	0.32	0.10	3.21	0.67	0.32	20.99
其他业务收入	0.50	0.66	65.30	2.44	0.77	85.04	1.83	0.89	90.71
合计	75.63	100.00	6.00	315.84	100.00	4.97	206.19	100.00	7.74

资料来源：公司2022-2023年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

（一）房屋销售业务

公司承担佛山市国资体系内的土地开发建设任务，以三旧改造及产业园开发为主，2023年以来部分项目陆续取得预售许可证，可售面积进一步增加，但受地产项目竣工交楼结转规模大幅下降等因素影响，2023年房屋销售收入有所下降，需持续关注房地产市场景气度对项目去化及业务盈利的影响；目前公司项目储备充足，业务持续性较好，但资金压力较大，且需关注产业园项目后续招商情况

公司承担了佛山市国资体系内的土地开发建设任务，包括产业园开发和城市更新等，其中城市更新相关业务主要由子公司佛山建发城市发展有限公司（以下简称“城发公司”，具备房地产开发二级资质）负责，产业园区项目的建设运营主要由子公司佛山建发产业园区开发有限公司（以下简称“产业公司”）负责。公司在成立之初主要依托佛山市国资系统内较为丰富的土地储备，以城市更新方式承担佛山市国资体系存量土地的开发建设任务，项目来源主要以政府无偿划拨为主，为了引入合作方的项目资源或项目开发经验，相关项目主要通过合作成立项目公司共同进行开发运作；随着项目建设经验的积累，公司开始通过招拍挂、收并购项目公司股权等方式获取部分城市更新项目，并逐步实现独立开发运作。

（1）三旧改造业务

公司三旧改造业务模式为利用所拥有或划拨的土地资产，向佛山市政府申请三旧改造、协议出让，改变土地的性质与功能，补缴土地出让金进行项目开发建设。近年公司开发的三旧改造项目除恒佰湾广场（城发公司已于2022年4月减资退出）位于湛江市外，其余均位于佛山市内。项目开发方面，三旧改造项目开发节奏须与当地政府规划相匹配，前期审批流程较长，因此新开工面积波动较大。2023年公司重点推动高明壹号、周记地块项目（建投恒福壹号）、灯湖悦园等项目建设，使得当年新开工面积较2022年有增加。2023年公司房屋合同销售金额大幅增长，后续能结转较大规模的房屋销售收入。

表7 公司三旧改造业务发展情况

项目名称	2024 年 1-3 月	2023 年	2022 年
新开工面积（万平方米）	7.16	21.92	18.54
竣工面积（万平方米）	0.00	4.65	21.17
开发投资额（亿元）	6.78	41.86	27.66
合同销售面积（万平方米）	3.99	23.12	7.15
合同销售金额（亿元）	7.57	30.44	9.62
确认收入金额（亿元）	9.56	13.52	19.39

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司主要房产项目剩余可售建筑面积合计115.17万平方米，在房地产景气度低迷的环境下，面临一定的去化压力。其中，彩管项目住宅及商铺、花曼丽舍、花曼沁园、恒佰湾广场均已基本销售完毕。彩管项目为公司与绿地控股集团有限公司合作开发，项目位于禅城区核心板块，规划建设内容包括佛山新地标写字楼、五星级酒店、大型Shopping Mall、Loft公寓以及住宅等，目前住宅及商铺均已基本销售完毕，已取得预售证的剩余待售面积为商住公寓，剩余待开发的地块及在建项目主要以写字楼等商业业态为主。周记地块项目（建投恒福壹号）位于佛山市禅城区祖庙街道核心区域，为双地铁上盖物业，项目位置及周边配套较好，项目业态涵盖街区式商业、总部经济办公、服务型公寓、高层住宅等，公司于2022年获得该项目股权，获得债务减免收益2.84亿元。此外，公司建设的悦城峯境、高明壹号、灯湖悦园均已于2023年9月开始取得预售许可证，可售面积进一步增加。

表8 截至 2023 年末公司主要在售三旧改造项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	地区	预售时间/ 开盘时间	总建筑 面积	累计可 售面积	已取得预 售证面积	累计合同 销售面积	剩余可 售建筑 面积	累计合同 销售金额
彩管项目	佛山亚艺 板块	2016/3/23	117.00	105.14	79.84	76.65	28.49	112.23
花曼丽舍 （东亚东 区）*	佛山禅城 区	2018/6/9	15.50	13.35	13.35	12.88	0.47	17.81
花曼沁园 （东亚西 区）*	佛山禅城 区	2020/4/17	9.26	8.00	8.00	6.90	1.10	10.80
誉湖（远大 项目）*	佛山禅城 区	2020/11/21	12.37	10.48	10.48	7.45	3.03	12.32

建投榕华锦苑（榕华里项目）	佛山禅城区	2022/3/25	15.12	14.20	3.89	2.62	11.58	3.45
周记地块项目（建投恒福壹号）	佛山禅城区	2023/1/5	41.50	36.08	9.52	5.27	30.81	18.99
悦城峯境	佛山禅城区	2023/9/27	12.88	2.83	2.83	0.67	2.16	1.45
高明壹号	佛山高明区	2023/9/26	17.49	15.31	4.33	1.07	14.24	1.41
灯湖悦园	佛山禅城区	2023/9/27	25.52	23.48	1.65	0.19	23.29	0.40
合计	--	--	266.64	228.87	133.89	113.70	115.17	178.86

注：“*”为已竣工项目，其余均为在建项目。

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司主要在建及拟建三旧改造项目规模较大，业务持续性较好，但面临一定的建设资金压力，且受房地产行情影响，上述项目建成后能否实现预期收益存在不确定性。2023年公司新增投入建设的项目有灯湖悦园项目、高明壹号项目，均为公司100%自持开发，其中灯湖悦园项目位于千灯湖及祖庙核心商圈交界，为城发公司积极响应政府“高铁进城，重塑佛山城北片区的城市发展格局”号召下开发建设的重点项目，未来项目将开发为禅城TOD核心区的商住综合体；高明壹号项目位于佛山市高明区西江产业新城，为城发公司首进高明区项目，是其为推动西江新城高速发展，而逆市拓疆开发建设的重点项目。此外，公司还拥有泓创项目（项目公司为佛山市泓创投资有限公司，公司全资子公司佛山建发智慧城市科技有限公司（以下简称“建发智城公司”）持股76%）和逢涌村-文头岭片级村级工业园（项目公司为佛山市南海区建投众城置业发展有限公司，公司全资子公司产业公司持股51%）两个拟建项目，分别位于禅城区及南海区，用地面积分别为0.84万平方米和59.67万平方米，土地性质分别为工业用地以及林地和建设用地，目前仍在项目策划阶段，项目投资额暂未定。

表9 截至 2023 年末公司主要在建三旧改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	权益比例	项目土地来源	主要建设内容	总投资	已投资	尚需投资	建设期间
彩管项目	51%	无偿划拨	住宅、公寓、办公、商铺、幼儿园	126.00	103.74	22.26	2015年-2027年
周记地块项目（建投恒福壹号）	51%	合作开发	住宅、商业、办公、公寓	62.49	38.63	23.86	2021年-2026年
灯湖悦园项目	100%	自主改造、协议出让	住宅、商业	36.02	19.43	16.59	2023年-2026年
建投榕华锦苑（榕华里项目）	77%	合作开发	住宅、商铺	18.35	15.24	3.11	2021年-2024年
悦城峯境项目	100%	招拍挂	住宅、商业	18.00	12.13	5.87	2022年-2026年
高明壹号项目	100%	招拍挂	住宅、商业	16.65	7.81	8.84	2023年-2028年
城发中心项目	100%	招拍挂	商业、办公	8.38	4.08	4.30	2021年-2024年
合计	--	--	--	285.89	201.07	84.82	--

注：1）上表中各数据之和与合计数存在略微的差异系四舍五入所致；2）彩管项目的项目公司佛山市彩管置业有限公司（城发公司持股 51%）存在被执行人记录，立案时间为 2024 年 5 月 29 日，执行标的为 208 元；3）高明壹号项目计划总投资根据实际情况作了调整。
 资料来源：公司提供

此外，公司以参股项目公司佛山市广佛里投资开发有限公司（以下简称“广佛里投资”）30%股份的形式与碧桂园（2007.HK）合作开发首期广佛里智慧慢城启动区项目，该项目总投资96.88亿元，建设周期2019年3月-2026年9月，截至2024年3月末已累计投入58.12亿元，盈利模式计划以短期房地产销售和长期物业持有相结合。该项目位于佛山市南海区，总用地面积5,250亩，于2017年7月经佛山市政府认定的首批市级特色小镇，项目计划分四期开发，项目拟建成以生物医药、健康养生、休闲旅游为主导的医药产业创新升级示范园区、产城人文融合发展的特色小镇。

（2）产业园开发运营

公司产业园区建设运营主要包括“政府+国企”的大型产业园区投资开发模式以及参与市场化的产业用地投资开发产业园区载体两种模式，计划通过招商引资，租售结合，并为园区企业提供增值服务，目前主要园区尚在建设阶段，仍尚未实现运营收益。2023年以来，公司产业园开发项目推进速度明显加快，其中佛山云东海生物医药健康产业园为广东（佛山）大型产业聚集区（佛北战新产业园）核心起步区，园区规划范围约26.03平方公里，由子公司产业公司与三水区、高新区三级国企联动开发，包括科创中心、邻里中心、公共服务中心和大健康产业园。科创中心主要建设内容为研发和办公等产业载体，人才公寓、配套商住等综合服务载体；邻里中心作为生活服务配套项目，开发为商业、公寓和酒店（酒店式公寓）；公共服务中心项目主要为科研检验等办公区域。同时，公司与佛山市高明区政府下属国企合作开发佛山临空经济区智造产业园，通过采用“用地转租”、“边整理边开发”模式推动佛山市南海区狮山镇凤梅岭地块建设，主要建设内容为厂房及宿舍，以智能制造、高端装备、人工智能及新材料为产业招商方向；通过“工改工”的方式升级改造自持的电炉厂地块，拟升级建设成为数字文化产业基地。

表10截至 2024 年 3 月末公司主要在建工业园项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	持股比例	位置	建设面积	总投资	已投资	尚需投资	建设期间
佛山国家高新区云东海生物港科创中心	70%	佛山市三水区	17.71	12.28	8.87	3.41	2024年12月完工
佛山市三水区云东海生物医药产业园公共服务中心	70%	佛山市三水区	7.27	11.00	1.77	9.23	2023.06-2025.06
佛山建发森城企业管理有限公司邻里中心项目	70%	佛山市三水区	6.62	6.34	0.82	5.52	2023.04-2025.03
建投星中创（凤梅岭）智造科技产业项目（一期）	51%	佛山市南海区	31.37	7.50	3.41	4.09	2021.12-2024.12
建投星中创（凤梅岭）智造科技产业项目（二期）	51%	佛山市南海区		9.40	0.86	8.54	2022.07-2025.12
佛山市电炉厂地块改造项目	100%	佛山市禅城区	7.07	4.61	2.00	2.61	2024年12月完工
大沥太平南项目	51%	佛山市南海区	58.65	51.48	0.10	51.38	--
桂城万古城项目	51%	佛山市南海区	24.00	9.00	1.31	7.69	2023.04-2025.12

云海大健康项目	70%	佛山市三水区	23.98	8.48	1.01	7.47	2024.2（暂定）-2026.9
合计	--	--	176.67	120.09	20.15	99.94	--

资料来源：公司提供

（二）住房租赁业务

公司承担佛山市住房租赁改革试点任务，通过自建及收购形式扩张租赁房源规模，2023年业务收入规模继续大幅增长，且在建住房租赁项目投资规模较大，业务持续性较好，但项目运营回收期较长，面临一定的资金压力

佛山市是全国14个纳入首批租赁住房改革试点的城市之一，根据2016年10月佛山市政府《关于成立佛山市建鑫住房租赁有限公司事项》文件，公司子公司建发智城公司与广东省建筑工程集团控股有限公司下属子公司广东建鑫投融资住房租赁有限公司共同设立佛山市建鑫住房租赁有限公司（以下简称“建鑫公司”，建发智城公司持股60%）作为佛山市市级国有专业化住房租赁平台企业，建设及运营租赁住房业务。公司住房租赁业务以“公益化为主、市场化运营”的方式，通过自筹资金购置、新建、改建、长期租赁库存商业物业及整合城中村租赁住房等方式，多渠道筹集较低成本房源作为人才公寓推出市场，公司将可租房源在自有线上平台面向市场招租，租金一般不高于区域平均租金水平。截至2023年末，公司投入运营的租赁项目未发生变化，因大良建鑫乐家·都荟广场全部完成装修转入投资性房地产，期末可出租面积增至22.00万平方米，整体出租率较好。

表11截至 2024 年 3 月末公司已投入运营的住房租赁项目情况（单位：套、平方米）

项目名称	取得方式	套数	可出租面积	投入运营时间
佛山富力广场	购置	108	5,214.98	2017 年
越秀岭南隼庭	购置	410	21,715.93	2018 年
大良建鑫乐家·都荟广场	购置	396	30,610.04	2020 年
农行三处物业-祖庙路	购置	整栋出租	14,506.50	2020 年
南约桂城广场项目	租赁	275	9,951.01	2021 年
乐从葛岸村项目	自建	1,856	113,426.11	2021 年
汇通大厦项目	购置	273	24,526.07	2022 年
合计	--	--	219,950.64	--

资料来源：公司提供

公司住房租赁项目建设资金主要来源于自有资金及银行借款，当前项目运营回收周期整体较长，对资金占用较大。公司将相关租赁物业计入投资性房地产并以公允价值计量，相关业务成本主要为人员及管理成本，受乐从葛岸村项目2023年10月重建、人力管理成本上升等因素影响，2023年毛利率下降至46.47%。公司大部分租赁项目出租率较高，其中农行三处物业-祖庙路为整体出租，乐从葛岸村项目于2023年重建，且已于2024年3月恢复运营，故该项目2023年末出租率为0.00%。

表12近年公司住房租赁项目运营情况（单位：万元）

项目	2023 年		2022 年	
	收入	出租率	收入	出租率
佛山富力广场	140.95	96.30%	139.50	81.48%
越秀岭南隽庭	668.55	96.59%	683.95	88.05%
大良建鑫乐家·都荟广场	268.95	91.38%	214.18	98.28%
农行三处物业-祖庙路	683.49	100.00%	684.55	100.00%
南约桂城广场项目	363.15	94.91%	333.31	96.73%
乐从葛岸村项目	3,583.65	0.00%	4,925.49	100.00%
汇通大厦项目	794.04	99.27%	58.56	0.00%
合计	6,502.78	--	7,039.54	--

注：汇通大厦项目出租率统计口径仅包含公寓，2022 年公寓未对外出租，故出租率为 0.00%，同期租金收入由办公楼产生。

资料来源：公司提供

在建租赁住房项目方面，截至2024年3月末，公司主要有3个在建住房租赁项目，项目建成后，可出租面积合计32.24万平方米，有助于住房租赁业务及收入规模增长。其中，乐从葛岸村项目系公司通过租赁村集体土地直接建设为租赁住房，项目分两期开发，拟打造为集租赁住房、小学、幼儿园、商业房产为一体的租赁住房示范小区，目前该项目一期工程已经投入使用。

表13截至 2024 年 3 月末公司在建住房租赁项目情况（单位：套、万平方米、亿元）

项目名称	取得方式	套数	可出租面积	计划总投资	累计已投资
乐从葛岸村项目	租赁集体土地新建住房	3,980*	25.28	11.94	4.82
大良建鑫乐家·都荟广场	收购存量酒店物业改建	396	3.06	2.49	2.35
佛山农行三处物业改造项目	收购存量商办物业改建	643	3.90	3.18	2.93
合计	--	5,019	32.24	17.61	10.09

注：1）“*”表示该数量包含项目已经建成并已出租的数量；2）累计已投资合计数存在略微的差异系“四舍五入”所致。

资料来源：公司提供

此外，围绕住房租赁业务，建发智城公司还开展了物业管理服务、安保服务等配套业务。建发智城公司2017年并购佛山建发安邦物业服务集团股份有限公司（原名为苏州安邦物业服务股份有限公司，2024年3月变更为现名，以下简称“安邦物业”，权益比例51%），获得物业管理一级资质。截至2023年末，安邦物业在苏州、重庆、佛山等地管理物业面积增至约450万平方米，业态涉及住宅、别墅、写字楼、商业、酒店式公寓等，2023年物业管理及安保收入继续增长。

（三）建筑建材贸易（有色金属及金属制品贸易）

公司建筑建材贸易仍包括有色金属制品贸易及有色金属贸易，有色金属制品贸易产品以铝合金型材为主，有色金属贸易产品以电解铜、铝棒、铝锭等为主，伴随电解铜等产品销量增加，2023年公司有色金属及金属制品贸易收入同比大幅增长，仍为营业收入的主要来源，但业务盈利能力仍较弱，且

货款回收期较长，对营运资金形成较大占用

公司建筑建材贸易主要包括铝制品贸易和电解铜等有色金属材料贸易，主要通过子公司佛山建发绿色建材有限公司（以下简称“绿建公司”）与相关领域的民营企业合作成立控股子公司，通过分享战略资源，借助企业管理团队的行业经验及销售渠道进行业务拓展，产生产业协调效应，在生产提升、原材料采购、产品销售等方面发挥更大的优势。绿建公司本部亦作为公司建材贸易业务的供应链采购平台，负责统一采购铝棒、铝锭等原材料销售给下属控股子公司，同时自营部分镁、锌等黑色金属贸易。

2023年以来，公司建筑建材贸易业务收入仍由有色金属制品贸易及有色金属贸易构成，其中有色金属制品贸易以肇庆新亚铝公司铝业有限公司（以下简称“新亚铝公司”）⁴负责的铝合金型材贸易为主，经营模式为采购原材料委托加工厂家加工成铝型材进行销售；有色金属贸易业务为采购材料后未经加工直接进行销售的业务，贸易的品种主要为铝、铜和锌，主要由子公司绿建公司、佛山建投城建供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）⁵和佛山建投华鸿铜业有限公司（以下简称“建投华鸿公司”）⁶负责。

新亚铝公司拥有多家国际知名大型房地产公司的采购目录指定入库品牌“南亚”和“AAG 亚铝”，新亚铝公司通过上述品牌销售铝制品。伴随业务的不断拓展，2023年公司有色金属贸易收入同比大幅增长，但业务毛利率有所下降，导致业务整体盈利水平有所下降。

表14公司有色金属及金属制品贸易业务收入情况（单位：亿元）

项目	2024 年 1-3 月		2023 年		2022 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属贸易	46.27	1.14%	177.86	1.59%	77.43	3.24%
有色金属制品贸易	15.02	7.23%	88.64	3.58%	85.61	4.06%
合计	61.28	2.63%	266.50	2.25%	163.04	3.67%

注：2024 年一季度各收入数据之和与合计数存在略微的差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

公司铝合金型材贸易业务仍按以销定产的方式进行，新亚铝公司根据承接的铝型材订单情况委托绿建公司采购铝锭、铝棒等原材料，委托肇庆亚洲铝厂有限公司及肇庆高新区森原铝业有限公司加工生产并支付加工费，然后将产成品销售给下游客户。铝合金型材产成品的销售价格以铝原料价格及加工费确定，其中铝原料价格按照南储商务网约定日期的价格为基准并加上一定的升贴水确定，加工费则根据不同铝制品种类、加工难度进行调整。该业务的销售模式包括买断式经销及直销，仍以经销为主，目前公

⁴ 新亚铝公司系由绿建公司和肇庆和景金属贸易有限公司于 2018 年 2 月共同出资设立的，绿建公司持股比例为 51%，纳入合并报表范围。

⁵ 供应链公司系由绿建公司和佛山市南海区烨韵贸易有限公司（民营企业）于 2020 年 12 月共同出资设立的，绿建公司持股比例为 51%，纳入合并报表范围。

⁶ 建投华鸿公司系由绿建公司和佛山市兆熙有色金属有限公司（民营企业）于 2021 年 9 月共同出资设立的，绿建公司持股比例为 51%，纳入合并报表范围。

司在全国授权了300多家经销商、600多个分销点。值得注意的是，公司向铝制品直销主要采用电汇、90-180天银行承兑汇票的方式，向经销客户以月结为主，两种销售渠道均会给予部分客户一定账期或信用额度，账期一般为对账后30-60天，对营运资金形成了较大占用；此外铝制品贸易经销客户数量较多、销售占比较高，且部分客户以商业承兑汇票回款，存在一定规模的商业承兑汇票逾期及客户信用风险。截至2023年末，公司已分别对2020年铝制品贸易业务第一大客户青岛万和装饰门窗工程有限公司和2021年第三大客户陕西亚铝商贸有限公司相关应收款项按照单项分别计提坏账准备2.29亿元、0.51亿元，预期信用损失率分别为60%和80%。

表15公司主要铝制品贸易产品产销情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2023 年	2022 年
委托加工量	40.13	35.77
销量	40.09	35.74
产销率	99.89%	99.90%
销售均价	2.50	2.68

资料来源：公司提供

2023年公司有色金属贸易采购集中度有所提升，销售较为分散，仍面临一定原材料价格波动风险。公司有色金属贸易相关原材料采购仍主要为电解铜、铝棒、铝锭，采用同时锁定采购和销售价格的以销定购的模式，采购价格主要以南储商务网约定日期的价格为基准并加上一定升贴水确定，与供货商的主要结算方式为货到付款，其中少数特殊棒径的铝棒为款到发货，2023年公司前五大供应商采购金额合计占比由上年的39.19%提升至47.24%，其中对前两大供应商采购金额占比合计32.68%，采购集中度有所提升；下游销售客户以国内贸易商为主，销售结算方式为货到付款，其中少数特殊棒径的铝棒为先发货后收款，2023年公司前五大客户销售金额合计占比降至16.53%，客户集中度有所下降。值得注意的是，由于销售订单约定的原材料定价日期与实际采购日期存在一定差异，因此公司需要承担一定的原材料价格波动风险，若原材料采购价格剧烈波动，将对公司贸易业务的毛利率产生重大影响。

（四）建筑工程及生态文旅业务

2023年公司建筑工程业务收入规模随业务扩张而大幅上升，但受下游回款不佳及利息费用大幅提升等影响，2023年以来文科股份净利润持续亏损，亏损有所收窄；公司收购文科股份形成了较大商誉，文科股份资产负债率居高不下且存在较多诉讼及多项被执行人记录，若其经营状况未能明显好转，或导致公司面临较大的投资损失、或有负债风险及商誉减值风险

公司建筑工程及生态文旅业务主要由子公司佛山建工和文科股份负责，佛山建工（公司持股60%）拥有建筑工程施工总承包一级资质、市政公用工程施工总承包一级资质；文科股份2023年新增公司新增电力工程施工总承包二级资质，此外，其还拥有国家风景园林工程设计专项甲级资质、市政公用工程施工总承包壹级及废水甲级资质以及古建筑工程、环保工程、河湖整治工程、建筑工程施工总承包相关企业资质。2023年佛山建工实现营业收入28.70亿元，净利润0.28亿元，2023年末在手订单金额合计140亿

元，主要为公司内部项目。

2023年文科股份战略转型绿色产业，目前主要业务有生态工程施工、景观设计、新能源发电及储能、科教文旅、园林养护、绿化苗木种植等，其中生态工程施工业务仍是其营业收入的主要来源。由于文科股份承接自中国恒大及其关联方等的项目回款不佳、部分市政项目回款滞后，2023年末文科股份计提应收账款坏账损失1.28亿元，净利润亏损1.65亿元（2022年亏损3.37亿元），经营活动现金流持续净流出4.04亿元（2022年净流出6.17亿元），2023年末资产负债率为93.92%；截至2023年末，文科股份已签约未完工订单金额合计25.79亿元，其中工程订单金额24.16亿元，业务具有一定保障，但仍需关注项目回款情况及流动性压力。此外，截至2023年末，文科股份涉诉案件较多，其中作为被告涉案金额为1.91亿元。

为缓解文科股份流动性紧张，公司给其提供借款及担保，但需注意，文科股份杠杆水平居高不下，2023年以来继续亏损，在地产行业景气度持续低迷、经济下行及地方财政紧张等背景下，若文科股份经营状况未能明显好转，公司对文科股份提供的借款、对外担保将存在较大的坏账及或有负债风险，且商誉亦存在减值风险。截至2023年末，文科股份应付公司拆借款4.58亿元（年利率为6%，计入文科股份其他应付款科目）；公司向文科股份提供连带责任担保的额度为不超过20亿元，2024年3月末文科股份已使用授信12.65亿元。截至2024年3月末，公司持有文科股份35.57%的股权；2023年末公司因收购文科股份形成商誉5.75亿元。2023年末文科股份账面资产中待完工结算工程建设投入形成的合同资产及应收款规模合计23.19亿元，同比增长26.54%，与中国恒大及其关联方相关资产回收仍存不确定性且部分市政园林项目回款缓慢，仍面临一定坏账风险，且账面中的应付账款规模同比增长28.57%，作为被告涉案金额主要以买卖合同纠纷、票据纠纷为主，仍面临一定的或有负债风险。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2022年和2023年审计报告及2024年1-3月未经审计财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年公司新增纳入合并报表范围子公司共8家，不再纳入合并报表范围子公司共4家；2024年一季度，公司新增纳入合并报表范围子公司共5家，不再纳入合并报表范围子公司共1家，详见表2。截至2024年3月末，纳入公司合并报表范围内主要一级子公司详见附录四。

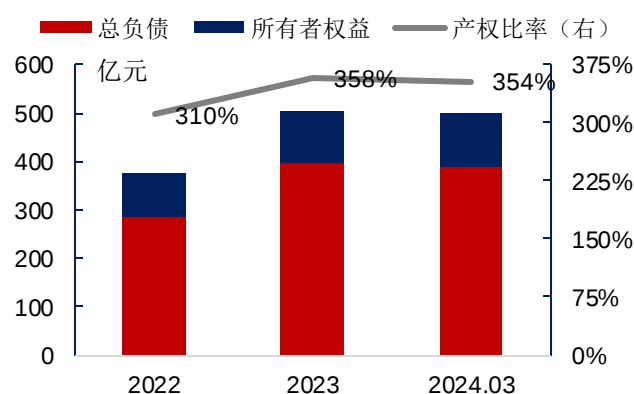
资本实力与资产质量

公司职能定位较高，2023年末资本实力继续大幅提升，增量主要来自债务融资和经营性负债，存量资产仍以三旧改造项目开发成本、应收款项、货币资金等为主，三旧改造项目存在较大去化压力，

应收款项回款时间不确定且存在一定坏账风险，受限资产规模较大，资产流动性及收益性较弱

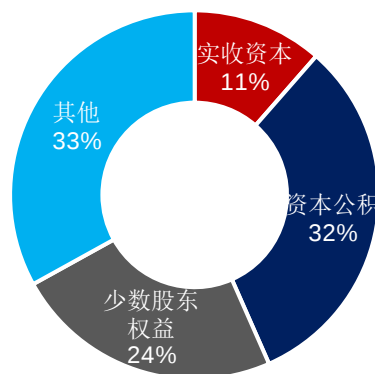
2023年公司新增发行永续债券（“23佛建Y1”、“23佛建Y2”）及永续债信托规模较大，使得2023年末公司所有者权益同比增长20.24%至110.50亿元；而同期受三旧改造等业务所需建设资金较多、公司债务融资规模亦增长较快。综合影响下，2024年3月末公司产权比率较2022年末继续高位上行，所有者权益对总负债的保障程度低。从权益结构看，公司所有者权益仍主要为股东出资款、永续债、政府划入的子公司股权及子公司评估增值等，由于公司通过合作方式成立控股子公司开展三旧改造、产业园开发、建材贸易等业务，故少数股东权益占比也相对较高；公司因受佛山市国资委安排承接4家公司的历史债务并进行债转股，彩管公司划入公司时形成大额负未分配利润，导致2023年末未分配利润为-11.28亿元。

图8 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月末经审计财务报表，中证鹏元整理

图9 2024 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2024 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

伴随外部融资及经营性负债增加，2023年末及2024年3月末公司总资产持续大幅增长，存量资产主要以三旧改造项目开发成本、应收款项及货币资金为主。存货仍为公司规模最大的资产，主要由房地产及产业园项目投入成本等构成，伴随上述项目不断推进投资，2023年末及2024年3月末公司存货规模同比均有所提升。截至2023年末，公司存货包括中开发成本129.44亿元、开发产品25.77亿元、委外物资9.29亿元及产成品5.11亿元，其中开发成本主要为房地产及产业园项目投入成本；开发产品为完工待售地产项目，面临较大去化压力；产成品及委外物资主要与铝制品贸易相关。由于项目建设投入及贸易业务拓展等对营运资金需求较高，公司外部融资增加，以及新并购子公司等，2023年末及2024年3月末货币资金规模同比均大幅增长，2023年末使用受限货币资金合计48.78亿元，占期末货币资金规模的53.85%，主要系票据及信用证保证金、诉讼冻结资金等。

公司应收账款主要为应收有色金属及金属制品贸易业务客户的货款和应收地产园林项目款等，伴随上述贸易业务的不断拓展，2023年末应收账款规模继续有所增长，2024年3月末应收账款随贸易业务增加票据结算而小幅减少。截至2023年末，公司应收账款中按照单项计提坏账的账面余额达26.70亿元，

仍主要为应收中国恒大及其关联方款项18.74亿元，计提坏账准备14.99亿元（计提比率为80%），期末累计计提坏账准备比率达73.65%；公司按照信用风险特征组合计提坏账准备的账面余额为53.58亿元，其中账龄1年以上的应收账款余额占比15.43%，整体坏账计提比例为5.50%，应收对象以民营企业为主，回款风险相对较大。2023年末公司其他应收款同比大幅增长，主要为应收三旧改造项目合作方及国有企业往来款等；按单项计提坏账准备的其他应收款余额为4.85亿元，其中主要系彩管公司划入前对佛山市创图发展物业管理有限公司等当地国企的历史债权，因预计无法收回，公司已全额计提坏账准备。公司合同资产主要系子公司文科股份已完工待结算项目款，伴随上述款项增加，2023年末及2024年3月末公司合同资产同比均大幅增长，后续能贡献相关收入。

其他资产方面，公司其他流动资产随质押定存及大额存单等变动而有所波动；投资性房地产主要系用于出租的房屋建筑物，伴随大良建鑫乐家·都荟广场完成装修转入投资性房地产，2023年末公司投资性房地产账面价值同比大幅增长，其中尚未办妥房产证的投资性房地产占期末投资性房地产账面价值的比重超过20%，主要由于因资产划拨时办证资料不完整导致。公司固定资产主要为房屋及建筑物，伴随资产的不断购入，2023年末固定资产同比大幅增长，其中尚未办妥房产证的资产账面价值合计1.11亿元，占固定资产账面价值的9.90%。伴随风梅岭项目的持续推进，2023年末公司在建工程同比增长117.92%；公司无形资产主要为土地使用权，土地用途包括工业、仓储用地、商业用地等，2023年末及2024年3月末无形资产账面价值大幅波动；其他非流动资产主要包括购置资产支付的款项、对外拆借资金以及并购文科股份形成的PPP项目等相关合同资产，伴随拆借款等的减少，2023年末其他非流动资产同比有所下降。

截至2023年末，公司受限资产合计123.66亿元，占期末总资产的比重为24.45%，受限资产规模较大，包括48.78亿元受限货币资金，主要为票据、信用证保证金，18.97亿元质押定存（其他流动资产），0.25亿元生产线项目设备抵押（固定资产），0.36亿元应收账款质押（应收账款），43.16亿元项目抵押（存货—开发成本），6.34亿元房产抵押（投资性房地产），0.80亿元无形资产抵押，0.53亿元股权质押（长期股权投资）及4.48亿元通城县城区河道生态治理PPP项目收入（其他非流动资产）。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	102.09	20.40%	90.57	17.91%	47.45	12.59%
应收票据	3.92	0.78%	0.78	0.15%	1.23	0.33%
应收账款	49.38	9.86%	57.67	11.40%	50.19	13.32%
其他应收款	11.18	2.23%	9.80	1.94%	6.04	1.60%
存货	165.56	33.08%	175.89	34.78%	143.69	38.13%
合同资产	28.50	5.69%	19.75	3.90%	15.73	4.17%
其他流动资产	13.51	2.70%	33.55	6.63%	14.44	3.83%
流动资产合计	385.81	77.08%	395.18	78.14%	283.38	75.20%

投资性房地产	23.21	4.64%	21.57	4.27%	16.43	4.36%
固定资产	13.78	2.75%	11.25	2.23%	8.16	2.17%
在建工程	6.79	1.36%	13.16	2.60%	6.04	1.60%
无形资产	14.36	2.87%	7.82	1.55%	13.99	3.71%
其他非流动资产	12.08	2.41%	12.87	2.54%	14.87	3.95%
非流动资产合计	114.73	22.92%	110.53	21.86%	93.46	24.80%
资产总计	500.54	100.00%	505.71	100.00%	376.84	100.00%

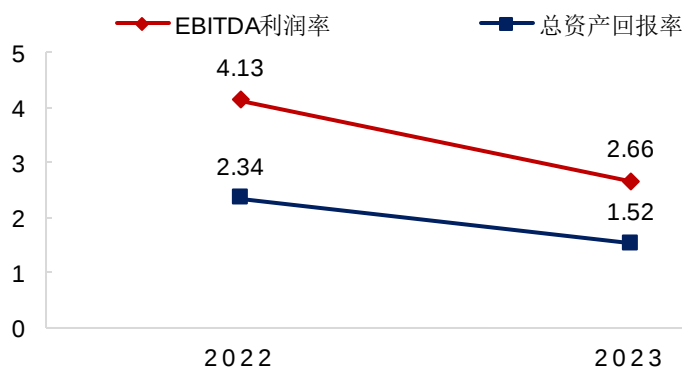
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入保持较快增长，有色金属及金属制品贸易、三旧改造及住房租赁业务为主要毛利润来源，且业务持续性较好，但销售毛利率有所下滑、盈利水平进一步减弱，且信用减值对利润仍造成一定侵蚀

公司为佛山市重要的城市建设主体，仍主要从事产业园区建设运营、城市更新、建筑建材等业务，收入来源较为多元化；公司毛利润仍主要来源于房屋销售、有色金属及金属制品贸易、建筑工程及科教文旅等业务。伴随电解铜、铝锭等有色金属贸易量的增加，2023年公司营业收入保持较快增长，而受原材料价格波动等因素使得有色金属及金属制品贸易毛利率下行等，公司销售毛利率有所下行，且期末总资产规模大幅增长，综合导致2023年EBITDA利润率及总资产回报率均有所下降。截至2023年末，公司尚有较大规模的在建三旧改造项目、产业园项目以及租赁住房项目，业务持续性较好，但需持续关注相关地产项目盈利及去化情况。业务及融资规模增长的同时，2023年公司管理费用、财务费用等期间费用继续增长，且信用减值损失（主要为应收账款坏账损失）规模较大，一定程度侵蚀了公司的利润水平。此外，2022年公司获得较大规模的债务减免而2023年无相关情形，导致2023年营业外收入大幅下降，净利润同比下降81.35%。

图10公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

公司负债水平高位上行，债务规模继续快速增长，现金对短期债务覆盖不足，叠加项目建设资本开支需求大，面临较大的资金压力

因三旧改造、产业园等项目建设资金需求较大以及新并子公司，公司对外融资规模快速扩张，2023年末总负债规模继续大幅增长。公司负债仍以刚性债务为主，2023年末及2024年3月末总债务占总负债的比重均在85%以上。截至2024年3月末，公司长、短期债务比约为5:5，期限结构亟待改善。公司债务类型主要包括银行融资、债券融资和非标融资，其中银行借款规模较大，以抵押借款、保证借款及信用借款为主，授信方包括政策性银行、国有五大行、股份制银行和广东当地银行等；公司本部债券融资均为无担保发行，子公司文科股份存续可转债（文科转债）余额9.49亿元，当前文科股份股价低于转股价，若文科股份未来股价持续低迷，将面临一定的可转债偿付压力。公司非标融资主要为融资租赁款、公司控股的三旧改造项目向合作方拆借的有息资金等。其他主要负债中，截至2024年3月末，公司主要包括因日常经营而形成的应付账款及应付往来款等，上述应收款项同比均有所提升。

表17公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	27.81	7.13%	32.33	8.18%	37.10	13.02%
应付票据	89.23	22.87%	94.72	23.97%	34.70	12.18%
应付账款	54.24	13.90%	55.66	14.08%	42.77	15.01%
其他应付款	6.70	1.72%	15.04	3.81%	7.10	2.49%
一年内到期的非流动负债	24.33	6.23%	9.81	2.48%	6.98	2.45%
其他流动负债	28.18	7.22%	20.71	5.24%	40.22	14.11%
流动负债合计	246.23	63.10%	247.90	62.73%	179.14	62.87%
长期借款	99.57	25.52%	95.01	24.04%	59.34	20.83%
应付债券	15.66	4.01%	28.41	7.19%	29.37	10.31%
非流动负债合计	143.98	36.90%	147.30	37.27%	105.79	37.13%
负债合计	390.22	100.00%	395.21	100.00%	284.94	100.00%
总债务	343.77	88.10%	340.08	86.05%	237.17	83.23%
其中：短期债务	161.72	41.44%	152.55	38.60%	112.16	39.36%
长期债务	182.05	46.65%	187.53	47.45%	125.01	43.87%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支，2023年以来经营活动净现金流持续净流出，考虑到三旧改造、产业园建设以及有色金属及金属制品贸易等业务板块营运资金需求较大，仍需新增大量外部融资，预计中短期内公司债务规模或持续攀升，资产负债率或面临上升压力。总债务快速增长推动利息支出增加等，导致2023年EBITDA利息保障倍数大幅下降。

表18 公司现金流及杠杆状况指标

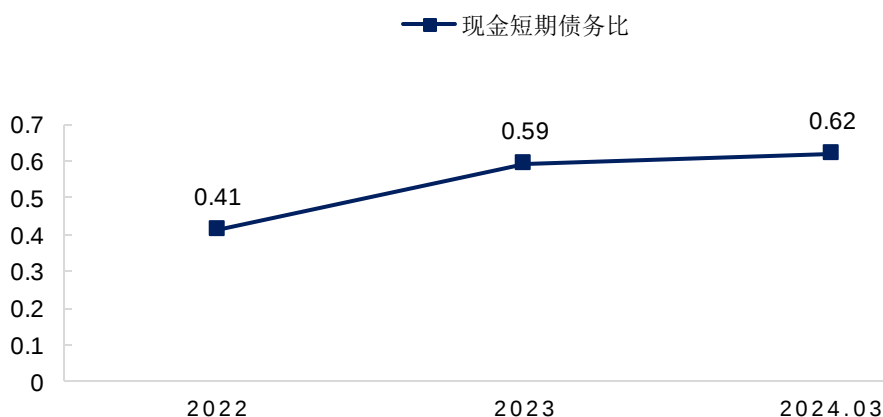
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
------	---------	-------	-------

经营活动现金流净额（亿元）	-5.55	-30.26	-41.46
资产负债率	77.96%	78.15%	75.61%
总债务/EBITDA	183.90	40.46	27.82
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	1.42
总债务/总资本	75.70%	75.48%	72.07%
经营活动现金流净额/总债务	-1.62%	-8.90%	-17.48%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

伴随铝制品贸易以及有色金属贸易业务增加，2023年末公司应付票据同比大幅增长，以及债务期限临近，综合导致2023年末短期债务同比大幅增长，现金类资产对短期债务的覆盖仍偏弱。截至2023年末，公司及下属子公司获得银行授信额度共计472.67亿元，未使用额度为245.14亿元，备用流动性规模尚可，且考虑到公司的职能定位较为重要，预计未来其再融资渠道将保持畅通，但需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

图11公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现对其经营和信用水平未产生较大负面影响

环境方面，根据公司出具的相关说明，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚、不存在因废水排放而受到政府部门处罚、亦未因废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会方面，根据公司出具的相关说明，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，目前公司战略规划较为清晰，且根据《中华人民共和国公司法》和国家有关法律法规等的规定，制定了《佛山市建设发展集团有限公司章程》，建立了现代法人治理结构。根据公司出具的相关说明，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。但中证鹏元注意到，公司与政府部门及关联公司的应收款项较多，内部控制体系与治理结构有待优化。2023年4月，根据《佛山市建设发展集团有限公司关于董事会成员发生变更的公告》，根据佛山市国资委相关任职通知，陈维克同志不再担任公司董事职务，佛山市国资委委派周爱国、孙钟权、徐勇同志为公司兼职外部董事，时间一年。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日⁷，公司本部及子公司建发智城公司、城发公司、绿建公司、佛山建工均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部及子公司文科股份公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。文科股份不存在未结清不良类信贷记录，2022年已结清长期借款中存在2笔关注类贷款，借款金额合计1.00亿元，授信机构均为中国银行股份有限公司深圳市分行，根据中国银行股份有限公司深圳福田支行2022年11月9日出具的相关说明，截至2022年11月9日，公司在该银行贷款已正常结清，不存在违约事项；文科股份已结清短期借款中存在3笔关注类贷款，借款金额合计3.00亿元，授信机构均为中国农业发展银行深圳市分行，该等借款均已于2022年正常还款。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至查询日（2024年6月21日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额合计12.36亿元，占当期末净资产的11.18%；担保对象为广佛里投资和佛山市益航运营管理有限公司（控股股东及实际控制人均为佛山市国资委），其中广佛里投资系公司与碧桂园合作开发的广佛里智慧慢城特色小镇项目的项目公司，子公司产业公司持有广佛里投资30%的股权，深圳市碧基实业发展有限公司持股70%。公司上述对外担保大多未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。此外，公司给文科股份提供连带责任担保的额度为不超过20亿元，2023年末实际担保余额为10.76亿元（含对文科股份子公司青岛文科生态建设开发有限公司的融资担保）。

表19截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保人	被担保方	担保余额	担保到期日	是否有反担保措施
佛山市建设发展集团有限公司	佛山市广佛里投资开发有限公司	20,772.00	2024/11/28	否
佛山市建设发展集团有限公司	佛山市广佛里投资开发有限公司	18,885.00	2025/2/20	否

⁷ 公司本部查询日为 2024 年 6 月 12 日，子公司建发智城公司、城发公司、绿建公司、佛山建工、文科股份查询日分别为 2024 年 6 月 19 日、2024 年 6 月 17 日、2024 年 6 月 14 日、2024 年 5 月 31 日、2024 年 6 月 17 日。

佛山市建设发展集团有限公司	佛山市广佛里投资开发有限公司	8,085.00	2025/12/7	否
佛山市建设发展集团有限公司	佛山市益航运营管理有限公司	75,842.85	2025/9/21	是
合计		--	123,584.85	--

资料来源：公司提供

此外，中证鹏元关注到，根据中国执行信息公开网查询结果，截至2024年6月21日，文科股份存在3笔被执行记录，详见下表，涉及金额合计133.62万元。诉讼方面，根据文科股份2023年年度报告，截至2023年末，文科股份涉及的重大诉讼（仲裁）事项金额合计11.56亿元，其中文科股份作为原告请求支付工程款、设计款等涉案金额合计为9.65亿元，文科股份作为被告涉案金额为1.91亿元，主要系买卖合同纠纷、票据纠纷等；2023年末文科股份计提的预计负债规模为1,132.83万元。

表20截至 2024 年 6 月 21 日子公司文科股份被执行情况（单位：元）

公司名称	执行法院	立案时间	案号	执行标的
文科股份	深圳市福田区人民法院	2024 年 5 月 24 日	（2024）粤 0304 执 18157 号	529,696
文科股份	红安县人民法院	2024 年 5 月 30 日	（2024）鄂 1122 执 1310 号	507,147
文科股份	四川自由贸易试验区人民法院	2024 年 6 月 3 日	（2024）川 0193 执 3211 号	299,383
合计	--	--	--	1,336,226

资料来源：中国执行信息公开网站，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是佛山市政府下属重要国有企业，截至2024年3月末，佛山市国资委直接持有公司78.01%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，佛山市政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与佛山市政府的联系非常紧密。公司控股股东及实际控制人均为佛山市国资委，作为佛山市重要的城市建设主体，佛山市政府对公司经营战略及业务运营拥有绝对的控制权，且给予公司较大力度的支持。展望未来，公司业务发展着眼于佛山市城市升级，与佛山市政府的联系将比较稳定。

（2）公司对佛山市政府非常重要。公司聚焦城市建设，承担了佛山市重要的产业园区建设运营、城市更新以及佛山市住房租赁改革试点任务，为佛山市唯一的市级国有专业化住房租赁平台企业，在城市建设等方面对政府的贡献很大。公司为佛山市属八大集团企业之一，已通过发行债券融资，拥有较大规模的银行借款等存量债务，且控股了上市公司文科股份，若公司发生债务违约将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性不利影响。

九、结论

佛山市地处珠三角腹地，毗邻深港澳，是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，人口吸附能力强，经济财政实力雄厚，在广东省内排名靠前，在粤港澳大湾区和广佛同城发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑，区域发展空间较好，为公司发展提供有力支撑。公司是佛山市重要的城市

建设主体，职能定位较高，着眼于佛山市城市升级，业务主要围绕园区及城市更新项目的建设开发及运营，且逐步向上游建筑施工、建筑材料贸易、预制装配单位销售以及下游物业管理、安保服务等方面拓展，主要业务可持续性较好，伴随电解铜等有色金属及铝制品贸易的不断拓展，2023年营业收入继续大幅增长。公司三旧改造、产业园建设等对资金需求较大，外部融资规模不断增加，负债水平较高，债务负担较重，房屋销售和有色金属及金属制品贸易业务面临一定的市场波动风险等。综合来看，公司抗风险能力很强。

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“22佛建Y1”、“23佛建Y1”、“23佛建Y2”的信用等级均为AA+。

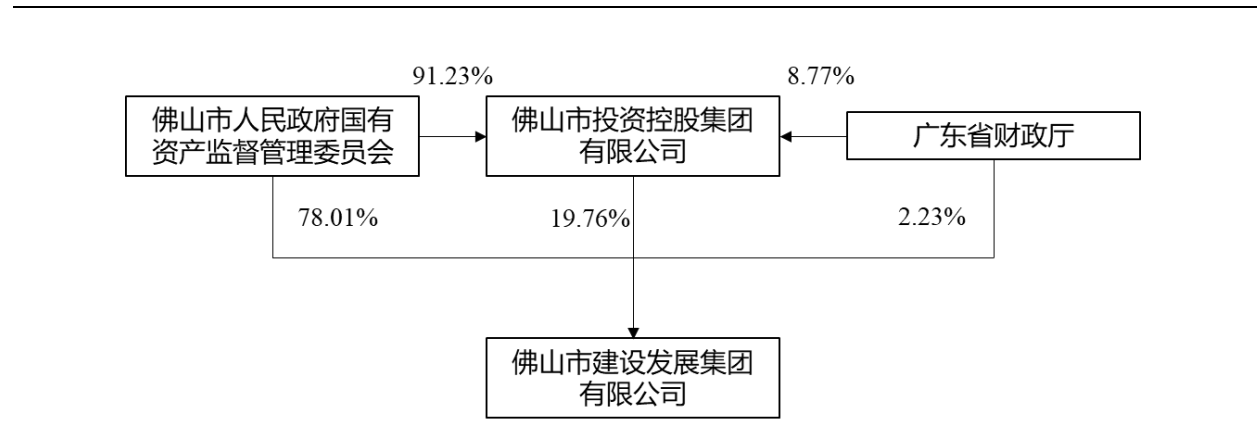
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	102.09	90.57	47.45	36.56
应收账款	49.38	57.67	50.19	35.11
存货	165.56	175.89	143.69	87.82
合同资产	28.50	19.75	15.73	0.00
其他流动资产	13.51	33.55	14.44	15.35
流动资产合计	385.81	395.18	283.38	201.32
投资性房地产	23.21	21.57	16.43	14.52
在建工程	6.79	13.16	6.04	3.17
非流动资产合计	114.73	110.53	93.46	46.81
资产总计	500.54	505.71	376.84	248.13
短期借款	27.81	32.33	37.10	30.32
应付票据	89.23	94.72	34.70	18.48
应付账款	54.24	55.66	42.77	15.10
其他应付款	6.70	15.04	7.10	7.15
一年内到期的非流动负债	24.33	9.81	6.98	6.69
其他流动负债	28.18	20.71	40.22	26.75
流动负债合计	246.23	247.90	179.14	122.86
长期借款	99.57	95.01	59.34	21.16
应付债券	15.66	28.41	29.37	18.15
长期应付款	6.67	3.34	0.75	0.01
非流动负债合计	143.98	147.30	105.79	48.75
负债合计	390.22	395.21	284.94	171.61
总债务	343.77	340.08	237.17	131.46
其中：短期债务	161.72	152.55	112.16	71.49
所有者权益	110.32	110.50	91.90	76.52
营业收入	75.63	315.84	206.19	140.13
营业利润	1.30	1.30	1.40	5.18
净利润	0.22	0.53	2.86	3.77
经营活动产生的现金流量净额	-5.55	-30.26	-41.46	-0.31
投资活动产生的现金流量净额	-0.81	-25.43	-35.68	-14.94
筹资活动产生的现金流量净额	0.98	62.92	78.80	29.51
财务指标	2024 年 3 月	2023 年	2022 年	2021 年
EBITDA（亿元）	--	8.40	8.53	9.36
销售毛利率	6.00%	4.97%	7.74%	10.24%
EBITDA 利润率	--	2.66%	4.13%	6.68%
总资产回报率	--	1.52%	2.34%	3.46%

资产负债率	77.96%	78.15%	75.61%	69.16%
总债务/EBITDA	183.90	40.46	27.82	14.05
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	1.42	2.06
总债务/总资本	75.70%	75.48%	72.07%	63.21%
经营活动现金流净额/总债务	-1.62%	-8.90%	-17.48%	-0.24%
现金短期债务比	0.62	0.59	0.41	0.51

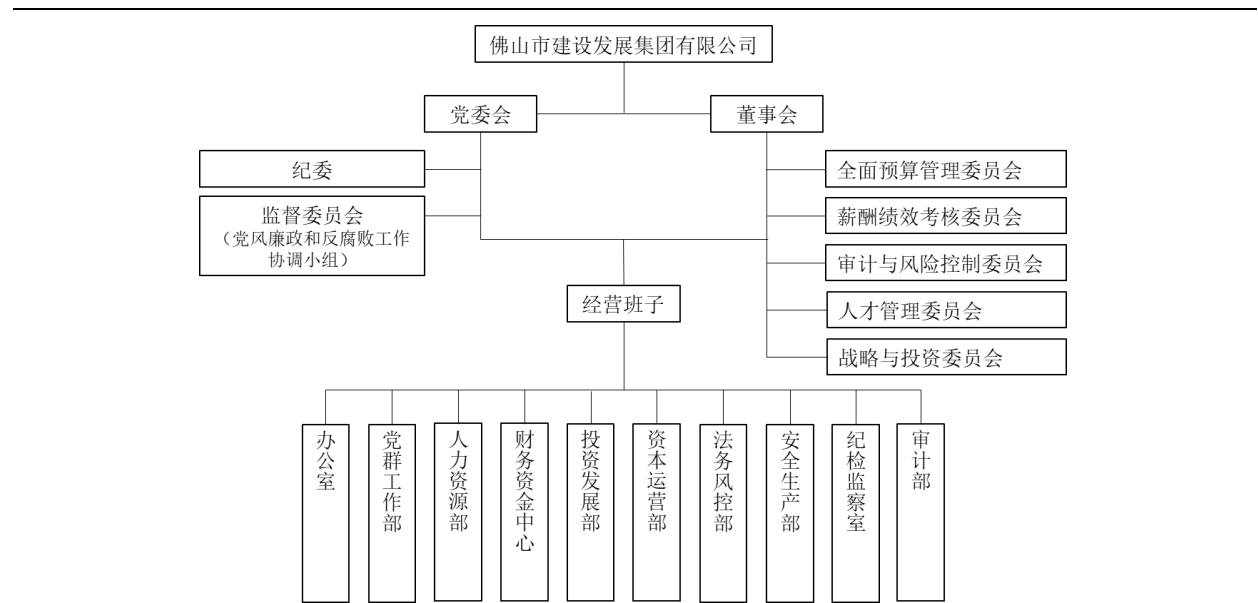
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及 2024 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围主要一级子公司情况

一级子公司名称	持股比例	主营业务
佛山建发产业园区开发有限公司	100.00%	房地产开发与物业租赁
佛山建发城市发展有限公司	100.00%	房地产开发与物业租赁
佛山建发智慧城市科技有限公司	100.00%	房地产投资与开发、物业租赁与管理
佛山建发绿色建材有限公司	100.00%	市政工程的建设与维护
佛山市城市建设工程有限公司	60.00%	房屋建筑及市政工程建设与施工
广东文科绿色科技股份有限公司	35.57%	风景园林规划设计、工程施工

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	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。

注：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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。