



中诚信国际
CCXI

2024 年度 厦门建发集团有限公司 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20240647M-01

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与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 2024 年 3 月 13 日至 2025 年 3 月 13 日。主体评级有效期内，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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。

跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 3 月 13 日

评级对象 厦门建发集团有限公司

主体评级结果 AAA/稳定

评级观点

中诚信国际肯定了厦门建发集团有限公司（以下简称“厦门建发”或“公司”）贸易从业经验丰富、供应链运营业务规模优势显著、房地产业务经营性盈利及获现能力保持较好水平、持有优质股权及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到外部环境变动使供应链管理及房地产经营业务面临一定不确定性、计提较大规模资产减值损失、收购事项以及债务水平持续增加、偿债指标表现一般等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，厦门建发集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：房地产政策调控及大宗商品超预期波动等因素大幅侵蚀经营性业务利润，或资产质量明显恶化等。

正面

- 公司贸易从业经验丰富，供应链运营业务规模优势显著
- 公司房地产业务经营性盈利及获现能力保持较好水平
- 公司持有优质企业股权，参股企业经营状况良好
- 公司与金融机构保持良好合作关系，且控股多家上市公司，融资渠道畅通

关注

- 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
- 2022年地产业务计提资产减值损失规模较大；红星美凯龙家居集团股份有限公司收购事项的影响需关注
- 公司债务规模持续增加，偿债指标表现一般

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）	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
资产总计（亿元）	4,379.71	6,588.39	7,235.63	10,004.30
所有者权益合计（亿元）	1,195.27	1,739.59	2,002.89	2,676.46
负债合计（亿元）	3,184.44	4,848.80	5,232.74	7,327.84
总债务（亿元）	1,533.18	1,920.29	1,970.74	2,746.73
营业总收入（亿元）	4,423.72	7,195.76	8,473.74	6,133.44
净利润（亿元）	108.01	136.80	103.78	159.72
EBIT（亿元）	134.09	159.13	145.06	--
EBITDA（亿元）	144.90	169.34	159.78	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	98.79	-2.75	151.95	229.46
营业毛利率（%）	5.65	3.68	3.91	3.25
总资产收益率（%）	3.06	2.90	2.10	--
EBIT 利润率（%）	3.03	2.21	1.71	--
资产负债率（%）	72.71	73.60	72.32	73.25
总资本化比率（%）	61.94	56.15	52.55	52.90
总债务/EBITDA（X）	10.58	11.34	12.33	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.99	1.80	1.55	--
FFO/总债务（X）	0.03	0.02	0.05	--
厦门建发（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
资产总计（亿元）	510.91	535.60	540.08	631.65
所有者权益合计（亿元）	412.12	409.32	382.42	407.57
负债合计（亿元）	98.79	126.29	157.65	224.08
总债务（亿元）	350.18	364.53	376.14	440.49
营业总收入（亿元）	1.01	1.11	1.08	0.89
净利润（亿元）	37.03	27.72	18.23	23.22
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	31.62	-5.58	25.56	-11.15
营业毛利率（%）	99.44	97.08	96.69	99.62
资产负债率（%）	19.34	23.58	29.19	35.47

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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年前三季度财务报表整理，其中，2020 年、2021 年合并口径财务数据分别采用了 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、债务统计包含长期应付款、其他非流动负债、衍生金融负债、其他流动负债和永续债。

评级历史关键信息 1

厦门建发集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	--	2023/06/20	向岚、孔令媛、刁慧然	中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2022_03	阅读全文	
AAA/稳定	--	2014/06/09	杨傲楠、苗苗	--	阅读全文	
AA+/稳定	--	2011/05/25	王雅方、杨傲楠	--	阅读全文	
AA/稳定	--	2010/03/26	李敏、李华迎	--	阅读全文	
AA/稳定	--	2009/02/20	化鲲、李华迎	--	阅读全文	

注：中诚信国际口径

评级历史关键信息 2

厦门建发集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	--	2019/12/04	汪智慧、王梦怡	--	阅读全文	
AAA/稳定	--	2015/07/06	罗彬璐、李荣一、邹超	--	阅读全文	

注：原中诚信证券评估有限公司口径

同行业比较（2022 年数据）

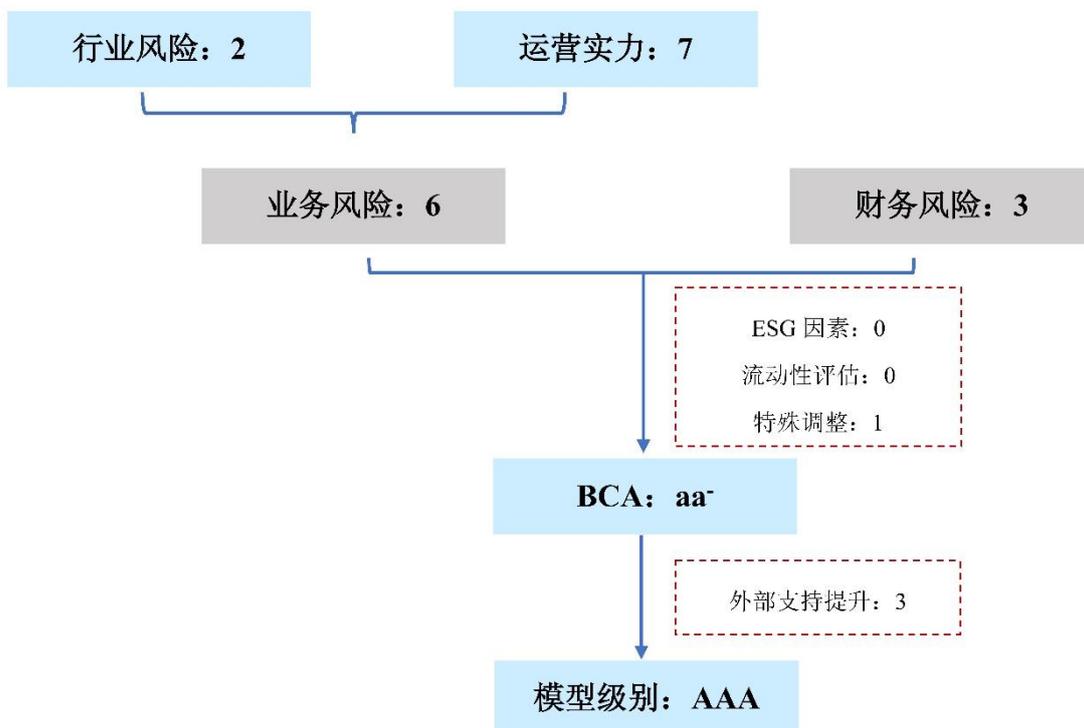
公司名称	主要贸易品种	资产总额 (亿元)	资产负债 率(%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	应收账款 周转率(X)	存货周转率 (X)
国贸控股	钢材>3,000 万吨、铁矿石>8,000 万吨、粮食谷物>1,200 万吨	3,222.01	72.11	6,934.60	52.89	50.50	7.09
厦门象屿	黑色金属约 7,675 万吨、动力煤约 5,396 万吨、铝约 2,174 万吨	2,928.39	71.61	5,626.22	48.41	45.81	7.20
物产中大	钢 6,002.14 万吨、铁矿砂 4,165 万吨、煤炭销售 5,321 万吨	1,450.51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

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

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

● 评级模型

厦门建发集团有限公司评级模型打分(2023_01)



注:

调整项: 截至目前, 公司持有较大规模的可供出售金融资产和长期股权投资; 优质的股权投资为公司带来可观的投资收益的同时也为公司提供了较好的流动性支持。

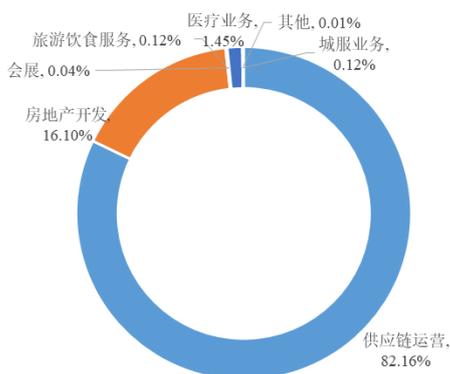
外部支持: 公司是厦门国资委全资企业, 自成立以来, 在供应链、房地产及投资等方面得到很大的支持。外部支持提升 3 个子级。

方法论: 中诚信国际批发贸易行业评级方法与模型 C110100_2022_03

评级对象概况

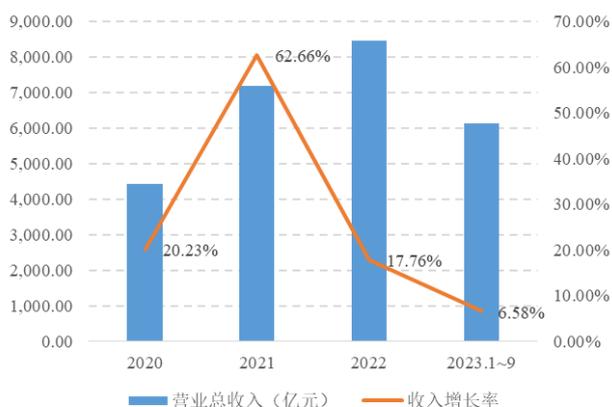
公司于 1981 年 1 月成立，原名厦门经济特区建设发展有限公司，1995 年 10 月更为现名。2000 年 3 月公司改制为国有独资有限责任公司。公司涉及业务包括供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展、医疗健康和城服等多个领域，公司本部主要从事股权投资管理和战略新兴板块培育，未开展具体生产经营活动。2022 年及 2023 年 1~9 月，公司分别实现营业总收入 8,473.74 亿元和 6,133.44 亿元。

图 1：2022 年收入构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

产权结构：截至 2023 年 9 月末，公司注册资本为 67.50 亿元，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”）直接持有其 100% 股权，为其唯一股东及实际控制人。公司除下表所示的主要子公司外，还参股了厦门国际银行股份有限公司（以下简称“厦门国际银行”）及厦门国际信托有限公司（以下简称“厦门国际信托”）等优质企业。

表 1：公司主要子公司情况（亿元）

2022	级次	总资产	所有者权益	总债务	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
建发股份	二级子公司	6,647.54	1,653.44	1,562.72	8,328.12	112.67	154.89
建发地产	三级子公司	4,222.52	1,011.49	735.23	1,069.22	69.29	64.89
联发集团	三级子公司	1,274.91	323.60	360.40	314.66	1.99	56.74
2023.9	级次	总资产	所有者权益	总债务	营业总收入	净利润	经营活动净现金流
建发股份	二级子公司	9,311.77	2,292.51	2,229.96	5,987.04	150.39	243.74
建发地产	三级子公司	4,897.88	1,165.06	636.69	541.70	29.26	241.89
联发集团	三级子公司	1,347.36	325.57	322.28	118.78	20.86	58.11

注：营业收入及净利润分别为 2022 年全年和 2023 年 1~9 月数据；总债务数据中不包含永续债；“建发股份”为厦门建发股份有限公司简称（证券代码：600153.SH）；“建发地产”为建发房地产集团有限公司简称；“联发集团”为联发集团有限公司简称。

资料来源：相关公司财务报表，中诚信国际整理

此外，2023 年 4 月以来，建发股份公告向原股东配售股份预案及相关修订文件，此次配股募集资金不超过人民币 77.88 亿元（具体规模视发行时市场情况而定），扣除发行费用后拟全部用于建发股份供应链运营业务补充流动资金及偿还银行借款。目前，建发股份公告更新了 2023 年半年度财务数据后的相关文件，该配股尚需通过上交所审核，并获得中国证监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上述事项进展。

业务风险

中诚信国际认为，2023 年中国经济实现恢复性增长但复苏力度较为温和，在多项有利因素支撑下，2024 年中国经济有望延续向好，但经济运行仍将面临多重压力，“进”与“立”的政策措施仍需加快落实。

2023 年中国经济在复杂形势下保持韧性，GDP 同比增长 5.2%，较前值加快 2.2 个百分点，两年复合增速为 4.1%，总体实现温和复苏。虽然经济复苏节奏波动起伏，但产出缺口逐季收窄，三大产业与三大需求的增长贡献率总体恢复至常态。在经济恢复性增长的过程中，随着增长动能的持续调整与“多重压力”的交织影响，经济运行呈现出名义增速偏低，需求不足仍存，修复结构分化，以及价格水平较弱等特征。

中诚信国际认为，2024 年中国经济持续向好有多项有利因素支撑。其中，房地产等拖累因素有望减轻，工业生产将保持韧性，超额储蓄有望释放，新动能将持续蓄势，前期政策效果延续显现，后续政策空间也将形成有力支撑。但是，以下五个重点领域能否顺利实现“再平衡”依然面临一定的挑战与风险：一是投资需求和投资结构转换过程中的挑战；二是消费需求和供给结构重新匹配中的挑战；三是新旧动能转换与传统动能平稳衔接中的挑战；四是房地产调整转型与行业向新发展模式转变中的风险与挑战；五是债务风险化解过程中的结构性与尾部风险释放与挑战。

中诚信国际认为，2024 年宏观经济政策将落实“稳中求进、以进促稳、先立后破”总基调，并且“进”和“立”的政策力度将有所加强。从财政政策来看，积极的财政政策将适度加力、提质增效，注重用好政策空间，提高资金效益，优化支出结构，在操作节奏上或将“财政前置”。从货币政策来看，稳健的货币政策将灵活适度、精准有效，注重引导实体经济融资成本稳中有降，推动宽货币向宽信用传导，或将侧重支撑价格水平有所改善。总体来看，宏观政策操作仍将坚持在“稳增长”与“防风险”中寻求平衡。

综合以上因素，中诚信国际预计 2024 年中国 GDP 增速将为 5.0% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年四季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10948?type=1>

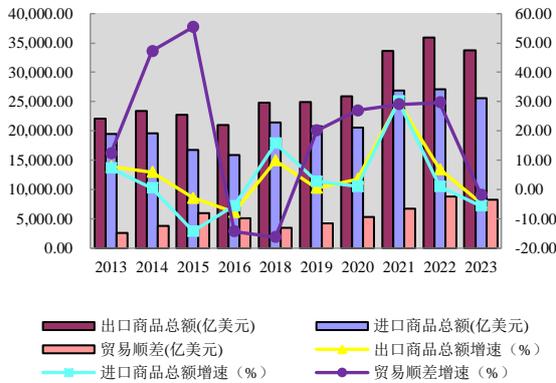
行业概况

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

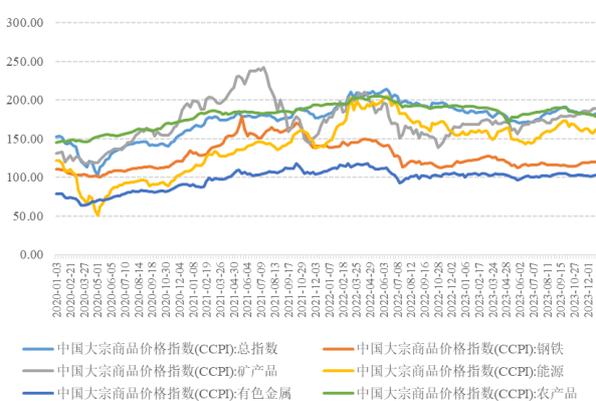
万亿美元，同比下降 4.6%；货物进口总值 2.56 万亿美元，同比下降 5.5%；贸易顺差 8,232.23 亿美元，同比减少 1.7%。

图 3：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 4：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，黑色金属价格同比上升，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/coreCreditResearch/detail/10920?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，厦门建发供应链业务规模优势突出、市场竞争力很强，房地产业务受行业景气度下行影响业绩承压，同时医疗等板块为收入提供了一定补充；但需关注收购事项、旅游会展业务恢复、供应链业务相关风险及资金平衡、房地产持续拿地带来的经营财务管理挑战对公司整体经营的影响。

公司供应链从业经验丰富，近年来公司坚持“专业化”经营及“国际化”业务布局战略，供应链业务持续扩张，贸易品种丰富且多个贸易品类具备突出的市场竞争优势，但在大宗商品价格下行周期的背景下，供应链业务的持续扩张对公司的资金平衡及风险控制能力提出更高要求。

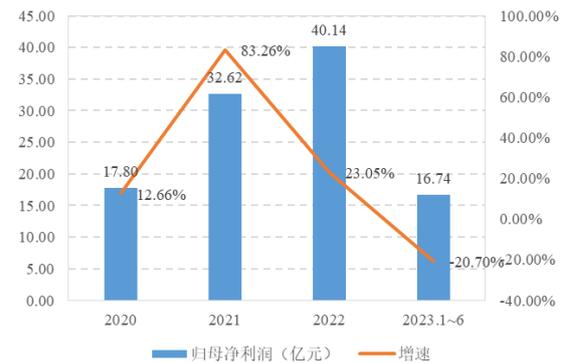
公司供应链管理业务主要由建发股份负责运营。建发股份坚持供应链运营商定位，深化“专业化”经营战略，成立“七大集团¹+金融事业部”从事细分品类的经营，聚焦核心品类和上下游大客户，并向上下游拓展，实现供应链业务规模和效益的增长。2022 年，公司供应链运营业务营业收入同比增长 13.99% 至 6,962.03 亿元，较上年同期增速明显放缓，主要系大宗商品市场价格波动下行等因素影响。2023 年 1~9 月，公司供应链业务实现收入 5,331.21 亿元，同比增长 1.04%，增速明显放缓。但得益于公司强化科技、金融赋能和投资、物流支持，并向产业链持续延伸，在大宗商品价格下行周期实现了经营货量持续增长和市场占有率逐步提升。

图 5：近年来建发股份供应链板块收入及增速（亿元）



资料来源：建发股份年报及中报，中诚信国际整理

图 6：近年来建发股份供应链板块归母净利润及增速



资料来源：建发股份年报及中报，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。贸易类型方面，公司以内贸为主，但进出口业务发展较快；2022 年，建发股份实现进出口和国际业务总额超 404 亿美元，同比增速约 9%，占供应链运营业务收入的比重达 40.42%，其中，出口业务收入同比增速超 62%；2023 年上半年，建发股份实现进出口和国际业务总额超 198 亿美元，同比增速约 7%，占供应链运营业务收入的比重近 41%，其中，进口业务收入同比增速超 18%。公司贸易品种丰富，并已初步实现大宗商品至消费品的多品类布局，经营冶金原材料、农林产品两个核心产品，以及化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等其他产品。其中，轻纺、矿产、化工和农产品等为公司主要进出口产品类别，纸张、钢材和汽车的采购及销售为内贸板块主要经营品种。

业务布局方面，公司供应链网络分布广泛，公司深耕华东、华南等优势区域并积极拓展中西部市场，并在哈尔滨、昆明设立平台公司，进一步完善供应链布局。海外市场方面，公司跟随中国产业链的全球化延伸，通过合作优质龙头企业，加快全球化布局的步伐，截至 2022 年末，公司已

¹ 指建发钢铁集团、建发浆纸集团、建发汽车集团、建发农产品集团、建发消费品集团、建发矿产集团和建发能化集团。

在 RCEP 成员国、金砖国家及“一带一路”沿线国家设立了超 30 个海外公司和办事处，与 60 余个“一带一路”沿线国家建立贸易合作。2023 年上半年，公司与“一带一路”沿线国家的贸易规模超过 600 亿元，同比增长超 40%。

公司冶金原材料包括矿产品、钢铁等金属材料。矿产品贸易以钢铁原料供应链运营为核心，专业化经营铁矿产品、煤炭及有色金属等。通过多年来的不断发展，公司已建立较为丰富的资源渠道。定价模式方面，公司矿产业务的采购与销售均以指数定价或一口价方式定价，其中指数定价指的是以普氏指数平均价²作为定价基础，一口价即双方签订合同时就将价格锁定。公司钢材贸易采取代理方式开展，合作模式为公司与钢厂签订全年供货协议，支付年度协议定金，以锁定全年钢材供应量，同时与下游客户签订年度购销协议，收取 15~20% 的年度保证金，与钢厂签订正式采购合同并预付全款，客户在所采购的钢材到货后向公司付款提货。定价方面，国有钢厂和部分民营钢厂的销售价格一般根据其每个月制定的指导价格来确定，部分民营钢厂的销售价格按其发货给公司时的市场价格来确定。2022 年，公司钢材经营货量超 5,300 万吨，同比增长超 17%；但受大宗商品价格下行影响，冶金原材料业务收入同比小幅下降。2023 年前三季度，公司冶金原材料贸易经营货量同比增加 8.70%，受价格因素影响贸易收入同比有所下降。

公司林产品主要包括纸张和纸浆。纸张方面，公司以经营国内成品纸为主，经过多年的发展，公司已成为全国最大的纸张贸易商之一。纸浆方面，纸业公司进口纸浆主要是向国外浆厂的代理商采购，部分直接向国外浆厂采购；定价方式一般是每月签订合同，每月定一次采购价。每年公司与长期合作良好的供应商签订年度长协，一方面保证公司有稳定的货源供应，另一方面在公司履行协议规定的采购量后就有相应的返利收入，有利于公司应对纸浆价格波动给盈利带来的不利影响。对于没有签订长协的供应商，根据市场行情变化，公司可以采取较为灵活的采购政策。2022 年，建发股份纸浆、纸张合计经营货量超 1,300 万吨，同比增长超 15%；2023 年上半年，纸浆、纸张合计经营货量超 720 万吨，同比增长近 19%。

公司农产品贸易业务主要经营饲料原料、粮油等产品的进口及内贸业务，其中饲料原料业务规模占比较大。近年来，公司利用境内外平台，充分发挥国际贸易优势，积极开拓高粱、玉米及大麦等新品种。对粮油业务中的植物油和橡胶业务，为规避大宗商品的价格变动风险，公司会在期货市场上进行套期保值，锁定风险及收益。2022 年，农产品经营货量超 3,000 万吨，同比增长超 9%，同年国际农产品及纸浆等产品价格虽有所回落但仍保持较高水平，加之农林产品经营货量提升，推动农林产品收入增长超 20%。2023 年前三季度，公司农林产品贸易规模持续扩张，经营货量和贸易收入同比分别增长 7.22% 和 12.59%。

表 2：近年来公司主要贸易品类经营货量情况（万吨、亿元）

产品	2020		2021		2022		2023.1~9	
	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入
冶金原材料	9,369.86	1,978.57	12,817.12	3,655.24	13,722.03	3,634.00	10,828.53	2,720.01
农林产品	2,915.82	951.37	3,960.93	1,574.92	4,598.42	1,935.13	3,610.59	1,515.95

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

² 普氏价格指数数据是普氏能源资讯（Platts）制定的、通过电话问询等方式，向矿商、钢厂及钢铁交易商采集数据，其中会选择 30 家至 40 家“最为活跃的企业”进行询价，其估价的主要依据是当天最高的买方询价和最低的卖方报价，而不管实际交易是否发生。

基于成熟的“LIFT”供应链服务体系，公司依托在汽车、轻纺、酒类等领域建立的核心竞争力，继续大力拓展消费品业务，消费品业务收入实现快速增长；2022 年及 2023 年上半年，公司在消费品行业的供应链运营业务分别实现营业收入 467.47 亿元和 276.35 亿元，同比分别增长 42.81% 和 35.45%。汽车业务方面，2022 年建发股份销售新车近 2 万台；二手车出口超 2,700 台，同比增长超 470%；同时公司已取得小鹏、smart、路特斯、阿维塔等品牌的区域代理授权以及华为“问界”大客户开发授权，与特斯拉、蔚来、理想、岚图等品牌达成售后业务合作。2023 年上半年，建发股份二手车出口台数约 2,000 台，规模和效益同比均高速增长。在轻纺业务方面，公司具备成熟的轻工业消费品设计与制造流程管理能力，服务于全球大型商超、专卖店、品牌商等大客户。2022 年，公司鞋类产品年出货量超 6,000 万双，同比增长超 15%，鞋类出口总额位列全国前三位。在家电业务方面，公司聚焦服务头部品牌，与美的、海尔、索尼等家电行业头部品牌建立业务合作。2022 年，公司家电业务签约金额超 3 亿元，同比增长约 200%。在酒类业务方面，公司 2022 年酒类销售量超 3,400 万瓶，同比增长超 15%。

中诚信国际关注到，2022 年 6 月以来，受地产端风险事件影响，钢材、铁矿石等大宗商品价格大幅波动，对公司的资金平衡及风险控制能力提出更高要求，中诚信国际将对此保持关注。

公司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。

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。

表 3：公司主要贸易品种上下游情况

品种	上游供应商	下游客户
钢材	上游供应商主要是国有大型钢厂	主要是华东、华南、华北、山东地区的中小贸易商和终端用户，其中钢材最终用户约占 30%
矿产品	公司拥有铁矿石进口经营权，与海外知名大矿山保持良好的长期合作关系，包括力拓、淡水河谷、必和必拓等	主要为国有大型钢厂，公司与广西盛隆、柳钢、酒钢、宁钢等国内众多大中型钢铁厂有稳定密切的合作
化工	供应商主要为海外知名化工生产企业	公司已与 20 多个国家和地区的客户建立了稳固、长期的合作关系，
浆纸类产品	国内外浆厂的代理商和国内外浆厂	销售区域包括华南、山东、江浙沪地区、东北三省、西北、湖南、湖北等地区，基本形成全国销售网络及布局
农产品	以进口采购为主	公司与国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

集中度方面，2022 年及 2023 年 1~9 月，公司主要贸易品种上游前五大供应商和下游前五大客户销售集中度很低，最高交易金额占比均不超过 7%，不存在依赖某一单一供应商或单一客户的情况。

表 4：公司冶金原材料贸易及农林产品贸易上下游前五大占比情况

冶金原材料贸易供应商	2022 年占比	2023 年 1-9 月占比	冶金原材料贸易下游客户	2022 年占比	2023 年 1-9 月占比
第一名	3.23%	4.04%	第一名	1.29%	1.74%
第二名	3.09%	3.99%	第二名	0.89%	1.31%
第三名	2.34%	3.59%	第三名	0.83%	1.02%
第四名	1.97%	2.77%	第四名	0.78%	1.01%
第五名	1.62%	2.52%	第五名	0.75%	0.92%
合计	12.25%	16.91%	合计	4.54%	6.00%
农林产品贸易供应商	2022 年占比	2023 年 1-9 月	农林产品贸易下游客户	2022 年占比	2023 年 1-9 月

占比			占比		
第一名	3.02%	6.36%	第一名	3.58%	5.57%
第二名	2.21%	5.42%	第二名	2.70%	4.87%
第三名	1.87%	4.65%	第三名	2.09%	3.47%
第四名	1.63%	2.94%	第四名	1.70%	3.43%
第五名	1.48%	2.25%	第五名	1.17%	3.10%
合计	10.21%	21.62%	合计	11.23%	20.44%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算模式方面，公司每季度与上游大型工厂签订总框架协议，每次订货以市场价格为准，一般采用开立远期国内信用证及银行承兑汇票支付大型工厂货款。下游销售方面，公司对销售商进行等级分类，付款及时的优质以月结的方式结算，而资质一般的客户必须以现金或银行承兑汇票结算。公司规定出口贸易应优先使用信用证付款方式，可以根据客户资信及所在地区有选择的使用 D/P 交单议付支付方式，谨慎使用 O/A 先放货后付款的支付方式，降低收汇风险。公司按客户的资信状况确定各个客户的信用等级及允许的销售、赊销额度，对赊销业务一律投保出口信用险。

风险管理方面，公司通过定期召开贸易风险控制委员会会议，正确分析市场形势，判定商品价格波动，及时调整经营策略，对大额贸易合同和大额客户授信额度进行动态管控。公司通过 ERP 信息系统，实现了对应收账款、货储和货物滞期等风险的严格把控。同时，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。

物流服务方面，公司与天津港、青岛港、上海港、广州港、满洲里车站等主要港口和货运站建立了长期合作关系，与中外运、马士基中国、港中旅华贸物流、万纬物流、世天威集团等国际物流服务商建立了战略合作，有效扩充了海外仓储物流资源，建立了覆盖全国、链接海外的全球物流仓储网络。截至 2023 年 6 月末，公司在全球的合作仓储网点超 4,000 个，全国设立超 100 个自管仓，拥有 8 个期货交割库，交割商品品种包括纸浆、PTA、工业硅等。

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

此外，公司强化投资支持，向供应链业务的上下游延伸。2021 年以来，公司与厦门航空有限公司和纵腾网络合资设立货运航空公司，促进跨境电商等消费品业务发展；与宁普时代合资设立建发宁普时代新能源科技有限公司，从事新能源商用车销售、换电站投资和运营业务。公司下属子公司参与森信纸业集团（证券代码：0731.HK）重组³，通过控股森信纸业集团介入浆纸产业链的生产制造环节，取得森信纸业旗下远通纸业超 40 万吨/年的涂布白板纸和箱板纸产能；公司下属子公司通过自营或合资等方式，开展废钢加工、冷轧及热轧加工配送项目，为终端客户提供深加工产品，有效拓展供应链服务边界。2023 年 7 月，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）发布公告称，建发股份下属子公司香港纸源有限公司（以下简称“香港纸源”）拟出资认购阳光纸业 1.62 亿股普通股；2023 年 11 月 22 日，阳光纸业发布公告称上

³ 公司子公司厦门建发纸业与江新胜大控股集团有限公司于中国境外设立合资公司（建发纸业持股 55%，新胜大持股 45%），并通过合资公司以等值人民币 1 亿元的港币认购业务重组后森信纸业经扩大后股本的 70%。

述交易的所有交割条件已获达成，且于股份认购协议项下的交割已于当日完成，香港纸源成为阳光纸业的第二大股东，持股 14.34%。

中诚信国际认为，公司已逐渐建立较为完善的供应链服务体系，具备完善的供应链集成服务能力，上下游客户质量较优。同时公司通过适度进入上游制造领域，可以更好地掌握相关市场信息。

受行业下行因素影响，房地产业务销售承压且计提减值损失较大，造成该板块业绩下降；同时，公司保持了一定的拿地节奏，中诚信国际将对房地产业务经营策略和财务管理等情况保持关注。

公司房地产开发业务主要由建发地产和联发集团两家子公司负责运营。公司在厦门当地具有很强的区域竞争力与很高的品牌认知度，近年开发项目类型包括住宅、商业、安置房以及土地一级开发等。公司地产项目布局于福建、浙江、江苏等省份，以及上海、北京、武汉、长沙、成都、重庆等高能级城市。2022 年及 2023 年上半年，受益于前期地产业务快速扩张，房地产结转收入持续增长；但受公司对销售进度不及预期的存货计提减值⁴以及行业景气度持续下行等因素影响，地产业务业绩有所下降。

从开发及销售指标来看，2022 年，因公司拿地力度弱于前期及房地产行业景气度下行等因素影响，当期新开工面积同比明显下降；而竣工面积小幅上升。销售方面，地产行业景气度下行导致 2022 年签约销售面积和签约销售金额均有所下降，但销售下滑幅度小于同行业平均水平。区域方面，公司在一、二线城市的合同销售面积占比超 70%。根据克而瑞研究中心发布的“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 5：近年来公司房地产业务经营情况（万平方米、亿元）

经营指标	2020	2021	2022	2023.1-6
合同销售金额	1,379.30	2,175.65	2,097.25	1,243.37
权益销售金额	997.87	1,645.22	1,460.84	873.94
合同销售面积	764.74	1,180.77	1,010.33	541.49
权益销售面积	560.37	895.55	740.21	394.81
账面结算收入	720.66	791.71	1,254.67	303.11
账面结算面积	538.88	573.14	646.74	255.40
新开工面积（权益口径）	808.79	1,680.02	779.19	278.45
竣工面积（权益口径）	574.43	733.62	779.19	335.64

资料来源：公司提供

土地储备方面，2022 年，公司以多元化方式获取优质土地 62 宗，全口径拿地金额合计约 1,030.25 亿元，其中一二线城市拿地金额占比达 92%，重点在上海、厦门、北京及杭州等地获取项目。截至 2022 年末，建发股份共有土地储备 1,789.12 万平方米，其中一、二线城市的土地储备预估权益货值占比超 70%。2023 年上半年，建发股份获取土地 52 宗，全口径拿地金额合计约 721.39 亿元，其中一二线城市拿地金额占比超 87%，重点在上海、厦门、杭州等地获取多个优质项目。公司在一、二线城市的土地储备（未售口径）全口径货值占比超 70%，土储结构较为良好。2023 年以来，由于一、二线城市热门地块开始摇号，拿地不确定性增加，公司或面临一定高线城市地块补货需求；此外，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。考虑到目

⁴ 2022 年，房地产业务计提存货跌价准备 483,918.29 万元。

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，中诚信国际将对公司拿地节奏及资金平衡情况保持持续关注。

表 6：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	2020	2021	2022	2023.1~6
新增计容权益建筑面积	757.96	960.28	348.95	359.79
期末土储面积	1,838.68	2,187.19	1,789.12	1,749.86
土地购置支出	820.75	1,084.37	651.91	465.95

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

资料来源：公司提供

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

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

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

子公司收购家居装饰零售品牌美凯龙部分股权事项已完成，美凯龙已纳入公司合并范围；该事项对公司业务经营、战略规划及整体信用状况产生的影响有待关注。

2023 年，建发股份通过现金方式协议收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）29.95%的股份，每股价格定为 4.82 元/股。2023 年 7 月，美凯龙纳入公司合并范围。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。

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，目前主要以自营商场和委托管理商场的经营管理为主。截至 2023 年 9 月末，美凯龙共有 367 家自营商场及委管商场，覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区的两百余个城市，商场总经营面积超 2,000 万平方米，家居商场管理规模为国内最大。2023 年前三季度，美凯龙实现营业收入 86.75 亿元，净亏损 6.36 亿元；同期，美凯龙经营活动净现金流为 27.68 亿元。截至 2023 年 9 月末，美凯龙总资产规模为 1,260.75 亿元，总负债规模为 702.13 亿元，所有者权益规模 558.62 亿元。中诚信国际将持续关注并评估此次资产收购事项对公司经营、战略规划及整体信用状况产生的影响。

公司旅游会展业务品牌效应良好，2023 年以来营收规模大幅增加。

公司旅游服务业板块主要由厦门建发旅游集团股份有限公司（以下简称“建发旅游”）经营，收入主要来自酒店业务。公司酒店板块业务定位高端路线，拥有“悦华”高星级酒店管理品牌、“颐

豪”商务酒店品牌。截至 2023 年 9 月末，公司旅游集团下属有 23 家酒店（其中 16 家为高星级酒店）和 4 家酒店旅游投资管理公司。酒店整体档次较高，所处区位较好。其中，“悦华”系列酒店位于厦门、泉州和武夷山，在当地拥有较高的知名度；厦门海悦山庄酒店是厦门市接待国宾政要的主要酒店；厦门国际会展酒店与厦门国际会展中心相连，是全海景休闲、会议型酒店。公司旗下酒店经营以租赁物业为主，物业出租方多为地方政府或国有企业，租约通常为 20 年，租期较长，为公司酒店业务的稳定经营提供了保障。同时，公司通过完善管理和装修改造提高了酒店的软硬件标准，并利用所持有的旅游、会展等方面的资源提供综合旅游服务，使得旗下酒店的总体入住率基本保持稳定。

会展业务方面，会展公司拥有厦门国际会展中心、厦门国际会议中心和厦门会展音乐厅等大型现代化场馆，场馆经营面积 28 万平方米。目前会展公司已形成场馆租赁管理、自办展、会议接待、展会配套服务等四大核心业务，并成功培植了多个知名品牌自办展；近年来，会展公司陆续举办海峡两岸文博会、海峡论坛、国际戏剧协会世界代表大会、建发厦门国际马拉松赛等活动，起到了较好的品牌宣传效应。

2022 年，受超预期因素影响，公司旅游服务业务实现收入 10.15 亿元，同比进一步下降；会展业务实现收入 3.71 亿元，同比持平。2023 年前三季度，受上年同期基数较低影响，旅游服务业务和会展业务收入同比大幅增长。

表 7：近年来公司会展业务经营情况（单位：场次）

类型	2020	2021	2022	2023.1~9
展览	68	69	71	63
会议	211	204	94	111
自办展	6	10	17	5
合计	285	283	182	179

资料来源：公司提供

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

公司医疗业务是公司大力发展的新兴业务之一，主要包括医疗流通、医疗服务以及养老服务、健康管理、大型设备融资租赁和药械采购等的配套服务。目前已在全国 27 个省市自治区设立省级分支机构落地相关业务板块，在北京、上海、福建、陕西和河南建设符合国家认证的大型第三方物流中心。医疗服务板块主要管理及运营弘爱医院（三级综合医院）、弘爱康复医院（三级专科医院）、弘爱妇产医院（三级专科医院）、弘爱养护院、弘爱大药房和建发健康科技公司 6 家医疗服务机构。2022 年，该板块实现业务收入 123.24 亿元，在医疗器械流通业务规模扩大的影响下同比上升 20.89%。2023 年 1~9 月，医疗业务实现收入 121.10 亿元，延续增长态势。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。建发新兴直接投资主要投向为医疗健康、先进制造

及 TMT 消费等行业。基金业务方面，建发新兴稳步建设自身基金管理能力，根据客户需求积极开发不同投资策略及投资方向的产品，扩大外部募资规模，向新兴产业权益资产管理机构转型。收益实现方面，截至 2023 年 6 月末，建发新兴在管基金投资标的中有 9 家公司已上市（含新三板）；同期末，在管基金通过二级股票减持退出、一级转让、分红等形式实现现金回收合计约 15.96 亿元。新兴股权投资业务为公司带来较好的投资收益，但直接投资项目投资周期较长及多数基金尚未进入退出期/延长期，项目退出收益情况以及投资业绩实现情况仍需关注。

财务风险

中诚信国际认为，厦门建发受业务规模扩张和美凯龙纳入合并范围等因素影响资产债务规模持续提升，偿债指标表现一般，但较好的经营盈利及获现能力、良好的银企关系以及多元的融资渠道能够为债务接续提供保障，整体偿债能力很强。

盈利能力

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

收入方面，公司供应链运营和房地产业务扩张，带动 2022 年营业总收入同比上升 17.76%。毛利率方面，2022 年，公司供应链业务提质增效明显，使得供应链运营板块毛利率同比上升 0.24 个百分点；受当期结转收入的房地产项目地价成本较高影响，房地产业务毛利率水平进一步下降；2022 年全年公司营业毛利率同比上升 0.23 个百分点至 3.91%。2023 年前三季度，得益于美凯龙纳入合并范围以及贸易、房地产及医药流通等业务规模扩大等因素，公司营收规模保持增长。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022		2023.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
供应链运营	3,505.25	1.80	6,107.49	1.44	6,962.03	1.68	5,331.21	1.66
房地产开发	823.64	20.85	962.73	16.75	1,364.35	14.63	645.42	13.59
家居商场运营业务	--	--	--	--	--	--	10.22	53.42
旅游餐饮服务	8.95	80.56	11.22	24.15	10.15	20.20	11.88	42.59
会展业务	2.77	67.37	3.71	7.76	3.71	15.09	3.60	27.22
医疗业务	75.52	5.32	101.94	10.06	123.24	7.98	121.10	7.94
城服业务	--	--	8.13	26.08	9.81	25.28	9.73	17.99
其他	0.57	19.80	0.53	69.19	0.44	22.73	0.28	89.29
营业总收入/营业毛利率	4,423.72	5.65	7,195.96	3.68	8,473.74	3.91	6,133.44	3.25

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2022 年以来，职工薪酬持续增长带动销售费用和管理费用持续上升，使得公司期间费用及期间费用率均有所上升。

公司利润总额主要来自于经营性业务利润和投资收益。2022 年，经营性业务利润保持良好上升态势。公司投资收益以权益法核算的长期股权投资收益、处置长期股权投资和其他非流动金融资产的收益为主，2022 年同比有所减少但仍保持在较大规模⁵。同期，公司公允价值变动损益由正转负，主要系建发新兴股票投资公允价值波动及投资性房地产价值波动影响。2022 年房地产业

⁵ 2022 年联发集团减持股票，该部分投资由长期股权投资转入交易性金融资产后产生的公允价值变动利得 8.02 亿元亦计入了投资收益。

务计提存货跌价准备大幅提高，资产减值损失⁶和信用减值损失对当期利润形成明显侵蚀，使得利润总额下降并拉低公司相关盈利指标。2023 年前三季度，由于美凯龙纳入合并范围后确认 95.87 亿元重组收益，当期公司营业外收入大幅增加，叠加投资收益增加，综合影响下当期利润规模同比大幅上升。整体来看，公司经营业务盈利能力保持在较好水平，中诚信国际将对房地产存货后续计提规模及对公司盈利的影响保持关注。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1-9
销售费用	65.83	84.58	103.11	82.12
管理费用	18.12	18.26	23.63	19.61
财务费用	17.12	20.79	18.58	16.75
期间费用合计	101.08	124.40	147.37	120.15
期间费用率(%)	2.28	1.73	1.74	1.96
经营性业务利润	121.08	130.77	165.00	73.63
投资收益	29.80	62.33	47.00	24.20
资产减值损失	20.41	14.41	52.08	3.40
信用减值损失	2.28	2.23	11.19	2.93
公允价值变动收益	18.84	6.13	-10.77	-9.89
利润总额	150.27	189.54	153.91	179.18
EBIT	134.09	159.13	145.06	--
EBIT 利润率(%)	3.03	2.21	1.71	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

2022 年以来，供应链运营、房地产业务扩张和美凯龙纳入合并范围等因素带动资产规模持续上升，债务规模亦保持在较高水平，中诚信国际将对公司债务控制情况保持关注。此外，合并范围的扩大对公司的财务管控能力及风险控制能力提出更高要求。

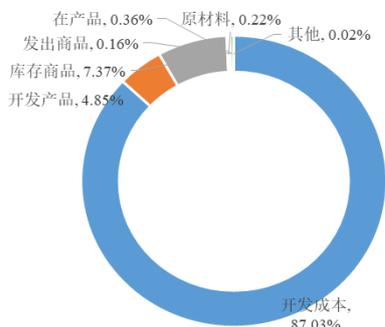
业务规模扩张带动公司 2022 年末总资产规模进一步扩大。其中，公司房地产和供应链业务规模的持续扩张使得以开发成本为主的存货、以应收房地产联营企业款项为主的其他应收款和以预付采购货款、预付土地出让金的预付款项均呈上升态势。同期末，融资规模增加带动货币资金同比上升，当期末公司受限货币资金规模为 78.45 亿元，主要为各类保证金和存出投资款等。由于房地产业务一级土地开发项目应收款增加，以及供应链运营业务赊销增加，应收账款增长明显但其周转率仍保持在高水平。同时，由于公司存货中土地储备占比较高，存货周转率处于同业企业中偏低水平；存货周转率亦小幅下降。

2022 年末公司负债总额同比继续上升，公司负债以合同负债和有息债务为主。合同负债主要为预收售房款和供应链业务预收货款，当期末同比进一步增加。有息债务方面，2022 年末公司债务规模进一步上升，但增速有所放缓；从债务来源来看，公司债务以长期银行借款和债券为主，而房地产业务计入其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债的有息债务亦保持在较大规模。考虑到公司未来业务仍有一定扩张需求，中诚信国际将对公司债务控制情况保持持续关注。所有者权益方面，随着房地产合作项目的少数股东投入资本增加以及利润积累，2022 年末公司所有者

⁶ 存货跌价损失及合同履约成本减值损失 51.30 亿元；信用减值损失含应收账款坏账损失 4.47 亿元和其他应收款 6.45 亿元。

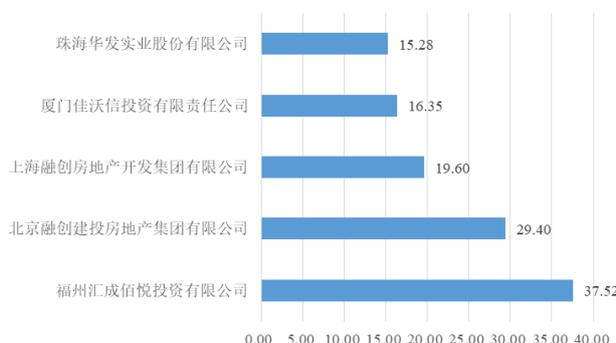
权益规模同比扩大并使得资产负债率和总资本化比率均同比下降。

图 7：截至 2022 年末公司存货构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 8：2022 年末按欠款方归集的年末金额前五名的其他应收款项情况（亿元）



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

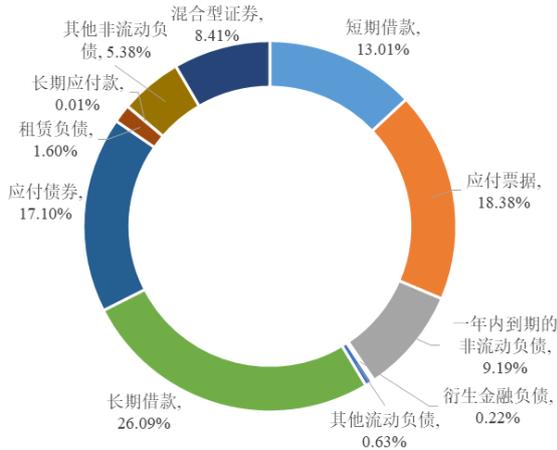
2023 年前三季度，美凯龙纳入公司合并范围，加之贸易业务季节性因素和房地产业务持续发展等因素的影响，截至 2023 年 9 月末公司资产及债务规模较年初大幅上升，财务杠杆亦微幅上升。中诚信国际认为，美凯龙家居商场管理规模优势显著且自持物业规模可观，但目前业务经营面临一定挑战、财务指标仍有一定优化空间，合并范围的扩大对公司的财务管控能力及风险控制能力提出更高要求。

表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.9
存货	2,223.45	3,480.96	3,633.85	4,542.02
货币资金	591.54	954.82	1,027.83	1,036.34
应收账款	95.72	131.45	187.33	249.23
其他应收款	304.12	552.87	670.91	824.76
预付款项	270.02	329.95	369.50	568.75
长期股权投资	189.29	267.75	364.12	474.85
投资性房地产	146.01	167.53	180.03	1,140.11
其他非流动金融资产	127.39	169.99	187.70	195.15
总资产	4,379.71	6,588.39	7,235.63	10,004.30
合同负债	1,099.63	1,962.78	2,280.60	3,149.43
应付票据	150.55	208.36	250.46	504.77
应付账款	333.71	469.85	463.20	537.61
其他应付款	231.86	411.18	367.82	530.05
其他非流动负债	100.84	141.61	125.39	162.29
总负债	3,184.44	4,848.80	5,232.74	7,327.84
短期债务	356.78	526.41	572.70	1,137.64
长期债务	1,176.40	1,393.89	1,398.04	1,609.09
总债务	1,533.18	1,920.29	1,970.74	2,746.73
其他权益工具	253.18	240.21	223.56	230.93
未分配利润	187.22	238.06	241.47	293.72
少数股东权益	623.03	1,123.27	1,405.45	2,009.58
所有者权益	1,195.27	1,739.59	2,002.89	2,676.46
资产负债率(%)	72.71	73.60	72.32	73.25
总资本化比率(%)	61.94	56.15	52.55	52.90
存货周转率	2.10	2.43	2.29	1.94*
应收账款周转率	44.94	63.35	53.16	37.47*

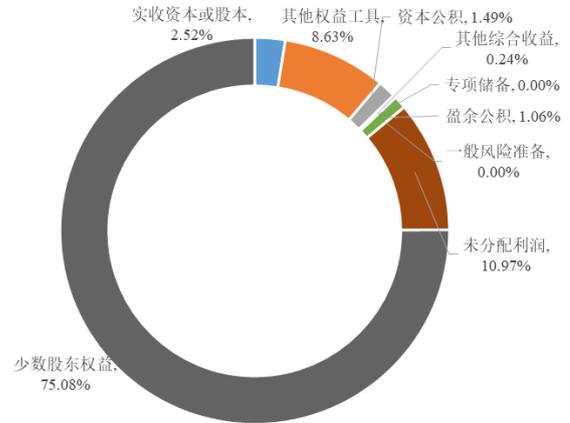
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 9：截至 2023 年 9 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 10：截至 2023 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

受房地产业务拿地及支付工程款减少等因素影响，公司经营获现能力明显改善，但债务规模整体较大，公司偿债指标表现一般，但良好的银企关系、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力可实现到期债务续接，整体偿债能力较强。

由于房地产业务支付地价款和工程款金额减少，2022 年公司经营活动净现金流量转为大幅净流入。截至 2022 年末，公司未受限货币资金为 949.38 亿元。投资活动方面，由于房地产业务支付合作项目往来款净额较上年同期减少，2022 年公司投资活动现金流净流出规模同比收窄。公司经营获现能较好满足投资需求，债务规模扩张速度放缓，加之公司分配股利偿付利息，2022 年筹资活动现金流呈净流出态势。2023 年 1~9 月，受房地产业务销售回款增加、支付的地价款金额减少，以及供应链运营业务加快周转，销售资金回笼速度加快影响，经营活动现金呈大幅净流入态势；受房地产业务支付合作项目往来款较上年同期增加及支付收购美凯龙股权投资款的影响，投资活动现金为大幅净流出；由于公司偿还部分到期债务，筹资活动现金为净流出。

2022 年以来，公司债务规模仍然很大，经营活动净现金流及 EBITDA 的偿债指标表现一般，但受益于经营活动现金流改善，其对利息支出可形成一定覆盖。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.1~9
经营活动净现金流	98.79	-2.75	151.95	229.46
投资活动净现金流	-23.14	-143.09	-65.85	-221.56
筹资活动净现金流	151.69	485.99	-37.96	-46.74
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务	0.03	-0.04	0.04	--
经营活动净现金流/利息支出	1.35	-0.03	1.47	--
总债务/EBITDA	10.58	11.34	12.33	--
EBITDA 利息保障倍数	1.99	1.80	1.55	--
FFO/总债务	0.03	0.02	0.05	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 9 月末，公司共获得银行授信总额 5,504.27 亿元，未使用的授信额度为 2,686.62 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、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；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。良好的银企关系及多元畅通的融资渠道为公司的偿债能力提供了良好支撑。未来，虽面临复杂多变的市场环境，但公司供应链业务和房地产业务或将继续保持扩张态势，投融资需求仍较大，中诚信国际将对公司的资金铺排情况保持关注。

本部情况

公司本部利润总额全部来自于长期股权投资的投资收益，2022 年投资收益同比下降主要系当年无处置长期股权投资⁷和建发地产等子企业贡献收益减少所致。2023 年前三季度，受持有长期股权投资的收益增加影响，公司投资收益上升，推升利润总额同比大幅增加。

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

受公司本部与非上市板块主体的资金往来影响，公司本部经营活动现金流呈波动态势。公司本部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。公司本部外部授信充足且本部持有一定规模的优质企业股权，可为债务偿付提供较好保障。

表 12：近年来公司本部财务情况（亿元、%）

	2020	2021	2022	2023.9/2023.1-9
投资收益	34.72	40.03	27.65	27.24
净利润	37.03	27.72	18.23	23.22
总资产	510.91	535.60	540.08	631.65
其中：货币资金	28.51	17.85	31.70	51.54
其他应收款	115.07	122.95	103.04	123.08
长期股权投资	271.92	314.82	339.05	368.98
总负债	98.79	126.29	157.65	224.08
短期债务	32.09	32.40	3.46	85.11
长期债务	318.08	332.13	372.68	355.38
其中：其他权益工具	253.18	240.21	223.56	230.93
总债务	350.18	364.53	376.14	440.49
所有者权益	412.12	409.32	382.42	407.57
资产负债率	19.34%	23.58%	29.19%	35.47%
总资本化比率	68.78%	68.31%	70.31%	71.38%
经营活动净现金流	31.62	-5.58	25.56	-11.15
投资活动净现金流	6.92	2.06	10.81	-11.80

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

⁷ 2021 年，公司本部处置长期股权投资取得投资收益 7.04 亿元。

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

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

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

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020 年~2023 年 12 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⁸

假设

——2023 年，预计厦门建发供应链业务规模或将保持增长态势。

——2023 年，预计厦门建发房地产业务拿地仍较保持一定规模，并完成收购美凯龙股权事项，债务规模或将继续上升。

——2023 年，预计厦门建发仍将保持稳健的财务政策。

预测

表 13: 预测情况表

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

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

公司获现能力较好，未使用授信充足，融资渠道多元且畅通，具备很好的流动性。此外，公司持有厦门国际银行、厦门农商银行及君龙人寿保险等企业的金融股权，同时拥有一定规模的理财产品，流动性来源充足。公司资金流出主要用于供应链管理业务及房地产业务开展和债务的还本付息，由于公司主营业务规模扩张，预计资金流出未来仍将维持在一定规模，但整体来看未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

⁸ 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。

表 14: 截至 2023 年 9 月末公司债务到期分布情况 (亿元)

项目	一年以内到期	一年以上到期
银行贷款	374.66	716.60
其他流动负债	17.27	0
一年内到期的非流动负债	251.63	0
应付债券	0	469.76
其他非流动负债	0	147.76
长期应付款	0	147.76
租赁负债	0	43.83
合计	626.29	1,378.17

注: 截至 2023 年 9 月末, 公司其他权益工具为 230.93 亿元。

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

ESG 分析⁹

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

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

公司治理方面, 根据厦门市国有资产管理局、厦门市财政局的批复, 公司董事会成员共 9 名, 董事长 1 名, 董事 8 名, 未设副董事长。内控方面, 公司与下属公司的分工明确, 公司主要负责拟订和推进发展战略、制定和执行年度财务收支预决算; 下属公司实行专业化经营, 自主经营, 自负盈亏。公司制定了《厦门建发集团有限公司财务管理制度》、《厦门建发集团有限公司内部审计工作规定》和《厦门建发集团有限公司投资管理规定》等, 集团本部及所属控股企业财务活动必须统一遵循上述制度, 有效规范了全系统的财务管理工作, 健全了企业的内部控制机制。重大投资管理方面, 公司按照投资项目管理程序对公司的投资行为进行管理, 其中董事会是公司的投资决策机构, 决定公司的投资计划和投资方案; 总经理办公室负责项目立项、可行性研究及可行性研究报告审查的领导工作, 并组织实施公司的投资方案; 集团设立投资管理部, 投资管理部负责投资项目审批。重大融资管理方面, 公司根据经营和发展的需要, 制定年度融资计划, 并根据市场情况选择合适融资品种, 做好融资管理, 公司及所属子公司所需的各类银行贷款和各类债券须报请董事会审批通过。在对子公司的管控上, 公司实行统一授信、独立核算; 严格控制各类担保。

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

特殊调整

⁹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。

公司持有较大规模的优质股权资产，能够带来一定规模的分红，截至 2022 年末公司参股的厦门航空有限公司、厦门国际银行等¹⁰企业的长期股权投资期末账面规模为 93.34 亿元。此外，公司所持有的投资性房地产亦能带来较为丰厚的租金收入。以上资产能够带来较好的现金流入，并提高公司整体流动性。

外部支持

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

厦门作为经贸港口城市的特殊优势，为公司贸易业务的发展提供了良好的外部条件；同时稀缺的土地资源以及良好的经济环境也为公司在厦门房地产业务的开展奠定了基础。

厦门市国资委的财政实力、偿债能力、政府治理能力以及协调银行等金融机构借入续贷的能力很高。公司是厦门国资委全资企业，自成立以来，在供应链、房地产及投资等方面得到很大的支持。厦门市国资委对公司的支持意愿和支持能力均很强。

评级结论

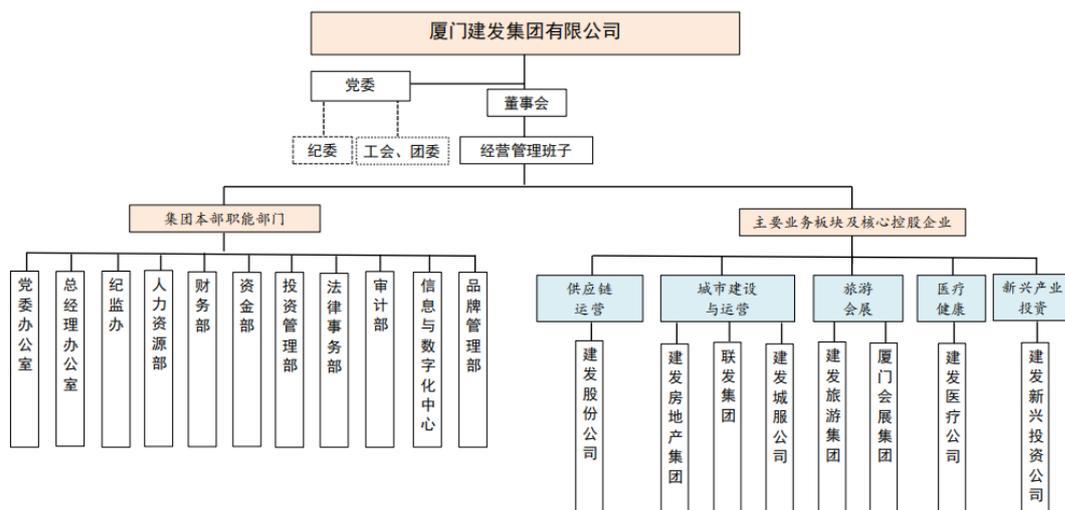
综上所述，中诚信国际评定厦门建发集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

¹⁰ 此外还包括君龙人寿保险有限公司、厦门国际信托有限公司、厦门法拉电子股份有限公司、厦门农村商业银行股份有限公司。

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 2023 年 9 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	进出口贸易等	30.05	45.15
2	厦门建发旅游集团股份有限公司	酒店投资、管理	16.00	100.00
3	厦门建发会展控股有限公司	会展业务	1.50	100.00
4	厦门建发新兴产业股权投资有限责任公司	股权投资与咨询	20.00	100.00
5	厦门建发医疗健康投资有限公司	投资、管理	10.00	100.00
6	厦门建发城服发展股份有限公司	投资与资产管理	2.00	100.00
7	厦门华益工贸有限公司	商品贸易	0.07	100.00
8	武夷山大红袍山庄开发有限公司	房地产开发与经营	5.30	46.00
9	福建嘉悦投资发展有限公司	房地产开发与经营	0.10	100.00
10	上海兆御投资发展有限公司	房地产业	1.00	100.00
11	建发集团（香港）有限公司	投资和资产管理	0.01	100.00
12	厦门建发优客会网络科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	0.20	100.00
13	厦门建发金融投资有限公司	股权投资、咨询、管理	1.00	100.00
14	厦门建发文创体育投资有限公司	对第一产业、第二产业、第三产业的投资	2.00	100.00
15	厦门国际酒业运营中心有限公司	酒、饮料及茶叶类预包装食品批发及零售	0.07	100.00
16	宁夏建发实业发展有限公司	批发和零售业	0.10	100.00



资料来源：公司提供

附二：厦门建发集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 亿元)	2020	2021	2022	2023.9/2023.1-9
货币资金	591.54	954.82	1,027.83	1,036.34
应收账款	95.72	131.45	187.33	249.23
其他应收款	304.12	552.87	670.91	824.76
存货	2,223.45	3,480.96	3,633.85	4,542.02
长期投资	337.65	456.72	561.74	696.25
固定资产	93.20	104.54	110.69	146.37
在建工程	7.23	5.11	36.65	35.14
无形资产	21.31	21.58	23.03	29.15
资产总计	4,379.71	6,588.39	7,235.63	10,004.30
其他应付款	231.86	411.18	367.82	530.05
短期债务	356.78	526.41	572.70	1,137.64
长期债务	1,176.40	1,393.89	1,398.04	1,609.09
总债务	1,533.18	1,920.29	1,970.74	2,746.73
净债务	975.29	1,019.38	1,021.36	1,710.39
负债合计	3,184.44	4,848.80	5,232.74	7,327.84
所有者权益合计	1,195.27	1,739.59	2,002.89	2,676.46
利息支出	72.93	94.19	103.36	--
营业总收入	4,423.72	7,195.76	8,473.74	6,133.44
经营性业务利润	121.08	130.77	165.00	73.63
投资收益	29.80	62.33	47.00	24.20
净利润	108.01	136.80	103.78	159.72
EBIT	134.09	159.13	145.06	--
EBITDA	144.90	169.34	159.78	--
经营活动产生的现金流量净额	98.79	-2.75	151.95	229.46
投资活动产生的现金流量净额	-23.14	-143.09	-65.85	-221.56
筹资活动产生的现金流量净额	151.69	485.99	-37.96	-46.74
财务指标	2020	2021	2022	2023.9/2023.1-9
营业毛利率 (%)	5.65	3.68	3.91	3.25
期间费用率 (%)	2.28	1.73	1.74	1.96
EBIT 利润率 (%)	3.03	2.21	1.71	--
总资产收益率 (%)	3.06	2.90	2.10	--
流动比率 (X)	1.62	1.54	1.53	1.33
速动比率 (X)	0.63	0.59	0.62	0.53
存货周转率 (X)	2.10	2.43	2.29	1.94*
应收账款周转率 (X)	44.94	63.35	53.16	37.47*
资产负债率 (%)	72.71	73.60	72.32	73.25
总资本化比率 (%)	61.94	56.15	52.55	52.90
短期债务/总债务 (%)	23.27	27.41	29.06	41.42
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务 (X)	0.03	-0.04	0.04	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务 (X)	0.11	-0.15	0.13	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数 (X)	1.35	-0.03	1.47	--
总债务/EBITDA (X)	10.58	11.34	12.33	--
EBITDA/短期债务 (X)	0.41	0.32	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数 (X)	1.99	1.80	1.55	--
EBIT 利息保障倍数 (X)	1.84	1.69	1.40	--
FFO/总债务 (X)	0.03	0.02	0.05	--

注：1、2023 年三季度报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司合并口径的其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券、衍生金融负债计入短期债务；将长期应付款、其他非流动负债和永续债计入长期债务。

附三：厦门建发集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：亿元）	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
货币资金	28.51	17.85	31.70	51.54
其他应收款	115.07	122.95	103.04	123.08
长期投资	290.93	324.77	343.25	373.12
固定资产	2.86	2.49	2.25	1.99
在建工程	0.09	1.33	7.00	2.86
无形资产	0.91	0.82	0.79	0.77
总资产	510.91	535.60	540.08	631.65
其他应付款	0.28	0.94	4.16	11.75
短期债务	32.09	32.40	3.46	85.11
长期债务	318.08	332.13	372.68	355.38
总债务	350.18	364.53	376.14	440.49
净债务	321.67	346.68	344.44	388.96
总负债	98.79	126.29	157.65	224.08
所有者权益合计	412.12	409.32	382.42	407.57
营业总收入	1.01	1.11	1.08	0.89
经营性业务利润	-1.66	-4.03	-5.72	-3.87
投资收益	34.72	40.03	27.65	27.24
净利润	37.03	27.72	18.23	23.22
经营活动产生现金净流量	31.62	-5.58	25.56	-11.15
投资活动产生现金净流量	6.92	2.06	10.81	-11.80
筹资活动产生现金净流量	-26.94	-7.14	-22.54	45.84
财务指标	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
营业毛利率（%）	99.44	97.08	96.69	99.62
期间费用率（%）	240.59	429.89	617.50	521.15
总资产收益率（%）	7.86	6.38	4.80	--
资产负债率（%）	19.34	23.58	29.19	35.47
总资本化比率（%）	68.78	68.31	70.31	71.38
短期债务/总债务（%）	9.17	8.89	0.92	19.32

注：1、2023 年三季度报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司本部永续债计入长期债务。

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。

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。

注：每一个信用等级均不进行微调。



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