

建发房地产集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕5064号

联合资信评估股份有限公司通过对建发房地产集团有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持建发房地产集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“20 建发地产 MTN003”“20 建发地产 MTN004”“20 建发地产 MTN005”“21 建发地产 MTN001”“21 建发地产 MTN002”“21 建发地产 MTN004”“21 建发地产 MTN005”“22 建发地产 MTN001B（并购）”“22 建发地产 MTN002B（并购）”“22 建发地产 MTN003B”“22 建发地产 MTN005”“23 建发地产 MTN001”“24 建发地产 MTN001”“24 建发地产 MTN002”“24 建发地产 MTN003”“25 建发地产 MTN001A”“25 建发地产 MTN001B”“25 建发地产 MTN002”“25 建发地产 MTN003”“25 建发地产 MTN004”“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”“20 建房 01”“21 建房 01”“22 建房 G1”“22 建房 G2”“22 建房债 01”“22 建房债 02”“22 建房 F1”“22 建房 F2”“22 建房 01”“23 建房债 01”“23 建房债 02”“23 建房 F2”“23 建房 F4”“23 建房 G1”“23 建房 G2”“23 建房 01”“24 建房 01”“24 建房 03”“24 建房 04”和“24 建房 05”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十三日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

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

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

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

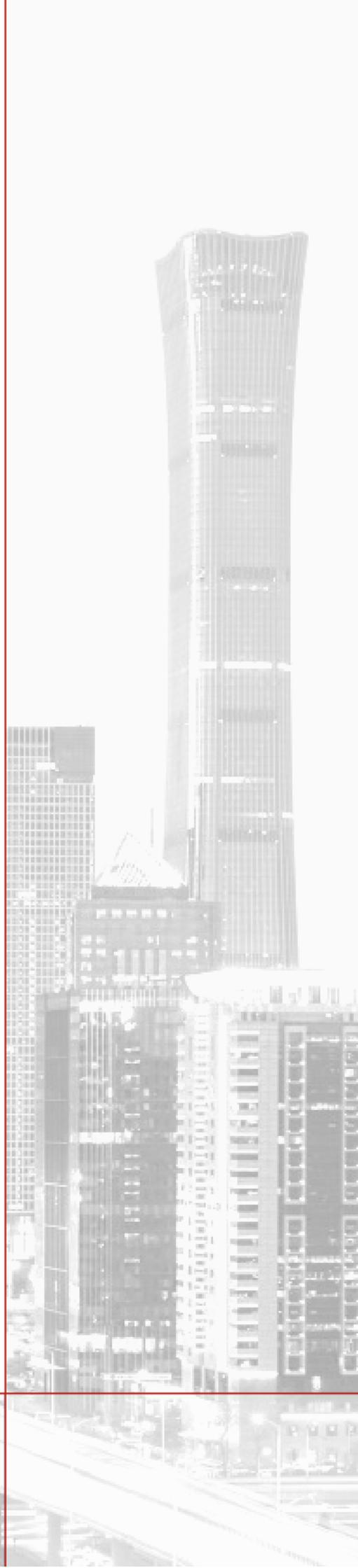
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



建发房地产集团有限公司

2025 年跟踪评级报告

项目	本次评级结果	上次评级结果	评级时间
建发房地产集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
厦门建发集团有限公司	AAA _{pi} ¹ /稳定	AAA _{pi} /稳定	
20 建发地产 MTN003/20 建发地产 MTN004/20 建发地产 MTN005/21 建发地产 MTN001/21 建发地产 MTN002/21 建发地产 MTN004/21 建发地产 MTN005/22 建发地产 MTN001B（并购）/22 建发地产 MTN002B（并购）/22 建发地产 MTN003B /22 建发地产 MTN005/23 建发地产 MTN001/24 建发地产 MTN001/24 建发地产 MTN002/24 建发地产 MTN003/25 建发地产 MTN001A/25 建发地产 MTN001B/25 建发地产 MTN002/25 建发地产 MTN003/25 建发地产 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/06/23
19 建房 01/19 建房 02/19 建房 03/19 建房 04/19 建房 05/20 建房 01/21 建房 01/22 建房 G1/22 建房 G2/22 建房债 01/22 建房债 02/22 建房 F1/22 建房 F2/22 建房 01/23 建房债 01/23 建房债 02/23 建房 F2/23 建房 F4/23 建房 G1/23 建房 G2/23 建房 01/24 建房 01/24 建房 03/24 建房 04/24 建房 05	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发房产”）作为厦门市国有控股的大型房地产开发商，业务定位高，其在区域内处于领先地位且可获得的股东支持力度仍较大，国有企业的背景保障了公司融资渠道的通畅。2024 年，行业景气度仍差，公司项目销售受到较大冲击，当年销售金额同比有所下降；但考虑到公司在行业中竞争力强，公司经营可持续能力强。财务方面，随着公司项目布局的持续优化，公司资产质量继续提升，存货的减值空间对公司整体影响不大；公司债务负担较轻，债务结构合理，综合考虑公司项目销售回款情况较好、再融资能力强以及股东支持力度较大等因素，公司偿债能力极强。

厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）的担保对“20 建房 01”“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”还本付息的保障具有积极意义。

个体调整：无。

外部支持调整：建发集团对公司提供担保支持及业务支持。

评级展望

行业景气度未见好转，但随着公司加大核心城市的补库存力度，公司在行业中销售排名预计变动不大；随着在建项目规模的下降，公司在建项目投资压力将有所减缓，且考虑到公司债务期限结构合理、再融资能力强以及持续的股东支持等因素，公司偿债风险极低；评级展望稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：若公司在建发集团中的定位下降，且建发集团对公司支持力度下降；公司举债扩张，债务杠杆显著增加，偿债压力增大；公司经营业绩大幅下滑，对现金流产生较大负面影响。

优势

- **公司股东背景强且对公司支持力度较大。**建发集团是经市政府授权国有资产投资的资产经营一体化公司，承担着执行厦门市政府社会经济发展和产业结构调整部署的重要职责；建发集团业务多元且综合实力强。公司作为建发集团旗下房地产开发业务的主要运营载体，在项目获取及担保等方面可获得股东较大的支持力度。
- **公司持续优化项目城市布局，高毛利率的城市更新项目提供一定的利润补充。**2024 年，在行业整体销售低迷的背景下，公司在克而瑞销售排行榜中仍名列前茅，具有一定的经营韧性，此外公司加大了核心一二线城市项目的获取力度，持续优化项目城市布局。公司城市更新业务毛利率较高，能为公司提供一定的利润补充。

¹ 此评级结果为公开评级结果

- **公司持续压降债务，融资渠道畅通。**公司整体债务负担较轻，债务结构合理，公司持续压降有息债务规模，偿债压力将继续下降；公司资产受限比例较低，再融资空间大，融资渠道畅通。

关注

- **房地产市场运行存在一定不确定性，项目利润空间收窄。**2022年以来房地产市场景气度差，行业整体销售下降，未来房地产市场运行存在一定不确定性。2024年，公司房地产业务毛利率继续下降，项目获利能力承压；此外，公司在部分城市土地储备略显不足，有补库存需求。
- **公司弱能级城市项目存在去化及盈利风险。**截至2025年3月底，公司全口径土地储备剩余可售面积合计1288.35万平方米，布局城市较多，管理难度较大；公司在销售市场较差的城市仍有一定的库存，上述项目销售流速较慢，且随着价格的下降有一定减值风险。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 房地产企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 房地产企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
指示评级				aa+
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa+
外部支持调整因素：股东支持				+1
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级及个体调整情况较上年评级均未发生变动。

外部支持变动说明：公司外部支持调整因素和调整幅度较上年评级无变动。

评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

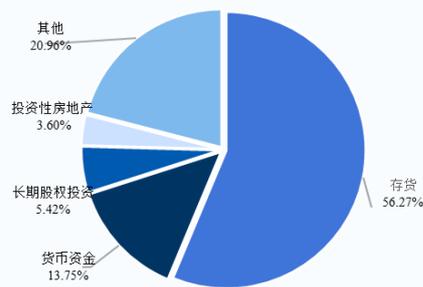
主要财务数据

合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	537.76	559.39	596.71	594.13
资产总额（亿元）	4222.52	4610.60	4339.86	4508.53
所有者权益（亿元）	1011.49	1132.38	1197.74	1179.83
短期债务（亿元）	104.90	75.77	125.72	130.85
长期债务（亿元）	788.72	712.47	650.55	652.51
全部债务（亿元）	893.63	788.24	776.27	783.35
营业总收入（亿元）	1069.22	1386.88	1495.79	105.65
利润总额（亿元）	98.16	95.60	111.48	1.96
EBITDA（亿元）	108.49	103.72	121.46	--
经营性净现金流（亿元）	64.89	137.48	100.25	25.32
营业利润率（%）	15.71	11.87	13.78	10.80
净资产收益率（%）	6.85	6.22	5.94	--
资产负债率（%）	76.05	75.44	72.40	73.83
全部债务资本化比率（%）	46.91	41.04	39.32	39.90
流动比率（%）	158.02	149.08	155.24	150.52
经营现金流动负债比（%）	2.70	4.99	4.05	--
现金短期债务比（倍）	5.13	7.38	4.75	4.54
EBITDA 利息倍数（倍）	2.65	3.03	4.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.24	7.60	6.39	--

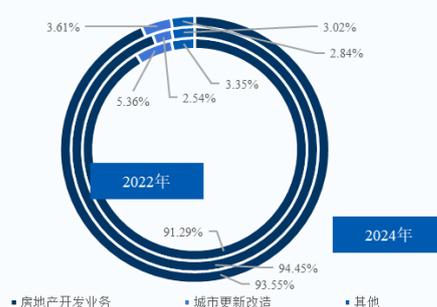
公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	865.81	859.07	872.68	855.58
所有者权益（亿元）	210.11	188.34	129.68	111.93
全部债务（亿元）	261.67	286.15	307.09	302.23
营业总收入（亿元）	0.23	1.27	0.33	0.18
利润总额（亿元）	9.78	12.07	11.17	0.92
资产负债率（%）	75.73	78.08	85.14	86.92
全部债务资本化比率（%）	55.46	60.31	70.31	72.97
流动比率（%）	223.40	236.21	163.89	162.01

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司合并口径供应链 ABS、供应链 ABN 和供应链非标计入短期债务核算、其他非流动负债中的有息部分计入长期债务核算；3. 2025年1季度财务数据未经审计；4. “--”表示数据不适用
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年底公司资产构成



2022—2024 年公司收入构成



2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司现金流情况



2022—2024 年末及 2025 年 3 月末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	回售日
19 建房 01	10.00	1.40	2026-07-09	2024-07-09
19 建房 02	10.00	6.40	2025-07-09	2022-07-11
19 建房 03	5.00	0.25	2026-08-08	2024-08-08
19 建房 04	5.00	0.70	2025-08-08	2022-08-08
19 建房 05	10.00	0.80	2026-09-02	2024-09-02
20 建房 01	7.00	7.00	2027-06-23	2025-06-23
21 建房 01	6.95	6.95	2028-07-13	2026-07-13
22 建房 01	3.70	3.70	2028-07-18	2025-07-18
22 建房 F1	12.00	12.00	2029-06-06	2027-06-06
22 建房 F2	6.00	6.00	2028-06-06	2025-06-06
22 建房 G1	10.00	10.00	2032-04-28	2027-04-28
22 建房 G2	10.00	10.00	2032-06-27	2027-06-27
22 建房债 01	10.00	10.00	2032-04-28	2027-04-28
22 建房债 02	10.00	10.00	2032-06-27	2027-06-27
23 建房 01	6.70	6.70	2029-12-15	2026-12-15
23 建房 F2	10.00	10.00	2030-04-06	2028-04-06
23 建房 F4	8.00	8.00	2030-06-26	2028-06-26
23 建房 G1	10.00	10.00	2033-04-27	2028-04-27
23 建房 G2	9.00	9.00	2033-11-23	2028-11-23
23 建房债 01	10.00	10.00	2033-04-27	2028-04-27
23 建房债 02	9.00	9.00	2033-11-23	2028-11-23
24 建房 01	8.60	8.60	2030-07-10	2027-07-10
24 建房 03	6.00	6.00	2030-09-06	2027-09-06
24 建房 04	2.00	2.00	2032-09-06	2029-09-06
24 建房 05	5.95	5.95	2030-11-25	2027-11-25
20 建发地产 MTN003	8.00	8.00	2025-07-30	--
20 建发地产 MTN004	7.00	7.00	2025-09-03	--
20 建发地产 MTN005	7.00	7.00	2025-10-21	--
21 建发地产 MTN001	5.10	5.10	2026-03-26	--
21 建发地产 MTN002	5.00	5.00	2026-04-16	--
21 建发地产 MTN004	3.00	3.00	2026-05-28	--
21 建发地产 MTN005	4.40	4.40	2026-11-22	--
22 建发地产 MTN001B(并购)	4.00	4.00	2029-01-26	2027-01-26
22 建发地产 MTN002B(并购)	5.00	5.00	2027-02-23	--
22 建发地产 MTN003B	5.00	5.00	2029-03-29	2027-03-29
22 建发地产 MTN005	10.00	10.00	2028-07-18	2025-07-18
23 建发地产 MTN001	10.00	10.00	2030-03-15	2028-03-15
24 建发地产 MTN001	10.00	10.00	2030-01-22	2027-01-22
24 建发地产 MTN002	10.00	10.00	2030-03-05	2027-03-05
24 建发地产 MTN003	10.00	10.00	2030-12-13	2027-12-13
25 建发地产 MTN001A	12.00	12.00	2031-01-15	2028-01-15
25 建发地产 MTN001B	2.00	2.00	2033-01-15	2030-01-15
25 建发地产 MTN002	7.00	7.00	2031-02-20	2028-02-20
25 建发地产 MTN003	12.00	12.00	2031-05-12	2028-05-12
25 建发地产 MTN004	16.00	16.00	2031-06-09	2028-06-09

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 建发地产 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/05/30	张超 郭察理	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
25 建发地产 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/03/28	张超 郭察理	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
25 建发地产 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/02/17	张超 郭察理	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
25 建发地产 MTN001B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/08	张超 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
25 建发地产 MTN001A	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/01/08	张超 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
24 建发地产 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/12/05	张超 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
24 建房 05	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/10/18	张超 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
24 建房 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/16	张超 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
24 建房 03	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/16	张超 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
20 建发地产 MTN003/20 建发地产 MTN004/20 建发地产 MTN005/21 建发地产 MTN001/21 建发地产 MTN002/21 建发地产 MTN004/21 建发地产 MTN005/22 建发地产 MTN001A (并购)/22 建发地产 MTN001B (并购)/22 建发地产 MTN002A (并购)/22 建发地产 MTN002B (并购)/22 建发地产 MTN003A/22 建发地产 MTN003B/22 建发地产 MTN005/23 建发地产 MTN001/24 建发地产 MTN001/24 建发地产 MTN002/19 建房 01/19 建房 02/19 建房 03/19 建房 04/19 建房 05/20 建房 01/21 建房 01/22 建房 G1/22 建房 G2/22 建房债 01/22 建房债 02/22 建房 F1/22 建房 F2/22 建房 01/23 建房债 01/23 建房债 02/23 建房 F2/23 建房 F4/23 建房 G1/23 建房 G2/23 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/24	张超 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
24 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/24	张超 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
24 建发地产 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/02/19	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
24 建发地产 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/02/19	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
24 建发地产 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/01/02	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
23 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/08/08	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
23 建房债 02/23 建房 G2	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/11/01	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
23 建房 F4	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/05	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
23 建房债 01/23 建房 G1	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/3/29	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
23 建房 F2	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/3/17	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
23 建发地产 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/3/6	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 V4.0.202208 房地产企业主体信用评级模型 V4.0.202208	阅读全文
22 建发地产 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/7/8	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)	阅读全文
22 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/6/29	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)	阅读全文
22 建房债 02/22 建房 G2	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/06/09	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) (V3.1.202205)	阅读全文
22 建房 F2	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/05/19	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
22 建房 F1	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/05/19	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
22 建房债 01/22 建房 G1	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/3/21	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
22 建发地产 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/03/15	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
22 建发地产 MTN002B (并购)	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/02/11	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
22 建发地产 MTN001B (并购)	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/01/14	曹梦茹 宋莹莹	房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表)	阅读全文
21 建发地产 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/10/09	曹梦茹 宋莹莹	V3.0.201907/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文
21 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/06/18	曹梦茹 张文韬	房地产企业信用评级方法 (2019)/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) 房地产企业信用评级方法 (2019)	阅读全文
21 建发地产 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/05/21	曹梦茹 戴彤羽	V3.0.201907/房地产企业主体信用评级模型 (打分表) V3.0.201907	阅读全文

21 建发地产 MTN002	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/12/25	王爽 戴彤羽	房地产企业信用评级方法（2019） V3.0.201907/房地产企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 阅读全文
21 建发地产 MTN001	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/12/25	王爽 曹梦茹 戴彤羽	房地产企业信用评级方法（2019） V3.0.201907/房地产企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 阅读全文
20 建发地产 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/09/28	刘艳婷 王爽	房地产企业信用评级方法（2019） V3.0.201907/房地产企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 阅读全文
20 建发地产 MTN004	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/08/11	刘艳婷 王爽	房地产企业信用评级方法（2019） V3.0.201907/房地产企业主体信用评级模型（打分表） V3.0.201907 阅读全文
20 建发地产 MTN003	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/07/08	刘艳婷 王爽 程真	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2019年） 阅读全文
20 建房 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2020/05/27	曹梦茹 罗星驰	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2019年） 阅读全文
19 建房 05	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/08/11	罗星驰 宋莹莹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2019年） 阅读全文
19 建房 03/19 建房 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/07/17	罗星驰 宋莹莹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2019年） 阅读全文
19 建房 01/19 建房 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2019/06/12	罗星驰 宋莹莹	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2019年） 阅读全文

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

评级项目组

项目负责人：张超 zhangc@lhratings.com

项目组成员：郭察理 guocl@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于建发房地产集团有限公司（以下简称“公司”或“建发房产”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1998 年 7 月 28 日，由厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）与其下属企业厦门建发物业管理有限公司共同设立，原名厦门建发房地产集团有限公司。截至 2024 年底，公司实收资本为 20 亿元，其中厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）持有公司 64.654% 股权，建发集团直接持有公司 35.346% 股权，公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

公司主营房地产开发销售及城市更新改造业务。

截至 2024 年底，公司资产总额 4339.86 亿元，所有者权益 1197.74 亿元（含少数股东权益 800.36 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1495.79 亿元，利润总额 111.48 亿元。截至 2025 年 3 月底，公司资产总额 4508.53 亿元，所有者权益 1179.83 亿元（含少数股东权益 799.71 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 105.65 亿元，利润总额 1.96 亿元。

公司注册地址：福建省厦门市思明区环岛东路 1699 号建发国际大厦 38 楼；法定代表人：赵呈闯。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金已全部使用。跟踪期内，除部分债券尚未到第一个付息日外，其余债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	回售日
19 建房 01	10.00	1.40	2026-07-09	2024-07-09
19 建房 02	10.00	6.40	2025-07-09	2022-07-11
19 建房 03	5.00	0.25	2026-08-08	2024-08-08
19 建房 04	5.00	0.70	2025-08-08	2022-08-08
19 建房 05	10.00	0.80	2026-09-02	2024-09-02
20 建房 01	7.00	7.00	2027-06-23	2025-06-23
21 建房 01	6.95	6.95	2028-07-13	2026-07-13
22 建房 01	3.70	3.70	2028-07-18	2025-07-18
22 建房 F1	12.00	12.00	2029-06-06	2027-06-06
22 建房 F2	6.00	6.00	2028-06-06	2025-06-06
22 建房 G1	10.00	10.00	2032-04-28	2027-04-28
22 建房 G2	10.00	10.00	2032-06-27	2027-06-27
22 建房债 01	10.00	10.00	2032-04-28	2027-04-28
22 建房债 02	10.00	10.00	2032-06-27	2027-06-27
23 建房 01	6.70	6.70	2029-12-15	2026-12-15
23 建房 F2	10.00	10.00	2030-04-06	2028-04-06
23 建房 F4	8.00	8.00	2030-06-26	2028-06-26
23 建房 G1	10.00	10.00	2033-04-27	2028-04-27
23 建房 G2	9.00	9.00	2033-11-23	2028-11-23
23 建房债 01	10.00	10.00	2033-04-27	2028-04-27

23 建房债 02	9.00	9.00	2033-11-23	2028-11-23
24 建房 01	8.60	8.60	2030-07-10	2027-07-10
24 建房 03	6.00	6.00	2030-09-06	2027-09-06
24 建房 04	2.00	2.00	2032-09-06	2029-09-06
24 建房 05	5.95	5.95	2030-11-25	2027-11-25
20 建发地产 MTN003	8.00	8.00	2025-07-30	--
20 建发地产 MTN004	7.00	7.00	2025-09-03	--
20 建发地产 MTN005	7.00	7.00	2025-10-21	--
21 建发地产 MTN001	5.10	5.10	2026-03-26	--
21 建发地产 MTN002	5.00	5.00	2026-04-16	--
21 建发地产 MTN004	3.00	3.00	2026-05-28	--
21 建发地产 MTN005	4.40	4.40	2026-11-22	--
22 建发地产 MTN001B(并购)	4.00	4.00	2029-01-26	2027-01-26
22 建发地产 MTN002B(并购)	5.00	5.00	2027-02-23	--
22 建发地产 MTN003B	5.00	5.00	2029-03-29	2027-03-29
22 建发地产 MTN005	10.00	10.00	2028-07-18	2025-07-18
23 建发地产 MTN001	10.00	10.00	2030-03-15	2028-03-15
24 建发地产 MTN001	10.00	10.00	2030-01-22	2027-01-22
24 建发地产 MTN002	10.00	10.00	2030-03-05	2027-03-05
24 建发地产 MTN003	10.00	10.00	2030-12-13	2027-12-13
25 建发地产 MTN001A	12.00	12.00	2031-01-15	2028-01-15
25 建发地产 MTN001B	2.00	2.00	2033-01-15	2030-01-15
25 建发地产 MTN002	7.00	7.00	2031-02-20	2028-02-20
25 建发地产 MTN003	12.00	12.00	2031-05-12	2028-05-12
25 建发地产 MTN004	16.00	16.00	2031-06-09	2028-06-09

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2025 年一季度报）](#)》。

五、行业分析

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见《2025 年房地产行业分析》。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

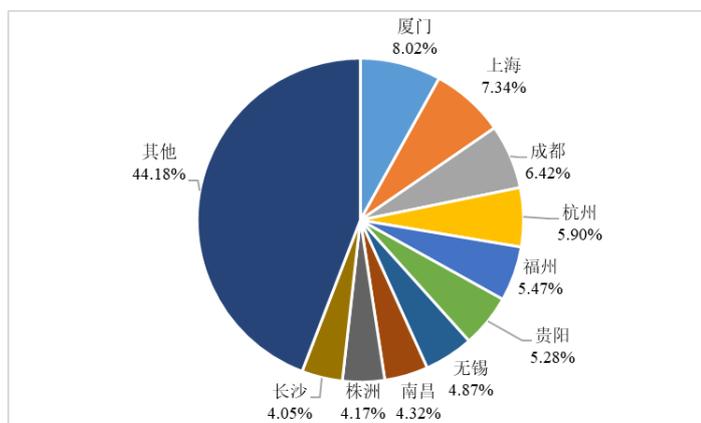
公司作为大型房地产开发国有企业，综合竞争力强；近年来在行业下行阶段，公司竞争力持续提升。

建发集团是经厦门市政府授权国有资产投资的资产经营一体化公司，承担着执行厦门市政府社会经济发展和产业结构调整部署的重要职责，现为福建省最大的国有企业集团，连续多年位居福建省企业集团 100 强首位。公司作为建发集团下核心的房地产开发企业，业务地位高。

公司近年来逆势扩张，在行业内竞争力持续提升；公司 2023 年以来持续优化城市布局。在行业景气度下行期间，公司凭借其股东背景、资本实力、品牌力等优势在全国拓展业务，销售规模快速增长，公司在克而瑞房企销售榜中排名由 2021 年的第 21 名上升至 2024 年的第 7 名，2024 年实现签约销售金额 1335 亿元。公司作为全国性房企，项目布局以省内的厦门、福州、三四线城市以及省外的杭州、上海、成都、苏州等核心一、二线城市为主，在城市中区位分布较核心；此外公司早年在三四线城市（含株洲、宿迁、莆田、淮安、黄石、泉州、宁德等）也有一定的存量项目。2023 年以来，行业景气度持续下行，公司为实现快速销售回笼资金，获取项目持续向核心城市核心区位优化。

公司整体拿地成本一般，利润空间尚可；其中弱能级城市项目仍有减值计提空间，但对公司的影响不大。截至 2025 年 3 月底，公司全口径土地储备（全部项目剩余可售面积）1288.35 万平方米，整体规模尚可，区域分布以福建省内城市及省外核心一二线城市为主。其中公司 2023 年以来获取的项目城市能级及区位分布均好，叠加部分城市取消限价，上述项目利润空间尚可。公司项目布局的三四线城市，主要包括株洲、宿迁、莆田、淮安、黄石、泉州、宁德等城市，此轮行业下行中上述城市的房价降幅更大，且部分项目为在拿地竞争激烈的 2021 年及 2022 年获取，拿地成本较高；截至 2024 年底，公司存货累计计提减值准备 58.75 亿元。当前行业景气度未见明显好转迹象，公司存量项目仍有减值计提空间，但综合考虑城市布局、拿地成本、市场景气度等情况，上述项目未来的减值情况对公司影响不大。

图表 2 •截至 2025 年 3 月底公司全口径土地储备剩余可售面积区域分布情况



资料来源：公司提供

公司产品体系健全，在福建品牌知名度高。公司从福建起家，深耕福建市场多年，熟知当期居民的需求偏好，在当地品牌知名度高。公司近年来专注于提升产品力，2024 年推出“新中式”产品线，形成了“王府中式”“禅境中式”“盛世唐风”“风雅宋

韵”“诗意东方”五大风格，当年获得克而瑞中国房地产企业产品力 TOP100 排名第十二名。公司在全国多地打造标杆项目，包括福州·建发紫宸、成都·建发书香云锦、厦门·建发幔玥长滩、南宁·建发和玺和厦门·建发五缘鲤等。

（二）信用状况

公司过往债务履约情况良好。根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91350200260129927P），截至2025年4月16日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录；已结清信贷记录中有关关注类贷款1笔，主要系银行系统异常，非公司恶意拖欠导致。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

（三）管理水平

跟踪期内，公司董事会未发生重大变化，内部控制制度及治理结构未发生重大变化。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2024年，公司房地产结转收入小幅增长，毛利率有所回升；城市更新改造收入大幅增长，随着存量土地的出让完成，公司城市更新改造收入预计将下降。

图表3 · 2022—2024年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发业务	976.04	91.29%	14.89%	1309.85	94.45%	10.86%	1399.38	93.55%	13.15%
城市更新改造	57.35	5.36%	30.76%	35.17	2.54%	29.72%	53.87	3.60%	37.62%
其他	35.83	3.35%	48.81%	41.86	3.02%	47.12%	42.54	2.84%	46.81%
合计	1069.22	100.00%	16.88%	1386.88	100.00%	12.43%	1495.79	100.00%	14.98%

注：1. 公司其他业务主要为房地产金融、酒店运营、餐饮、教育等；2. 尾差系四舍五入造成
资料来源：公司提供

公司主营业务仍以房地产开发销售和城市更新业务为主。2024年，随着项目结转规模增加，房地产开发业务收入同比增长6.84%；毛利率小幅回升。公司城市更新改造业务收入主要来自后埔-枋湖和钟宅畚族旧村改造项目，收入与出让土地节奏相关，2024年同比大幅增长53.17%，毛利率提升明显。2025年1—3月，公司营业总收入105.65亿元，综合毛利率为11.70%。

2 业务经营分析

行业景气度未见好转，公司控制拿地支出，并向核心城市聚焦。2024年，行业景气度进一步下行，公司销售金额同比下降明显，公司拿地力度下降，仅获取21个项目，其中在厦门、杭州、成都和上海等四地拿地支出合计约87%，位置优越，去化风险可控。2025年1季度，市场环境有所好转，且公司在核心城市存在补库存需求，公司拿地力度提升，主要在北京、杭州、成都、厦门和重庆等地获取项目。

图表4 · 公司新增项目情况（单位：块、万平方米、亿元、万元/平方米）

时间	土地获取数量	新增土地建筑面积	新增土地投资额	新增土地平均楼面价
2022年	47	407.41	822.26	2.02
2023年	76	765.75	1158.30	1.51
2024年	21	229.66	500.66	2.18
2025年1—3月	12	77.54	238.14	3.07

注：数据口径为全口径
资料来源：公司提供

2024年，公司新开工项目面积大幅下降，竣工面积维持高位；截至2025年3月底，公司在建房地产开发项目未来三年预计总投资（全口径）903.211亿元，整体压力尚可。

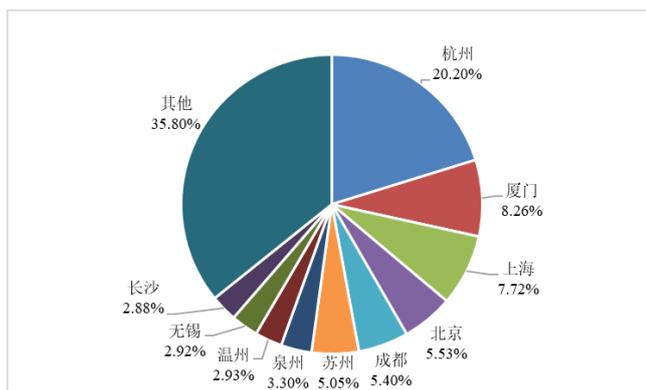
图表5·公司房地产开发及销售情况（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

时间	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
房屋新开工面积	929.06	908.62	631.56	88.84
房屋施工面积	2811.17	2271.65	1735.87	1781.42
当期竣工面积	600.03	1281.52	1167.35	43.29
签约销售面积	839.48	903.45	645.91	126.39
签约销售均价	2.12	2.09	2.07	2.53
签约销售额	1781.99	1891.34	1335.08	319.36

注：数据口径为全口径
资料来源：公司提供

2024年，公司项目销售受到冲击，签约销售金额同比下降，销售均价保持较高水平。公司销售贡献以一二线城市为主。2024年，行业景气度继续下降，叠加公司推盘项目减少，公司销售金额同比下降29.41%，和行业整体销售降幅差异不大。公司2024年销售城市主要集中在福建省内城市和杭州、上海、北京、成都、苏州和温州等省外城市。公司项目布局向上述高能级城市倾斜，签约销售均价保持较高水平。2025年1—3月，公司签约销售金额同比变动不大，考虑到公司当年加大核心城市的补库存力度，公司2025年签约销售额预计将有所提升。

图表6·2024年公司全口径销售额城市分布情况



资料来源：公司提供

公司城市更新项目剩余可转让规模不大，未来贡献收入预计将下降。公司城市更新改造业务由厦门市禾山建设发展有限公司负责，主要为后埔-枋湖旧村改造和钟宅畲族社区旧村改造项目两个城市更新改造项目。截至2025年3月底，后埔-枋湖旧村改造项目预计总投资额为295.47亿元，已投资206.49亿元；该项目可出让建筑面积159.70万平方米，已出让面积97.06万平方米，已回款245.65亿元。钟宅畲族旧村改造项目预计总投资171.57亿元，已投资157.47亿元；项目可出让面积50.59万平方米，已出让面积50.59万平方米，已回款163.84亿元。后埔项目未来规划尚未确定，当前可出让项目主要为钟宅项目，钟宅项目出让完成后，公司未来城市更新改造业务收入预计将下降。

3 经营效率

2024年，公司主要经营效率指标均有所增长。

从经营效率指标看，2023—2024年，公司存货周转次数分别为0.46次和0.49次，总资产周转次数分别为0.31次和0.33次，均有所增长。

4 未来发展

公司未来将借助建发集团的支持以及自身较强的开发经验，聚焦开发业务及城市更新业务。

未来，公司将进一步加快项目的开发和经营，缩短营运周期，提高运营效率，扩大建设规模和提升产品品质。在市场和城市布

局方面，公司将积极布局一、二线核心城市，扩大现有项目城市及周边区域的业务；同时合理优化在全国及福建省内的土地储备布局。城市基础设施建设仍作为公司主要的业务经营方向，未来公司将继续完成各项建设任务。在绿色节能住宅开发方面，公司将在现有业务的基础上，开发绿色节能住宅项目，实现“绿色建筑普及化”的规划。

（五）财务方面

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2024 年财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2025 年 1—3 月公司财务数据未经审计。

1 主要财务数据变化

跟踪期内，公司货币资金充足，受销售速度下降影响，公司存货中开发产品增长较快，且部分城市项目仍有计提存货跌价价可能；公司整体资产流动性较好。

公司资产以存货、其他应收款、长期股权投资和投资性房地产为主。截至 2024 年末，公司货币资金规模保持增长且规模充足；其他应收款主要为关联方及合作项目往来款，累计计提坏账准备 3.63 亿元，账龄以 3 年以内为主，符合房地产开发特征；公司存货规模波动下降，其中 2024 年降幅较大主要系公司结转项目规模较大但新获取项目数量减少所致，随着行业销售速度下降，公司 2024 年底存货中完工开发产品较年初增长 46.12%至 223.84 亿元，截至 2024 年底公司存货累计计提 58.75 亿元存货跌价准备，考虑到公司在弱能级城市有一定库存，未来去化情况仍不明朗，存货仍有计提减值可能；公司投资性房地产采用公允价值法计量，其中用于抵押融资规模占比为 35.83%。公司受限资产主要为存货和投资性房地产，截至 2024 年底资产受限比例为 12.82%。截至 2025 年 3 月底，公司资产总额及结构较上年底变动不大。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	3800.85	90.01%	4104.92	89.03%	3845.08	88.60%	4005.92	88.85%
货币资金	537.67	12.73%	559.36	12.13%	596.65	13.75%	594.03	13.18%
其他应收款（合计）	494.97	11.72%	536.08	11.63%	607.54	14.00%	619.49	13.74%
存货	2563.11	60.69%	2740.18	59.43%	2442.00	56.27%	2557.81	56.73%
非流动资产	421.67	9.99%	505.68	10.97%	494.78	11.40%	502.61	11.15%
长期股权投资	183.46	4.34%	225.68	4.89%	235.32	5.42%	231.90	5.14%
投资性房地产	103.81	2.46%	146.06	3.17%	156.25	3.60%	157.28	3.49%
资产总额	4223.09	100.00%	4610.60	100.00%	4339.86	100.00%	4508.53	100.00%

注：表中占比为占总资产比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高；公司债务杠杆水平一般，且期限结构和融资结构合理。

截至 2024 年末，公司所有者权益主要由实收资本（占 1.67%）、其他权益工具（占 5.51%）、未分配利润（占 23.79%）和少数股东权益（占 66.82%）构成。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益规模与结构较上年底变动不大。

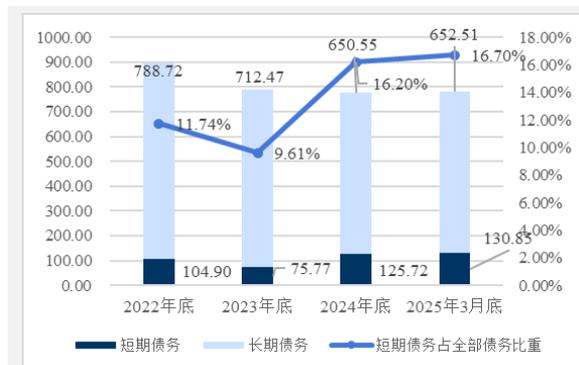
公司应付账款主要为应付工程款；其他应付款主要为公司应付联合营企业的往来款、公司子公司的少数股东及其他合作方向子公司提供的垫付款和借款。截至 2024 年末，公司全部债务较上年底下降 1.52%，若将永续债计入债务测算，公司整体债务杠杆水平仍属一般。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务较上年底小幅增长至 783.35 亿元，全部债务资本化比率提升至 39.90%。根据公司提供数据，截至 2025 年 3 月底，公司融资结构由银行借款（占 52%）、债券（占 38%）和其他借款（占 10%）构成；债务到期结构看，1 年内到期债务规模占比 13.07%，1~2 年内占比 19.72%，2~3 年内占比 17.96%，期限结构合理。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年末		2023 年末		2024 年末		2025 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	2405.32	74.91%	2753.51	79.16%	2476.91	78.83%	2661.38	79.95%
应付账款	204.57	6.37%	340.51	9.79%	301.75	9.60%	307.39	9.23%
其他应付款（合计）	267.42	8.33%	345.05	9.92%	382.26	12.17%	412.74	12.40%
合同负债	1663.56	51.80%	1791.77	51.51%	1485.25	47.27%	1628.01	48.91%
非流动负债	805.71	25.09%	724.72	20.84%	665.21	21.17%	667.31	20.05%
长期借款	413.18	12.87%	310.39	8.92%	321.48	10.23%	333.63	10.02%
应付债券	252.50	7.86%	279.26	8.03%	253.12	8.06%	243.03	7.30%
负债总额	3211.60	100.00%	3478.22	100.00%	3142.12	100.00%	3328.70	100.00%

注：表中占比为占总负债比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 9 • 公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司财务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司资产减值损失对公司利润侵蚀较为严重。2024 年，公司营业总收入同比增长 7.85%，利润总额同比增长 16.62%。公司费用控制能力较强，期间费用主要为销售费用。公司资产减值损失规模大，对公司利润产生较大侵蚀，考虑到当前房价处于下降趋势，公司存续项目仍有减值计提可能；公司投资收益下降主要系合作表外项目确认收益下降。2024 年，公司主要盈利指标同比变动不大。2025 年 1—3 月，公司项目结转规模大幅增长，营业总收入同比增长 92.99%，利润规模由上年同期的 0.06 亿元增长至 1.96 亿元。

图表 11 • 公司盈利能力情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
营业总收入（亿元）	1069.22	1386.88	1495.79	105.65
营业成本（亿元）	888.77	1214.48	1271.65	93.29
期间费用（亿元）	47.19	56.37	57.55	10.28
资产减值损失（亿元）	-38.98	-14.17	-37.12	-0.63
投资收益（亿元）	16.84	2.49	7.32	1.10
利润总额（亿元）	98.16	95.60	111.48	1.96
营业利润率	15.71%	11.87%	13.78%	10.80%
总资本收益率	4.05%	3.95%	3.96%	--
净资产收益率	6.85%	6.22%	5.94%	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2024 年，公司经营活动现金流保持净流入状态，公司当前主动压降有息债务规模，筹资活动现金流呈净流出状态。2024 年，公司经营活动现金流净额保持净流入状态，其中销售回款及投资支出均有所下降；公司投资活动现金流主要为往来款，2024 年继

续保持净流入状态；随着公司主动压降有息债务规模，筹资活动净现金流大规模净流出。2025年1—3月，公司经营活动净现金流为25.32亿元，筹资活动净现金流净流出，未来公司仍有压降债务规模计划。

图表 12 • 公司现金流量表情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
经营活动现金流入小计	2120.72	2723.91	1583.14	456.79
销售商品、提供劳务收到的现金	1416.16	1586.91	1237.30	270.71
经营活动现金流出小计	2055.83	2586.42	1482.89	431.47
经营现金流量净额	64.89	137.48	100.25	25.32
投资活动现金流入小计	274.71	242.09	119.13	24.57
投资活动现金流出小计	338.85	207.01	73.42	35.69
投资活动现金流量净额	-64.14	35.08	45.71	-11.12
筹资活动前现金流量净额	0.75	172.56	145.96	14.20
筹资活动现金流入小计	891.88	665.02	517.02	97.88
筹资活动现金流出小计	889.95	817.48	625.55	114.66
筹资活动现金流量净额	1.93	-152.46	-108.53	-16.78

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

2 偿债指标变化

综合考虑公司整体资质、股东背景及支持等情况，公司实际偿债能力极强。

图表 13 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年	2023年	2024年	2025年3月底
短期偿债指标	流动比率	158.02%	149.08%	155.24%	150.52%
	速动比率	51.46%	49.56%	56.65%	54.41%
	经营现金/短期债务（倍）	0.62	1.81	0.80	--
	现金类资产/短期债务（倍）	5.13	7.38	4.75	4.54
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	108.49	103.72	121.46	--
	全部债务/EBITDA（倍）	8.24	7.60	6.39	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.07	0.17	0.13	--
	EBITDA/利息支出（倍）	2.65	3.03	4.11	--
	经营现金利息支出（倍）	1.58	4.01	3.40	--

注：1. 经营现金指经营活动现金流量净额；2. “—”表示该指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司短期偿债指标表现好；长期偿债指标表现一般，公司存货质量尚可，预计存货未来计提减值对公司影响不大。考虑到公司整体竞争实力强，再融资渠道畅通，股东支持力度大，公司实际偿债能力极强。

截至2025年3月底，公司对外担保余额27.03亿元，全部为对公司参股的项目公司按股比提供的担保。

未决诉讼方面，截至2025年3月底，公司无重大未决诉讼。

截至2025年3月底，公司获得的银行授信额度1763亿元，尚未使用额度962亿元，授信额度充足。

3 公司本部财务分析

公司本部口径资产以其他应收款和对外投资为主；公司本部债务规模较大，但实际偿债压力可控。

截至 2024 年底，公司本部资产以其他应收款和长期股权投资为主；公司本部负债以其他应付款和应付债券为主，应付债券较年初变动不大，为 253.12 亿元；公司本部债务规模较大，考虑到公司本部对项目公司控制能力强，且公司本部再融资渠道畅通，其实际偿债压力可控；公司本部所有者权益为 129.67 亿元，较年初下降主要系偿还永续债所致。

2024 年，公司本部营业总收入规模不大，利润总额为 11.17 亿元，利润主要来自投资收益。同期，公司本部经营活动现金流量净额 107.79 亿元，投资活动现金流量净额 7.33 亿元，筹资活动现金流量净额-99.93 亿元。

（六）ESG 方面

公司 ESG 表现对其持续经营无负面影响。

建发国际投资集团有限公司（以下简称“建发国际”）在 2024 年年度报告中披露，建发国际董事会对 ESG 事宜及其汇报承担全部责任，已建立以董事会为决策层、ESG 工作小组和各职能中心为执行层的 ESG 治理架构。

环境方面，为应对气候变化，建发国际发布《高边坡安全管控应急措施》等内部规定，并制定针对极端天气的应急预案，同时加强风险排查及举行应急演练，以减少极端天气事件对运营和项目开发产生的负面影响。

社会责任方面，2024 年，建发国际共计开展 7423 次覆盖董事和员工的廉洁文化建设培训，共培训约 6554 小时，参训人次约为 11089。2024 年，建发国际作出慈善捐款 3038 万元。

公司作为国有企业，治理结构和内控制度完善，运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

七、外部支持

1 支持能力

建发集团业务多元，综合实力强。

建发集团为厦门市国资委全资企业，在房地产投资及供应链业务方面能得到厦门市国资委的支持。建发集团业务多元，整体实力强。截至 2024 年底，建发集团所有者权益合计 2686.94 亿元，当年实现营业总收入 7238.34 亿元，利润总额 120.43 亿元。

建发集团的供应链运营业务由建发股份负责经营。截至 2024 年底，建发股份所有者权益 2281.58 亿元，当年实现营业总收入 7012.96 亿元，利润总额 112.39 亿元。

2 支持可能性

建发集团和建发股份在业务获取及担保方面对公司支持力度较大。

建发集团和建发股份对公司提供担保支持，截至 2024 年底，建发集团为公司提供担保 150.05 亿元，建发股份为公司提供担保 1.00 亿元。公司亦承担了部分城市更新改造和大型公建项目的代建工作，国有控股股东的支持力度较大。

八、债券偿还能力分析

1 普通债券

公司现金类资产对跟踪债券的覆盖倍数较好，经营活动现金流入及 EBITDA 对跟踪债券的覆盖倍数一般。

截至 2025 年 6 月 15 日，由联合资信评级的公司存续债券余额合计 334.45 亿元，公司现金类资产、经营活动现金流入及 EBITDA 对上述存续债券的覆盖倍数分别为 1.78 倍、0.30 倍和 0.36 倍。

2 担保债券

（一）担保方基本情况

建发集团原名厦门建设发展公司，是经厦门市人民政府和福建省厦门经济特区管委会批准，于1981年1月设立的综合性国有独资有限公司。截至2024年3月底，建发集团持有上市公司建发股份46.03%的股份（无质押），为建发股份控股股东。截至2024年底，建发集团注册资本和实收资本均为90.00亿元，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”）为建发集团唯一出资人和实际控制人。

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

截至2024年底，建发集团合并资产总额8397.31亿元，所有者权益2686.94亿元（含少数股东权益1979.96亿元）；2024年，建发集团实现营业总收入7238.34亿元，利润总额120.43亿元。截至2025年3月底，建发集团合并资产总额9274.44亿元，所有者权益2660.15亿元（含少数股东权益1942.73亿元）；2025年1—3月，建发集团实现营业总收入1497.33亿元，利润总额10.21亿元。

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

（二）担保方竞争实力

建发集团收入与毛利润主要来自建发股份的供应链运营、房地产和家居商场运营业务。建发集团供应链运营业务涉及品种丰富，业务网络覆盖地域广，形成了完善的运营价值链，具备全球化的品牌影响力；房地产业务具备品牌优势，综合竞争实力强；家居商场管理规模大，并具有一定的区位优势，但需关注其自持物业的估值风险。

建发集团主营业务涉及供应链运营、房地产开发、家居商场运营、城市建设与运营、旅游会展、医疗健康和新兴产业投资等诸多领域，其中收入和毛利润主要来自供应链运营、房地产开发和家居商场运营三个板块。供应链运营、房地产开发和家居商场运营业务的经营主体主要为建发股份及其下属子公司。

建发集团供应链业务主要由建发股份的下属的建发（上海）有限公司、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）等多家子公司运营。业务布局方面，建发股份通过与各领域龙头企业合作，近年来不断加快全球化扩张步伐，已与超过170个国家和地区建立了业务关系，在浆纸、农产品、钢铁、矿产品、轻纺、汽车、酒类等业务领域具有良好的品牌影响力。通过实施全球化、多品类的发展战略，建发股份能够满足制造业企业多元化的商品采销需求，有利于增强客户黏性；同时建发股份不断提升业务规模，通过规模效应助力客户降本增效，实现规模和效益的良性循环。另一方面，全球化、多品类的业务布局，有助于提升建发股份业务发展的抗风险能力、平滑周期性波动，避免单一市场、单一产业链、单一品种占比过高带来的系统性风险。上下游渠道及资源整合方面，建发股份通过上控资源、下布渠道，中间提供采购、仓储加工、物流配送、销售结算等多方位服务，将上中下游各环节整合成一个整体的网链，具备极强的资源整合能力，能够为制造业企业提供稳定、因“需”制宜的供应链综合服务，已逐步完成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。物流配套资源方面，建发股份推进“供应链物流控制塔”和物流集成平台的建设及应用，持续迭代“航运、汽运、空运”实时监控系统，助力实现物流资源整合和生态协同。建发股份通过与全球各大物流企业建立良好合作关系，持续加强全球关键物流及仓储资源的获取，2024年新增境外物流供应商112家，新增海外合作仓储网点141个，重点布局非洲和东南亚等区域的物流资源。截至2024年末，建发股份在全球的合作仓储网点超4600个，全国设立超100个自管仓，拥有11个期货交割库，交割商品品种包括浆纸、丁二烯橡胶、碳酸锂、工业硅、PTA等。产业链延伸方面，建发股份控股建发新胜浆纸有限公司介入浆纸产业链的生产制造环节，为下游终端客户提供定制化的深加工产品；参股四川永丰浆纸股份有限公司（2024年底公司持股比例40%），利用当地竹子资源制造竹浆，已形成45万吨/年的竹浆生产能力；于2024年完成对阳谷祥光铜业有限公司（以下简称“祥光铜业”）67%股权的收购（股权取得成本26.81亿元，取得的净资产购买日公允价值、账面价值均为24.41亿元），祥光铜业拥有40万吨/年的阴极铜产能。

建发集团房地产业务由建发股份子公司联发集团有限公司（以下简称“联发集团”，截至2024年底建发股份持股95.00%）和建发房产（截至2024年底建发集团持股35.35%、建发股份持股64.65%）运营，主要布局福建省以及上海、北京、杭州、苏州、南京、成都等经济发达城市，形成一、二、三线城市互补的局面；逐步建立了良好的品牌和客户口碑。建发房产和联发集团均拥有

房地产开发一级资质。根据克而瑞研究中心发布的“2024年中国房地产企业销售榜”，按全口径销售金额计算，建发房产位列全国第7名（2023年为第8名）。

建发集团家居商场运营业务由建发股份子公司红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”，截至2024年底建发股份和联发集团分别持股23.95%和6.00%）运营。截至2024年底，美凯龙经营77家自营商场，257家委管商场，7家战略合作商场，33个特许经营家居建材项目，共包括405家家家居建材店/产业街，覆盖中国30个省、直辖市、自治区的202个城市，商场总经营面积2032.57万平方米。作为全国性家居装饰及家居商场运营商，美凯龙商场地域覆盖面广、数量多、经营面积大，在家居装饰及家具零售行业中具备领先优势；美凯龙自营商场中，超八成位于国内一、二线城市的优质地段，部分商场物业为自持，具有较强的区位优势。美凯龙自营商场相关物业资产多数计入投资性房地产，并采用公允价值模式进行后续计量，近年来，受地产及相关行业波动的影响，商场出租率下降，美凯龙对部分商户减免租金及管理费，相关收入有所下降，由此投资性房地产的估值相应下调。截至2024年底，美凯龙投资性房地产公允价值为910.42亿元，未来若其自有商场租赁及管理费收入下滑的局面不能得以扭转，仍存在投资性房地产公允价值下降的风险。

（三）担保方经营分析

2022—2024年，建发集团营业总收入主要来自供应链运营和房地产板块，自2023年起增加的家居商场运营板块毛利率高但收入占比小；建发集团营业总收入持续下降，其中地产板块收入持续增长、毛利率略有下降；受部分收入确认方式变化等因素影响，供应链运营板块收入逐年下降、综合毛利率持续提高。2025年一季度，建发集团营业总收入同比有所增长，营业利润率有所下降。

2022年及之前年度，建发集团业务以供应链运营和房地产开发为主，以旅游、会展服务、物业租赁及信托投资服务等为辅。2023年收购美凯龙后新增家居商场运营业务。2024年，供应链运营和房地产业务收入合计占建发集团营业总收入的95.78%，仍是建发集团营业总收入的主要来源。2022—2024年，建发集团营业总收入持续下降，主要系供应链运营业务收入下降所致。

分板块来看，2022—2024年，建发集团供应链运营业务收入持续下降，主要系受大宗商品价格波动、建发集团收缩低效业务以及调整部分贸易业务收入确认方式所致。房地产业务方面，随着销售结算规模扩大，2022—2024年，建发集团房地产业务收入持续增长，2024年同比增长10.82%。家居商场运营业务方面，2023年建发集团家居商场运营业务收入实际为美凯龙2023年9—12月（美凯龙纳入合并范围后）的收入，因此2024年该项收入较上年大幅增长。

毛利率方面，2022—2024年，建发集团综合毛利率持续上升。分板块看，2022—2024年，建发集团供应链业务毛利率持续上升，主要系按净额法确认收入的业务占比增加以及低效业务规模下降所致；建发集团房地产业务的毛利率与当期结算项目所处区域、项目成本等存在较大关系，2022—2024年，毛利率波动下降；2023—2024年，建发集团家居商场运营业务毛利率处于较高水平，2024年较上年有所提高，主要系美凯龙优化商场品类及业态布局、关闭部分低效率商场所致。

2025年1—3月，建发集团营业总收入同比增长9.58%，营业利润率较上年同期下降0.60个百分点。

图表 14 • 建发集团营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022年			2023年			2024年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链运营	6962.03	82.16%	1.68%	5933.3	75.74%	2.04%	5088.57	70.30%	2.21%
房地产业务	1364.35	16.10%	14.63%	1663.89	21.24%	11.51%	1844.00	25.48%	13.82%
家居商场运营业务	--	--	--	38.61	0.49%	52.70%	77.76	1.07%	57.53%
旅游饮食业务	10.15	0.12%	20.20%	15.72	0.20%	37.60%	16.66	0.23%	31.02%
会展业务	3.71	0.04%	15.09%	6.29	0.08%	32.65%	6.67	0.09%	32.32%
城服业务	9.81	0.12%	25.28%	14.04	0.18%	19.86%	13.39	0.18%	23.66%
医疗业务	123.24	1.45%	7.98%	161.89	2.07%	8.31%	189.59	2.62%	8.13%
其他业务	0.44	0.01%	22.73%	0.54	0.01%	37.69%	1.71	0.02%	72.16%
合计	8473.74	100.00%	3.91%	7834.28	100.00%	4.56%	7238.34	100.00%	6.06%

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

(1) 供应链运营

建发集团供应链运营业务主要由建发股份及其子公司承担。近年来，建发股份供应链运营业务收入以境内业务为主，境外业务比重有所提高；收入占比较高的冶金原材料和农林产品业务上下游集中度较低，不存在过度依赖单一供应商或客户的情况；供应链业务对建发股份营运资金占用规模可控。2022—2024年，受收缩低效业务规模、贸易品结构变化、商品价格下降以及部分业务收入确认方式调整综合影响，建发股份供应链业务收入持续下降，毛利率有所上升，但2024年供应链运营业务分部净利润同比有所下降，需关注中国宏观经济调整以及国际环境更趋复杂对建发股份供应链业务风控带来的压力。此外，建发股份逐步向供应链上游延伸以增强自身话语权，需关注面临的资金支出压力。

建发集团供应链运营业务主要由建发股份及其子公司承担。在供应链运营业务开展中，建发股份以“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四类服务要素为基础，为客户整合运营过程中所需的资源，规划供应链运营解决方案，并提供运营服务。

2022—2024年，建发股份供应链运营板块收入主要来自境内，随着建发股份持续支持各经营单位拓展境外业务、增设境外平台，境外子公司收入（主要来自供应链业务）占比逐步提高。建发股份国内贸易业务主要分布于华东、华南、华北地区，境外业务销售区域主要为亚洲和欧洲，对北美地区依赖程度较低。

图表 15 • 建发股份境外收入占比情况（单位：亿元）

2022年		2023年		2024年	
收入	占比	收入	占比	收入	占比
1119.63	16.08%	1297.00	21.86%	1171.31	23.01%

注：表中境外收入是指建发集团境外子公司的营业收入，并不简单等同于在境外销售实现的收入；占比指境外子公司收入占建发集团供应链运营业务分部收入的比例
 资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

建发股份对各项业务按照业务分部进行核算，2022—2024年，建发股份供应链运营分部净利润分别42.37亿元、39.19亿元和35.24亿元，持续下降，2024年同比下降10.09%。

建发股份供应链业务经营的产品主要划分为冶金原材料、农林产品和其他产品三个大类，其中，冶金原材料主要包括矿产品、钢铁等；农林产品主要为纸浆纸张、木材和农产品等；其他产品主要包括化工、能源产品、轻纺产品、汽车和食品等（物流收入计入其他产品收入）。2023年以来，大宗商品市场总体面对较大的价格回调压力，建发股份压缩部分低毛利业务规模，冶金原材料销售量持续下降，加之铁矿石、钢材等商品价格整体有所下降，建发股份冶金原材料收入持续下降。建发股份农林产品和其他产品品类众多，各年度不同商品销量、收入结构不同，各类商品之间价格走势存在差异，2022—2024年，农林产品收入持续下降、毛利率波动下行；其他产品收入金额和毛利率受收入确认方式调整（“总额法”调整至“净额法”）影响较大，收入持续下降，毛利率明显上升。

图表 16 • 建发股份供应链运营业务主要子板块收入占比及毛利率情况

贸易品种	2022年			2023年			2024年		
	收入 (亿元)	销售量 (万吨)	毛利率	收入 (亿元)	销售量 (万吨)	毛利率	收入 (亿元)	销售量 (万吨)	毛利率
冶金原材料	3634.00	13722.03	1.60%	3148.03	12017.61	2.31%	2559.72	11708.23	1.53%
农林产品	1935.13	4598.42	2.25%	1772.51	4193.63	1.17%	1596.34	4901.76	1.41%
其他产品	1394.06	/	1.09%	1013.12	/	2.70%	933.30	/	5.44%
合计	6963.19	/	1.68%	5933.66	/	2.04%	5089.36	/	2.21%

资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

从结算方式看，近年来建发股份各品种平均货款回收账期基本稳定，上下游对建发集团资金占用规模可控。从客户结构和上下游集中度来看，建发股份上游供应商、下游客户的集中度较低，不存在过度依赖单一供应商或单一客户的情况。

图表 17 • 2024年建发股份供应链业务主要产品前五大供应商、前五大客户情况（单位：亿元）

冶金原材料供应商	采购金额	占比	冶金原材料下游客户	销售金额	占比
供应商一	111.59	4.43%	客户一	40.82	1.59%
供应商二	107.44	4.26%	客户二	22.11	0.86%

供应商三	97.02	3.85%	客户三	19.60	0.77%
供应商四	88.74	3.52%	客户四	17.01	0.66%
供应商五	79.89	3.17%	客户五	15.84	0.62%
合计	484.69	19.23%	合计	115.38	4.51%
农林产品供应商	采购金额	占比	农林产品下游客户	销售金额	占比
供应商一	104.72	6.65%	客户一	100.29	6.28%
供应商二	103.12	6.55%	客户二	55.41	3.47%
供应商三	76.41	4.86%	客户三	46.67	2.92%
供应商四	55.27	3.51%	客户四	34.12	2.14%
供应商五	52.97	3.37%	客户五	32.83	2.06%
合计	392.50	24.94%	合计	269.33	16.87%

资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

风险管控方面，建发股份根据贸易品类设立了六大专业集团（钢铁、浆纸、农产品、消费品、矿产、能化），建立了总部、下属专业集团、经营单位三级风险管理架构。对于大宗商品的价格风险，建发股份根据不同的商品和业务模式采取相应的管理方案：对于上下家客户锁定的业务，通过选择优质客户、收取保证金和跌价追补的方式进行管控，并对履约异常业务及时进行处置止损；对于非上下家客户锁定的业务，进行单边敞口量控制，采用浮动定价和指数定价的结算方式，同时对单边敞口价格风险进行合理的期货套保或期权保护；同时，建发股份密切关注相关商品市场价格和外界形势变化，督促经营单位加快周转，以降低价格风险。此外，为避免贸易商品的价格波动带来的风险，建发股份在上海期货交易所、大连商品交易所、郑州商品交易所买卖期货以进行套期保值。但由于金融衍生品交易专业性较强，复杂程度较高，因此建发股份在进行套期保值交易时可能因为对未来商品走势的判断不准确，某些套期保值交易将可能抵消或在某种程度上限制建发股份未来可能获得的利润。此外可能出现在期货交易过程中因保证金不足而被强行平仓、产品不能按期交割的风险。信用风险方面，建发股份根据各业务板块的商品特性和交易特征，建立与行业相匹配的交易客商准入制度，评估客户资质和信用风险，建发股份制定了授信管理办法，执行集中授信方式，由总部统一控制信用额度审批；建发股份通过内外部信息渠道获取行业变化及客商信息，动态跟踪并及时调整客商授信策略和管控方案。此外，建发股份还借助出口信用险、国内信用险等多种措施，控制信用风险。货权风险方面，建发股份建立了覆盖业务全流程的货权风险管控体系，相关职能管理部门从事前、事中、事后进行业务风险评估、物流方案制定、货物安全检查和执行规范稽核。汇率风险方面，建发股份对汇率风险实行总部统一管理，并制定相关的管理规定和执行细则；建发股份根据风险承受能力、整体资金状况、汇率趋势等综合因素，统筹涉及汇率风险的各类外汇业务的总量限额，对各经营单位涉及汇率风险的业务由建发股份资金部根据具体情况逐笔审批；建发股份汇率管理小组和资金部在对冲风险原则下运用衍生金融工具，规避汇率波动风险。

（2）房地产业务

建发集团地产开发项目及土地储备的区域分布情况较好。2022—2024年，建发集团拿地支出波动下降，同时持续收缩新开工面积，竣工面积波动增长，资金支出压力有所缓解；销售面积和金额波动下降，销售回款率保持在高水平；确认收入持续增长，但结转项目盈利空间收窄，存货跌价准备计提金额波动增长且规模较大。截至2024年底，建发集团房地产在建项目待投资规模仍较大，考虑到行业景气度尚未回暖，需关注地产项目的去化和跌价风险。

建发集团房地产业务主要由建发房产和联发集团经营，涉及住宅、写字楼、品牌酒店、会议场馆、大型购物商场以及各种类型的公共建筑。建发集团房地产业务主要布局海西、长三角、长江中游、粤港澳大湾区等核心城市群，包括厦门、上海、杭州、苏州、无锡、武汉、长沙、成都等一二线城市和漳州、莆田等建发集团在当地具备品牌优势的三线城市。2024年，建发房产实现营业收入1495.79亿元（同比增长7.85%），销售毛利率为14.98%（同比提高2.55个百分点），确认资产减值损失37.12亿元，实现净利润71.11亿元；联发集团实现营业收入361.34亿元（同比增长25.36%），销售毛利率为8.66%（同比提高1.75个百分点），确认资产减值损失20.90亿元，净利润亏损18.65亿元。

图表 18 • 2024 年建发集团房地产板块主要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例	资产总额	所有者权益	营业收入	营业收入同比	营业利润	营业利润同比变化	净利润	净利润同比变化
建发房产	64.65%	4339.86	1197.74	1495.79	7.85%	111.30	17.17%	71.11	0.95%
联发集团	95.00%	1004.12	298.52	361.34	25.36%	-12.85	不适用	-18.65	-1822.72%

注：联发集团 2023—2024 年营业利润、2024 年净利润亏损，主要系计提资产减值损失所致
 资料来源：联合资信根据建发股份公开信息整理

土地储备方面，2022—2024 年，建发集团全口径拿地金额分别约为 1030.25 亿元、1320.28 亿元和 635.00 亿元，2024 年拿地金额较以往年度明显下降，有助于减轻建发集团的资金压力。2022 年以来，建发集团新增土地储备主要在一、二线城市，2024 年获取土地 26 宗，其中一、二线城市拿地金额占比约 97%，重点在上海、厦门、杭州、武汉等城市。截至 2024 年末，建发集团在一、二线城市的权益口径土地储备（未售口径）货值占比约 79%，较上年末提高约 5 个百分点，土储结构进一步优化。

开发方面，2022—2024 年，受房地产行业景气度波动及自身开发节奏等因素影响，建发集团权益口径新开工面积持续下降，房屋竣工面积波动增长。2024 年，联发集团与建发房产之子公司建发国际权益口径新开工面积之和、权益口径竣工面积之和同比分别下降 21.98% 和 21.87%。截至 2024 年底，建发房产在建项目总投资规模为 3578.46 亿元（并表项目按 100% 列示，非并表项目按股比列示，下同），尚需投资规模为 907.47 亿元，联发集团在建项目总投资规模为 511.70 亿元，尚需投资规模为 113.36 亿元，建发集团在建项目尚需投资规模较大。

销售方面，2022—2024 年，建发集团房地产板块全口径合同销售金额、权益合同销售额均波动下降，账面结转收入持续增长，2024 年，建发国际、联发集团权益合同销售额之和同比下降 23.76%，账面结转收入之和同比增长 9.43%。建发集团在一、二线城市的销售金额（全口径）占比为 82.69%，高于土地储备（未售口径）货值占比（约 80%）。2022—2024 年，受不同结转项目土地成本差异及市场价格波动等因素影响，建发集团房地产业务毛利率波动下降，回款比例保持在高水平（2024 年，全口径销售回款约 1548.34 亿元，回款比例为 98.96%）。

联合资信关注到，由于地产行业景气度整体下行，2022—2024 年，建发房产和联发集团持续对房地产业务计提存货跌价准备，合计值分别为 48.39 亿元、29.31 亿元和 58.01 亿元，规模较大。未来若建发集团项目去化不及预期，项目所处区域房价不能止跌，可能导致建发集团继续计提存货跌价准备，从而对建发集团盈利和偿债能力造成不利影响。建发集团房地产相关存货主要为已完工商品房和在建商品房，其价值主要取决于房产市场行情，考虑到房地产市场景气度尚未回暖，建发集团地产存货去化及跌价风险有待关注。

图表 19 • 建发集团主要房地产子公司经营情况

类别	2022 年		2023 年		2024 年	
	建发房产	联发集团	建发国际	联发集团	建发国际	联发集团
权益口径新开工面积（万平方米）	701.55	77.64	657.76	55.49	499.08	57.41
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	495.98	283.19	1015.49	242.31	826.26	156.44
合同销售金额（全口径）（亿元）	1781.99	315.26	1888.75	403.45	1334.73	262.24
权益销售金额（亿元）	1266.26	194.58	1379.56	180.33	1033.58	155.65
合同销售面积（全口径）（万平方米）	839.48	170.85	898.79	157.31	642.79	138.90
权益销售面积（万平方米）	628.67	111.54	666.43	90.76	504.78	95.60
平均销售价格（万元/平方米）	2.12	1.85	2.10	2.56	2.08	1.89
账面结转收入（亿元）	976.04	278.63	1308.17	262.24	1386.47	332.08
账面结转面积（万平方米）	472.46	174.28	852.25	195.79	702.32	155.99
期末土地储备建筑面积（全口径）（万平方米）	1673.85	688.36	1551.52	681.15	1243.12	589.66
期末土地储备建筑面积（权益口径）（万平方米）	1285.27	503.85	1205.08	513.12	967.30	453.92
权益口径新增土地投资（拿地金额）（亿元）	579.89	78.02	850.80	104.51	447.36	72.05

注：合同销售金额与合同销售面积的计算方式为：子公司、联营企业、合营企业的所有项目均全额计入；上表中“权益口径”项目的计算方式为：并表项目和非并表项目均乘以股权比例再计入；期末土地储备包含待开发的和已开发的所有尚未出售的项目建筑面积，但不包含建发集团开发的一级土地；2023—2024 年，建发房产旗下房地产开发业务主要由建发国际运营，建发集团仅披露了建发国际的相关数据
 资料来源：联合资信根据公开信息整理

(3) 家居商场运营业务

2022—2024年，受地产及相关行业景气度不振影响，美凯龙自营及委管商场数量及商场出租率均有所下降，为稳商留商而采取优惠措施，加之建筑装饰服务业务新增项目减少、存量项目推进放缓等，综合导致营业收入持续下降；受公允价值变动损失等因素影响，美凯龙利润总额快速下降并于2023年和2024年出现大额亏损，后续经营业绩改善情况有待关注；美凯龙在建和拟建项目仍存在一定资金支出压力。

美凯龙是家居装饰及家居商场运营商和泛家居业务平台服务商，主要通过经营和管理自营商场、委管商场、特许经营商场等，为合作商户、合作方提供场地租赁管理、市场营销等综合服务，并收取场地租金及相关服务收入。美凯龙的合作方主要为家居装饰及家具领域的商户，通过入驻美凯龙商场，向消费者展示、销售商品或服务。

自营模式下，美凯龙在一线和二线城市通过自建、购买或租赁的方式获取经营性物业后，统一对外招商，为入驻商场的商户提供综合服务，包括设计商场内展位、场地租赁、员工培训、销售及市场营销、物业及售后等在内的日常经营及管理以及客户服务，以收取租金及相关收入。美凯龙自有商场主要集中于华东、西部、东北、华北等城市能级较高的地区。委管模式下，美凯龙利用自身渠道和经营管理经验，通过组建管理团队，为合作方提供全面的咨询和委管服务，包括商场选址咨询、施工咨询、商场设计装修咨询、招商开业以及以“红星美凯龙”品牌名称日常经营及管理合作方的家居装饰及家居商场；相应地，美凯龙根据与合作方签署的委管协议在不同参与阶段收取项目前期品牌咨询费、工程项目商业管理咨询费、招商佣金、项目年度品牌咨询费等不同费用。美凯龙经营的委管商场主要分布在华东（包括苏州、南京、杭州、宁波、绍兴、无锡、合肥、青岛、烟台等城市，不含上海）、西部（包括成都、贵阳、德阳、绵阳等城市，不含重庆）、华中（包括武汉、长沙、株洲、开封等城市）和华北（包括石家庄、保定、秦皇岛、廊坊等城市，不含北京、天津），城市能级相对自营模式而言较低。特许经营模式下，美凯龙利用其品牌和经营管理经验，根据合作方要求提供咨询及招商服务，授权合作方以美凯龙同意的方式使用其旗下品牌“星艺佳”，并部分参与项目开业后的日常经营管理，以向合作方收取商业咨询费。

近年来，在地产及相关行业景气度下行的不利局面下，美凯龙着力于优化完善商场内品类及业态布局：自2021年起通过打造与传统家电卖场不同的差异化、套系化、场景化智能电器生活馆，切入电器市场；于2022年将品类战略升级为“十大主题馆”战略，将品类拓展至顶地空间（瓷砖、地板、吊顶等品类），实现十大品类的覆盖；在商场内引入高频消费业态，根据商场体量、位置等因素，利用家居品牌联名、连锁餐饮、地域合作等多种形式，打造多功能餐饮产品组合；将消费者在商场内的家居消费向前延伸至设计环节，通过引入设计工作室打造流量入口；利用卖场资源，探索“人车家”新生活方式场域运营，吸引车企对家居卖场渠道的认知，推动主流品牌车企进驻商场。

美凯龙收入主要来自家居商业服务业务，辅以建筑装饰服务业务和家装相关服务及商品销售业务。近年来，受地产行业调整影响，家具、家居装饰行业景气度下行，合作商户经营压力加大，美凯龙减少运营商场数量，且商场出租率有所下降。2022—2024年底，美凯龙自营商场数量累计减少17家，平均出租率分别为85.2%、82.8%和83.0%；委管商场数量累计减少27家，平均出租率分别为86.7%、85.7%和82.5%；为支持商户持续经营、留住商户，美凯龙对合作商户提供了不同程度的优惠措施。商场数量的减少、出租率及平均租金水平的降低，使得美凯龙家居商业服务业收入持续下降；与此同时，受到地产行业收缩的影响，美凯龙建筑装饰服务业务和家装相关服务及商品销售业务收入亦有不同程度的下降。受上述因素影响，2022—2024年，美凯龙收入持续下降，加之确认公允价值变动损失、资产减值损失和信用减值损失，净利润快速下降，2023年和2024年分别亏损23.70亿元和31.90亿元。2024年，美凯龙公允价值变动净收益为-20.29亿元，主要系自营商场租金水平下降，按模型测算的投资性房地产公允价值下降所致。

美凯龙尚有一定规模的在建、拟建自营商场和物流项目，截至2024年底，尚需投资金额合计约55.02亿元，未来或面临一定的资本支出压力。为更好盘活资产，对于项目土地上相关物业的可售部分，美凯龙拟通过分批预售、滚动开发的方式，在减少占用主营业务现金流的前提下，利用项目自身开发预售资金和项目融资（若有）提升项目资金周转效率，逐步通过建成交付项目来完成资产处置并回笼资金。

(4) 医疗业务

医疗业务对建发集团收入和利润形成了一定补充。

建发集团医疗业务的主要包括医疗器械供应链和医疗健康服务，运营主体主要为厦门建发医疗健康投资有限公司（建发集团直接、间接持股合计100%）。

建发集团医疗业务主要收入来自医疗器械供应链部分，医疗器械供应链具体分为直销、分销和服务等三种运营模式。直销业务为建发集团直接向终端医疗机构配送销售医疗器械产品。建发集团为全国 31 个省、直辖市、自治区的 2200 余家医疗机构提供上万种规格型号产品的直销服务。在直销业务开展过程中，建发集团为上下游提供仓储、物流配送、医院库存管理、结算管理、回款管理等多种配套服务。分销业务中，建发集团作为生产厂商的平台分销商，向生产厂商的二级经销商分销医疗器械产品。建发集团以高值介入类产品为切入点，经营产品厂商主要有微创集团、美敦力、史赛克等众多国内外知名企业，截至 2024 年底建发集团已与超过 100 家国内外知名高值医疗器械生产厂商建立合作关系。服务模式下，建发集团根据高值医疗器械特点，推动信息化管理在传统医疗器械流通业务中的应用，为终端医院客户提供医用耗材集约化运营（SPD）服务，对产业链上、下游服务赋能。建发集团基于自主开发的智信链智慧医用耗材管理软件积极开拓 SPD 业务，2024 年建发集团已签约 7 家医院的医用耗材集约化运营服务。

2022—2024 年，建发集团医疗业务营业收入分别为 123.24 亿元、161.89 亿元和 189.59 亿元，毛利率分别为 7.98%、8.31%和 8.13%，对收入和利润形成了一定补充。

（四）担保方财务分析

建发集团披露了 2022—2024 年财务报告，中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，审计结论均为标准无保留意见；建发集团披露的 2025 年一季度财务报表未经审计。合并范围变化方面，建发集团于 2023 年将美凯龙纳入合并范围，对财务数据可比性存在一定影响。

（1）资产质量

2022—2024 年末，随着房地产板块拿地及开发节奏变化以及美凯龙纳入合并范围，建发集团资产规模波动增长。截至 2024 年底，建发集团资产中房地产业务形成的存货和往来款占比较高，其他应收款账龄偏长，需关注存货跌价风险和资金回收风险；投资性房地产受限比例高且采用公允价值计量，可能对资产价值带来不确定性影响。

2022—2024 年底，建发集团资产总额波动增长，年均复合增长 7.73%。截至 2024 年底，建发集团资产总额较上年底下降 5.36%，主要系地产开发投入下降使得存货等流动资产减少所致；建发集团资产构成以流动资产为主。

图表 20 · 建发集团资产主要构成

科目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	6138.46	84.84	6471.35	72.94	5986.40	71.29
货币资金	1027.83	14.21	1043.83	11.76	1027.97	12.24
预付款项	369.50	5.11	377.15	4.25	243.92	2.90
其他应收款	670.91	9.27	713.55	8.04	798.57	9.51
存货	3633.85	50.22	3735.68	42.10	3319.32	39.53
非流动资产	1097.16	15.16	2401.13	27.06	2410.91	28.71
长期股权投资	364.12	5.03	499.92	5.63	526.65	6.27
投资性房地产	180.03	2.49	1155.44	13.02	1145.85	13.65
资产总额	7235.63	100.00	8872.48	100.00	8397.31	100.00

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2022—2024 年末，建发集团流动资产波动下降，年均复合下降 1.25%；截至 2024 年底，建发集团流动资产较上年底下降 7.49%，主要系预付款项和存货减少所致。2022—2024 年末，建发集团货币资金波动很小，截至 2024 年底，货币资金中有 105.80 亿元受限，受限比例为 10.29%，主要为银行承兑汇票保证金、保函保证金和进口押汇保证金等。2022—2024 年末，建发集团预付款项波动下降，年均复合下降 18.75%。截至 2024 年底，建发集团预付款项较上年底下降 35.33%，主要系房地产板块控制拿地规模，预付地价款余额减少所致。2022—2024 年末，建发集团其他应收款持续增长，年均复合增长 9.10%；截至 2024 年底，建发集团其他应收款主要为房地产开发业务中应收合作方、相关联营企业的经营往来款等；其他应收款（不含应收股利）余额中账龄 1 年以上的占 71.08%，存在一定的回收风险。2022—2024 年末，建发集团存货波动下降，年均复合下降 4.43%。截至 2024 年底，建发集团存货较上年底下降 11.15%，主要系建发集团地产项目持续结转成本，以及控制房地产新开工规模，开发成本和开发产品余额减少所致。

致。存货主要由开发成本（占 75.10%）和开发产品（占 13.18%）构成，累计计提跌价准备 106.83 亿元，计提比例为 3.12%。建发集团房地产板块近年来持续计提大规模存货跌价准备，未来若房地产行业景气度不能恢复，存货或仍将面临一定的跌价风险。

2022—2024 年末，建发集团非流动资产持续增长，年均复合增长 48.24%，主要系建发集团 2023 年将美凯龙纳入合并范围，投资性房地产等增加所致。2022—2024 年末，建发集团长期股权投资持续增长，年均复合增长 20.27%。截至 2024 年底，建发集团长期股权投资主要为对联营企业、合营企业的投资，2024 年权益法下确认的投资收益合计 21.05 亿元。2022—2024 年末，建发集团投资性房地产波动增长，年均复合增长 152.28%。截至 2024 年底，建发集团投资性房地产 1145.85 亿元，其中，美凯龙的投资性房地产账面价值 910.42 亿元。美凯龙的投资性房地产采用公允价值模式后续计量，且受限比例很高。2023—2024 年，建发集团合并口径按公允价值计量的投资性房地产分别确认公允价值变动损失 7.27 亿元和 31.05 亿元，投资性房地产账面价值易受市场波动等因素影响，可能对建发集团资产价值和收益带来不确定性。

截至 2024 年底，建发集团所有权和使用权受到限制的资产账面价值合计 1577.46 亿元，占同期末资产总额的 18.79%。其中，受限投资性房地产和存货账面价值分别为 879.54 亿元和 547.49 亿元，投资性房地产受限比例为 76.76%。

截至 2025 年 3 月底，建发集团合并资产总额 9274.44 亿元，较上年底增长 10.45%，主要系货币资金、预付款项和存货等流动资产增加所致。建发集团资产以流动资产为主，流动资产占比较上年底有所提高。

（2）所有者权益

2022—2024 年末，建发集团所有者权益持续增长。截至 2024 年底，建发集团所有者权益中少数股东权益、未分配利润和其他权益工具占比高，权益结构稳定性较弱。

2022—2024 年末，随着美凯龙纳入合并范围、房地产业务合作开发带来的少数股东权益增加，以及未分配利润的积累，建发集团所有者权益持续增长，年均复合增长 15.82%。截至 2024 年底，建发集团所有者权益 2686.94 亿元，较上年底增长 3.04%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 26.31%，少数股东权益占比为 73.69%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 3.35%、1.29%、9.29%和 10.83%，所有者权益结构稳定性较弱。截至 2025 年 3 月底，建发集团所有者权益规模和构成较上年底变化不大。

（3）负债

2022—2024 年末，建发集团债务规模持续增长，整体债务负担较重，债务期限结构较为均衡。

2022—2024 年末，建发集团负债规模波动增长，年均复合增长 4.46%。其中，截至 2023 年底，主要因美凯龙纳入合并范围以及房地产板块项目开发、销售形成的合同负债、各类融资增加，建发集团负债总额较上年底增长 19.72%；截至 2024 年底，主要因房地产销售收入结转导致合同负债下降，建发集团负债总额较上年底下降 8.85%。

图表 21 • 建发集团主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动负债	4023.73	76.90	4733.49	75.56	4092.35	71.67
短期借款	117.91	2.25	135.11	2.16	149.03	2.61
应付票据	250.46	4.79	334.79	5.34	338.40	5.93
应付账款	463.20	8.85	657.26	10.49	646.87	11.33
其他应付款	371.51	7.10	561.69	8.97	571.85	10.01
合同负债	2280.60	43.58	2377.94	37.96	1821.81	31.90
非流动负债	1209.01	23.10	1531.26	24.44	1618.02	28.33
长期借款	595.20	11.37	667.39	10.65	730.24	12.79
应付债券	428.83	8.20	510.46	8.15	549.61	9.62
负债总额	5232.74	100.00	6264.76	100.00	5710.37	100.00

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2022—2024 年末，建发集团短期借款持续增长，年均复合增长 12.43%。截至 2024 年底，建发集团短期借款中，抵押借款、保证借款、信用借款和贸易融资借款分别占 10.05%、37.90%、15.59%和 30.39%。2022—2024 年末，建发集团应付票据持续增长，年

均复合增长 16.24%，截至 2024 年底，建发集团应付票据主要为银行承兑汇票。2022—2024 年末，建发集团应付账款波动增长，年均复合增长 18.17%。截至 2024 年底，建发集团应付账款主要由应付开发成本款（占 54.24%）和应付货款（占 40.29%）构成，账龄均在 1 年以内。2022—2024 年末，建发集团其他应付款持续增长，年均复合增长 24.07%。截至 2024 年底，其他应付款（不含应付股利）主要由往来款（占 63.66%）和预提税费及费用（占 15.20%）等构成。2022—2024 年末，建发集团合同负债波动下降，年均复合下降 10.62%。截至 2024 年底，建发集团合同负债较上年底下降 23.39%，主要系随着部分地产项目结转收入，预收售房款减少所致；合同负债主要由预收售房款（占 87.87%）和预收商品款（占 10.60%）构成。

2022—2024 年末，建发集团长期借款持续增长，年均复合增长 10.76%。截至 2024 年底，建发集团长期借款（含一年内到期部分）主要由抵押借款（占 9.62%）、保证借款（占 49.34%）、信用借款（占 9.66%）、质押结合抵押借款（占 10.61%）、抵押结合保证借款（占 13.03%）构成。2022—2024 年末，建发集团应付债券持续增长，年均复合增长 13.21%。

债务方面，2022—2024 年底，建发集团全部债务持续增长，年均复合增长 12.70%。主要因所有者权益增长，2022—2024 年底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率分和长期债务资本化比率有所下降。截至 2024 年底，建发集团全部债务 2033.92 亿元，其中短期债务和长期债务分别占 35.76%和 64.24%。截至 2024 年底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.00%、43.08%和 32.72%，较上年底分别下降 2.61 个百分点、上升 0.13 个百分点和上升 0.89 个百分点。

截至 2025 年 3 月底，建发集团全部债务 2568.41 亿元，较上年底增长 26.28%，主要系建发股份采购规模以及为采购准备的货币资金规模扩大，短期借款、应付票据等增加所致。债务结构方面，短期债务占 47.61%，长期债务占 52.39%，结构相对均衡。截至 2025 年 3 月底，建发集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.32%、49.12%和 33.59%，较上年底分别上升 3.32 个百分点、6.04 个百分点和 0.87 个百分点。

（4）盈利能力

2022—2024 年，建发集团营业总收入持续下降，资产减值损失、信用减值损失和公允价值变动损失对营业利润侵蚀影响大，但盈利能力指标仍处于较高水平。

2022—2024 年，建发集团营业总收入持续下降，综合毛利率持续上升，相关分析见本报告“经营分析”部分。

图表 22 • 建发集团盈利能力情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年
营业总收入（亿元）	8473.74	7834.28	7238.34
营业成本（亿元）	8142.22	7477.28	6799.37
费用总额（亿元）	147.37	189.99	221.95
投资收益（亿元）	47.00	28.87	33.13
资产减值损失（亿元）	-52.08	-39.33	-64.44
信用减值损失（亿元）	-11.19	-14.38	-14.01
公允价值变动收益（亿元）	-10.77	-17.34	-30.46
营业利润（亿元）	149.03	116.83	118.84
营业外收入（亿元）	6.42	105.09	6.34
利润总额（亿元）	153.91	217.56	120.43
营业利润率（%）	3.69	4.32	5.58
总资本收益率（%）	3.73	4.85	2.81
净资产收益率（%）	5.18	6.69	2.32

资料来源：联合资信根据公开信息整理

从期间费用看，主要由于合并范围、业务结构变化等因素，2022—2024 年，建发集团费用总额持续增长，期间费用率分别为 1.74%、2.43%和 3.07%，持续上升，期间费用对利润形成一定侵蚀。2022—2024 年，建发集团资产减值损失、信用减值损失、公允价值变动损益合计分别为-74.04 亿元、-71.05 亿元和-108.91 亿元，对利润侵蚀大。2023 年，建发股份及联发集团以现金方式收购美凯龙 29.95%的股份，交易对价低于取得的美凯龙可辨认净资产公允价值，确认重组收益 96.19 亿元计入营业外收入，导致 2023 年建发集团利润总额同比增幅较大。受上述因素影响，2022—2024 年，建发集团利润总额、总资本收益率、净资产收益率均波动下降。

2025年1-3月，建发集团实现营业总收入1497.33亿元，同比增长9.58%；营业利润率为3.42%，同比下降0.60个百分点；实现利润总额10.21亿元，同比增长88.70%。

(5) 现金流

2022—2024年，建发集团经营活动现金持续净流入，投资活动现金净流出规模缩小并于2024年转为净流入，筹资活动现金持续净流出。考虑到建发集团现有债务规模以及未来各业务板块运营、投资，建发集团仍有一定对外融资需求。

2022—2024年，建发集团经营活动现金流入量和流出量均持续下降，经营活动产生的现金流量净额波动下降但保持净流入状态；现金收入比持续下降，其中2024年，因房地产销售收入确认与收款存在一定的期间差异等因素，现金收入比同比下降13.16个百分点。

2022—2024年，建发集团投资活动现金流入量和流出量均波动下降，投资活动现金于2024年由净流出转为净流入。2022—2024年，建发集团筹资活动前现金持续净流入，经营活动现金净流入对投资活动资金需求具备保障能力。

2022—2024年，建发集团筹资活动现金持续净流出，净流出合计473.54亿元，取得借款收到的现金之和与偿还债务支付的现金之和差距较小，分配股利、利润或偿付利息支付的现金合计439.32亿元。考虑到建发集团存量债务规模，以及未来各板块可能发生的投资，建发集团仍有一定外部筹资需求。

图表 23 • 建发集团现金流量情况（单位：亿元）

项目	2022年	2023年	2024年
经营活动现金流入小计	10302.63	9524.90	7192.17
经营活动现金流出小计	10150.68	9242.14	7086.62
经营活动现金流量净额	151.95	282.76	105.55
投资活动现金流入小计	798.73	829.62	651.32
投资活动现金流出小计	864.57	866.97	596.13
投资活动现金流量净额	-65.85	-37.35	55.19
筹资活动前现金流量净额	86.10	245.41	160.74
筹资活动现金流入小计	2896.09	2630.33	2608.46
筹资活动现金流出小计	2934.06	2905.69	2768.67
筹资活动现金流量净额	-37.96	-275.36	-160.21
现金收入比	112.74%	106.01%	92.84%

资料来源：联合资信根据公开信息整理

2025年1-3月，建发集团经营活动现金净流出39.70亿元，投资活动现金净流出91.80亿元，筹资活动现金净流入259.55亿元。

(6) 偿债指标

建发集团偿债指标整体表现较好，融资渠道畅通。

图表 24 • 建发集团偿债指标

项目	指标	2022年	2023年	2024年
短期偿债指标	流动比率(%)	152.56	136.71	146.28
	速动比率(%)	62.25	57.79	65.17
	经营现金/流动负债(%)	3.78	5.97	2.58
	经营现金/短期债务(倍)	0.27	0.38	0.15
	现金短期债务比(倍)	1.85	1.44	1.44
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	199.21	284.99	218.35

全部债务/EBITDA ² (倍)	8.04	6.89	9.32
经营现金/全部债务 (倍)	0.09	0.14	0.05
EBITDA/利息支出 (倍)	6.51	6.01	3.10
经营现金/利息支出 (倍)	4.97	5.97	1.50

注：经营现金指经营活动现金流量净额
 资料来源：联合资信根据公开信息整理

从偿债指标看，截至 2024 年底，建发集团流动比率、速动比率较上年底有所提高，整体处于较高水平；建发集团现金类资产对短期债务的保障程度高；建发集团 EBITDA 规模大，对利息支出、全部债务的覆盖程度尚可。

未决诉讼方面，根据建发集团 2024 年年度报告，截至 2024 年底，建发集团诉讼仲裁事项主要为建发股份（及其下属子公司）涉及的诉讼、仲裁，建发股份作为原告提起诉讼的事项主要为买卖合同纠纷、代理合同纠纷等，案件未决诉讼涉及的预计可能最大损失为 8.93 亿元，建发股份对相关纠纷涉及的损失已在应收款项坏账准备预估了相应损失；建发股份作为被告产生的预计负债为 0.26 亿元。

对外担保方面，根据建发集团 2024 年年度报告，截至 2024 年底，子公司厦门建发融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为 22.64 亿元；子公司建发房产、联发集团为商品房承购人向银行提供阶段性抵押贷款担保合计 560.77 亿元。

银行授信方面，截至 2024 年底，建发集团获得银行授信总额 7102.20 亿元，尚未使用额度 4273.69 亿元，建发集团间接融资渠道畅通；建发集团下属的建发股份、建发国际（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）为上市公司，拥有直接融资渠道。

（7）本部财务分析

建发集团本部主要从事股权管理，收入规模小，利润主要来自投资收益；本部债务负担较重，利息偿付压力不大。

截至 2024 年底，建发集团本部资产总额 603.93 亿元，流动资产和非流动资产占比分别为 24.34%和 75.66%。流动资产主要由货币资金（占 20.55%）和其他应收款（占 78.42%）构成，其他应收款主要为应收厦门建发会展股份有限公司等子公司的往来款、代收代付款等；非流动资产中，长期股权投资占 85.59%，投资性房地产占 6.99%。截至 2024 年底，建发集团本部货币资金为 30.22 亿元。

截至 2024 年底，建发集团本部所有者权益为 429.03 亿元，其中实收资本占 20.98%，其他权益工具占 58.18%，资本公积占 6.13%，未分配利润占 6.39%。

截至 2024 年底，建发集团本部负债总额 174.90 亿元，流动负债和非流动负债分别占 27.04%和 72.96%。流动负债主要为一年内到期的长期借款和应付债券等（占 90.96%），非流动负债主要由长期借款（占 15.43%）和应付债券（占 84.50%）构成。截至 2024 年底，建发集团本部资产负债率为 28.96%；本部全部债务 170.55 亿元，其中，短期债务占 25.22%、长期债务占 74.78%。截至 2024 年底，建发集团本部全部债务资本化比率 28.44%，考虑到所有者权益中存在含权债券（2024 年底为 249.60 亿元），本部债务负担较重。

建发集团本部营业收入规模相对较小，利润来源主要为投资收益。2024 年，建发集团本部投资收益为 30.55 亿元，利润总额为 20.19 亿元，取得投资收益收到的现金 17.34 亿元。考虑到建发集团本部净利息支出（利息费用-利息收入，2024 年为 4.56 亿元）规模不大，实际利息支付压力不大。

（8）评级结论

基于对建发集团经营风险、财务风险等方面的综合分析评估，联合资信确定建发集团主体个体信用等级为 aaa，建发集团主体长期信用等级为 AAA_{pi}，评级展望为稳定。

（五）担保效果评价

建发集团资产规模较大，业务发展稳定，其对“20 建房 01”“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”还本付息的保障能力极强。

建发集团对“20 建房 01”“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”提供担保，上述债券余

² 由于未获得公司资本化利息数据，本报告在与利息支出相关指标的测算中，利息支出额以费用化利息代替

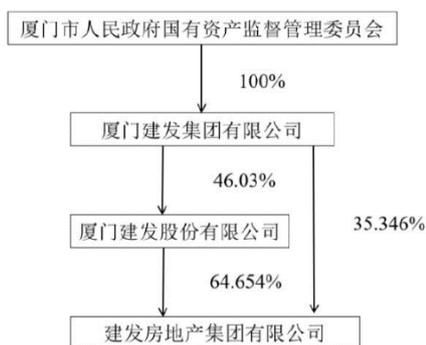
额合计 16.55 亿元。

以 2024 年底财务数据测算，建发集团所有者权益、经营活动净现金流和 EBITDA 对上述债券余额的覆盖倍数分别为 162.35 倍、6.38 倍和 13.19 倍，覆盖倍数均较高。

九、评级结论

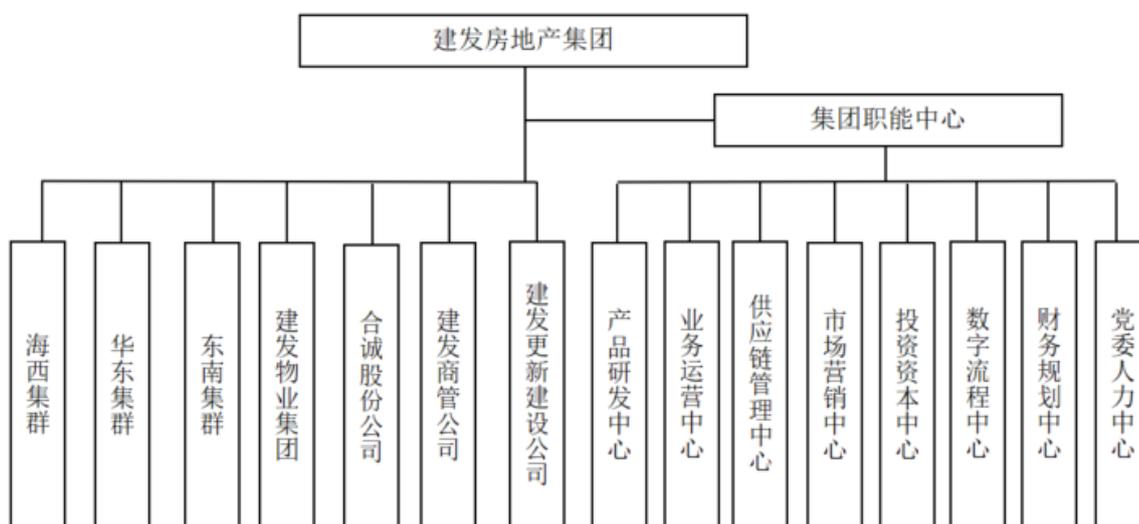
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 建发地产 MTN003”“20 建发地产 MTN004”“20 建发地产 MTN005”“21 建发地产 MTN001”“21 建发地产 MTN002”“21 建发地产 MTN004”“21 建发地产 MTN005”“22 建发地产 MTN001B（并购）”“22 建发地产 MTN002B（并购）”“22 建发地产 MTN003B”“22 建发地产 MTN005”“23 建发地产 MTN001”“24 建发地产 MTN001”“24 建发地产 MTN002”“24 建发地产 MTN003”“25 建发地产 MTN001A”“25 建发地产 MTN001B”“25 建发地产 MTN002”“25 建发地产 MTN003”“25 建发地产 MTN004”“19 建房 01”“19 建房 02”“19 建房 03”“19 建房 04”“19 建房 05”“20 建房 01”“21 建房 01”“22 建房 G1”“22 建房 G2”“22 建房债 01”“22 建房债 02”“22 建房 F1”“22 建房 F2”“22 建房 01”“23 建房债 01”“23 建房债 02”“23 建房 F2”“23 建房 F4”“23 建房 G1”“23 建房 G2”“23 建房 01”“24 建房 01”“24 建房 03”“24 建房 04”和“24 建房 05”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司部分子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	经营地	主营业务	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
厦门利源投资有限公司	厦门	投资管理	100.00	--	投资设立
厦门兆宇盛房地产开发有限公司	厦门	房地产业	--	100.00	投资设立
宁波兆汇房地产有限公司	宁波	房地产业	--	100.00	非同一控制下企业合并
厦门益悦置业有限公司	厦门	房地产业、投资	--	100.00	投资设立
厦门兆和源房地产开发有限公司	厦门	房地产业	--	100.00	投资设立
漳州兆赫房地产开发有限公司	漳州	房地产业	--	70.00	投资设立
厦门建发公建物业管理有限公司	厦门	物业管理	--	100.00	投资设立
建发物业服务集团有限公司	厦门	物业管理	--	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	537.76	559.39	596.71	594.13
应收账款（亿元）	46.08	55.62	32.81	31.75
其他应收款（合计）（亿元）	494.97	536.08	607.54	619.49
存货（亿元）	2563.11	2740.18	2442.00	2557.81
长期股权投资（亿元）	183.46	225.68	235.32	231.90
固定资产（亿元）	10.22	9.64	9.41	9.26
在建工程（亿元）	17.66	1.19	2.50	3.39
资产总额（亿元）	4222.52	4610.60	4339.86	4508.53
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	600.88	710.16	800.36	799.71
所有者权益（亿元）	1011.49	1132.38	1197.74	1179.83
短期债务（亿元）	104.90	75.77	125.72	130.85
长期债务（亿元）	788.72	712.47	650.55	652.51
全部债务（亿元）	893.63	788.24	776.27	783.35
营业总收入（亿元）	1069.22	1386.88	1495.79	105.65
营业成本（亿元）	888.77	1214.48	1271.65	93.29
其他收益（亿元）	1.05	0.38	0.36	0.07
利润总额（亿元）	98.16	95.60	111.48	1.96
EBITDA（亿元）	108.49	103.72	121.46	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1416.16	1586.91	1237.30	270.71
经营活动现金流入小计（亿元）	2120.72	2723.91	1583.14	456.79
经营活动现金流量净额（亿元）	64.89	137.48	100.25	25.32
投资活动现金流量净额（亿元）	-64.14	35.08	45.71	-11.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	1.93	-152.46	-108.53	-16.78
财务指标				
销售债权周转次数（次）	35.10	27.26	33.80	--
存货周转次数（次）	0.36	0.46	0.49	--
总资产周转次数（次）	0.27	0.31	0.33	--
现金收入比（%）	132.45	114.42	82.72	256.24
营业利润率（%）	15.71	11.87	13.78	10.80
总资本收益率（%）	4.05	3.95	3.96	--
净资产收益率（%）	6.85	6.22	5.94	--
长期债务资本化比率（%）	43.81	38.62	35.20	35.61
全部债务资本化比率（%）	46.91	41.04	39.32	39.90
资产负债率（%）	76.05	75.44	72.40	73.83
调整后资产负债率（%）	60.46	59.82	58.03	59.04
流动比率（%）	158.02	149.08	155.24	150.52
速动比率（%）	51.46	49.56	56.65	54.41
经营现金流动负债比（%）	2.70	4.99	4.05	--
现金短期债务比（倍）	5.13	7.38	4.75	4.54
EBITDA 利息倍数（倍）	2.65	3.03	4.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	8.24	7.60	6.39	--

注：1. 报告中部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 公司供应链 ABS、供应链 ABN 和供应链非标计入短期债务核算其他非流动负债中的有息部分计入长期债务核算；3. “—”表示无意义或未获取；4. 2025 年 1 季度财务数据未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.18	2.40	17.58	18.37
应收账款（亿元）	0.15	0.00	0.75	0.78
其他应收款（合计）（亿元）	633.06	659.80	661.36	670.24
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	217.80	190.76	190.53	163.83
固定资产（亿元）	--	--	--	--
在建工程（亿元）	--	--	--	--
资产总额（亿元）	865.81	859.07	872.68	855.58
实收资本（亿元）	20.00	20.00	20.00	20.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	210.11	188.34	129.68	111.93
短期债务（亿元）	5.82	6.76	53.94	59.18
长期债务（亿元）	255.85	279.39	253.14	243.05
全部债务（亿元）	261.67	286.15	307.09	302.23
营业总收入（亿元）	0.23	1.27	0.33	0.18
营业成本（亿元）	0.02	0.55	0.02	0.00
其他收益（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
利润总额（亿元）	9.78	12.07	11.17	0.92
EBITDA（亿元）	26.39	28.86	27.71	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	2.82	2.42	1.53	0.15
经营活动现金流入小计（亿元）	2973.25	2289.40	1002.40	203.31
经营活动现金流量净额（亿元）	-91.13	-17.52	107.79	-34.57
投资活动现金流量净额（亿元）	73.85	38.93	7.33	47.80
筹资活动现金流量净额（亿元）	17.95	-26.18	-99.93	-12.44
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1.60	17.22	0.87	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	1207.86	190.16	463.17	86.74
营业利润率（%）	58.98	49.59	57.50	78.35
总资本收益率（%）	5.73	5.94	6.15	--
净资产收益率（%）	4.97	6.06	7.95	--
长期债务资本化比率（%）	54.91	59.73	66.13	68.47
全部债务资本化比率（%）	55.46	60.31	70.31	72.97
资产负债率（%）	75.73	78.08	85.14	86.92
流动比率（%）	223.40	236.21	163.89	162.01
速动比率（%）	223.40	236.21	163.89	162.01
经营现金流动负债比（%）	-31.68	-6.24	25.99	--
现金短期债务比（倍）	1.23	0.36	0.33	0.31
EBITDA 利息倍数（倍）	1.59	1.72	1.68	--
全部债务/EBITDA（倍）	9.92	9.92	11.08	--

注：“--”表示无意义或未获取；2025 年 1 季度财务数据未经审计
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收账款-合同负债)/(资产总额-预收账款-合同负债)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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

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

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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