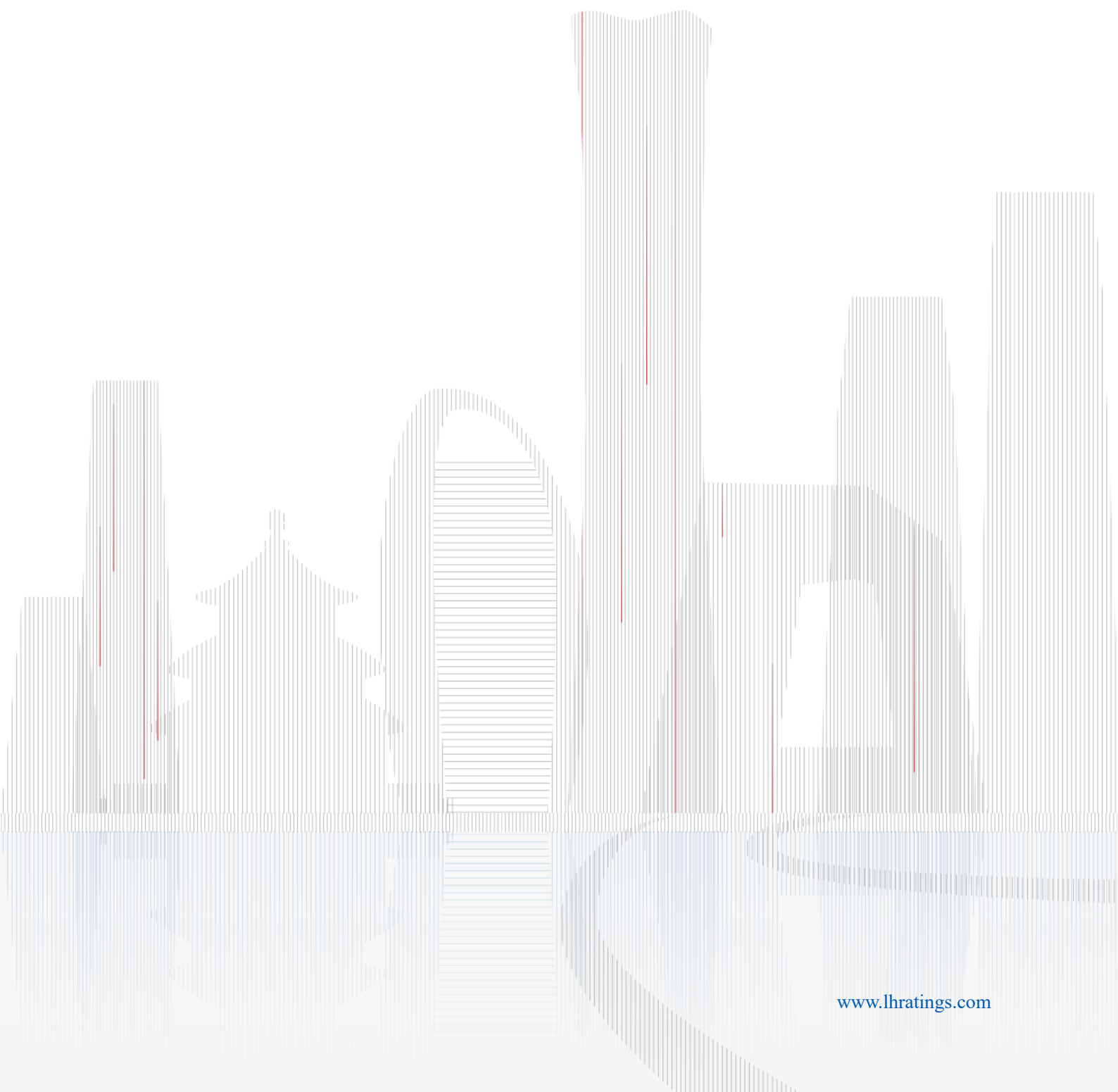


联发集团有限公司

2026 年度第三期中期票据
信用评级报告

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〔2026〕7622号

联合资信评估股份有限公司通过对联发集团有限公司及其拟发行的2026年度第三期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定联发集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺，联发集团有限公司2026年度第三期中期票据信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二六年八月三十一日

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联发集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合赤道环境评价股份有限公司（以下简称“联合赤道”）为该公司提供了非评级服务。由于联合资信与关联公司联合赤道之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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。

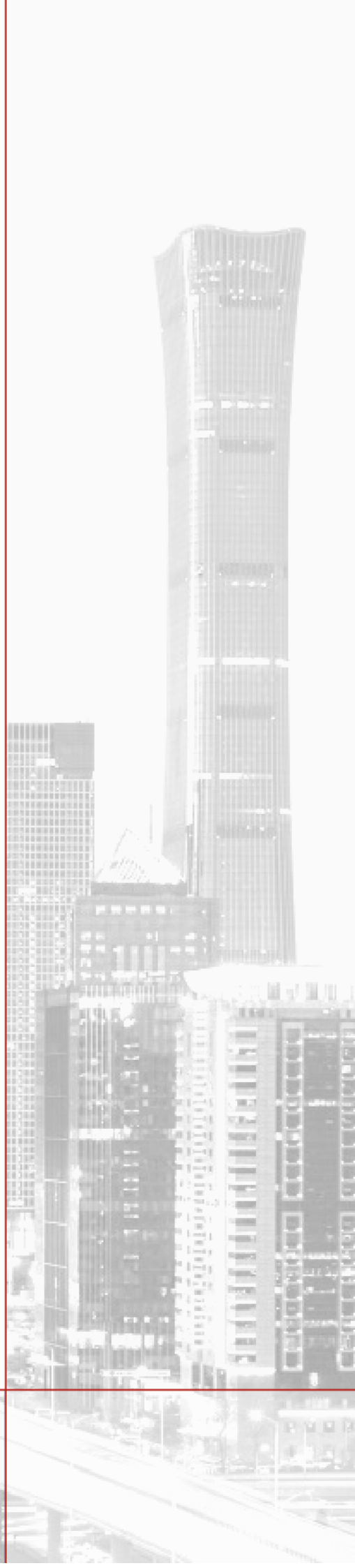
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



联发集团有限公司

2026 年度第三期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AA+/稳定	AAA/稳定	2026/08/31

债项概况

2026 年度第三期中期票据（以下简称“本期债项”）发行金额为不超过 9.20 亿元，期限为 3+3+1 年，存续期第 3 年末及第 6 年末附联发集团有限公司（以下简称“公司”）调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债项票面利率为固定利率，由集中簿记建档结果确定。本期债项每年支付利息，到期还本付息。本期债项募集资金计划用于置换偿还债务融资工具本金及利息的自有资金。本期债项由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

评级观点

公司作为厦门地区知名房地产企业，房地产开发经验丰富，拥有壹级资质，2025 年位列克而瑞全口径销售排行榜第 28 名，在厦门、南京、重庆等核心城市已形成区域性品牌优势。公司项目主要分布在一二线城市，区域能级较高。现阶段，房地产开发行业仍处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局，公司经营层面显著承压，2023—2025 年，公司营业总收入和毛利率均呈波动下降态势，且 2025 年公司采取“以价换量”策略，严重压缩利润空间。截至 2026 年 3 月底，公司在建项目尚需投资 140.36 亿元，面临一定资本支出压力；同期末全口径剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积）较为充足，但当前房地产市场景气度不佳，存量项目利润空间有限，去化压力仍较大。未开工土储中鄂州项目占 77.03%，获取时间早、开发进度慢，已计提大额跌价准备。综合来看，公司经营规模与行业地位仍具竞争力，但销售持续降价、新开工大幅扩张推高成本、去化周期偏长三重压力叠加，经营风险需保持关注。财务方面，2023—2025 年，公司存货跌价准备计提力度加大，截至 2025 年末累计计提 95.86 亿元。经营亏损对利润侵蚀严重，所有者权益持续下降，归属于母公司所有者权益由正转负。公司债务增长较快，杠杆水平全面攀升，结构上以长期债务为主，债券融资占比偏高，刚性偿债支出压力较大。2023—2025 年，公司过往房地产开发业务毛利率偏低，期内计提存货跌价准备叠加长期股权投资损失，利润总额大额亏损，经营活动现金持续净流出，持续拿地及开发投资形成现金流支出对新增外部融资依赖度高。公司是建发股份旗下两大房地产平台之一，战略重要性高；公司存续债券均由建发股份或间接控股股东厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）提供不可撤销连带责任保证担保。综合考虑，股东建发股份及建发集团综合实力强、对公司的支持明确有力，公司实际偿债能力仍很强。本期债项由建发股份提供连带责任保证担保，建发股份的担保实力极强，其担保对本期债项的到期还本付息具有显著的积极作用。

个体调整：无。

外部支持调整：股东背景强，对公司支持力度大。

评级展望

伴随房地产市场深度调整，公司销售与盈利能力仍将面临一定压力，但依托股东对公司发展的持续支持，公司信用状况有望保持稳定。

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

可能引致评级下调的敏感性因素：公司股东对公司支持意愿下降；公司持续大幅亏损，带动净资产大幅下降。

优势

- **公司房地产开发经验丰富。**公司拥有房地产开发壹级资质，在厦门、南京、重庆、南昌等地已成为区域性知名房地产品牌。2025 年，公司位列克而瑞全口径销售排行榜第 28 名，位列克而瑞权益口径销售排行榜第 30 名。截至 2025 年底，公司累计开发总建筑面积 3436.78 万平方米，项目开发经验丰富。
- **公司债务结构良好。**公司债务结构以长期债务为主，2026 年 3 月底长期债务占比为 87.89%，现金类资产对短期债务覆盖倍数为 3.36 倍，短期偿债指标处于较好水平。

- **股东综合实力强，担保支持明确有力。**公司控股股东建发股份为 A 股上市公司，综合实力强，公司由联合资信评级的公开市场存续债券均由建发股份或建发集团提供不可撤销连带责任保证担保，直接和间接股东对公司支持力度大。

关注

- **房地产行业持续调整，项目去化压力大。**当前房地产市场景气度不佳，未来仍面临去化压力。截至 2025 年底，公司存货累计跌价准备已达 95.86 亿元，若房价继续下行，仍面临进一步减值风险。
- **公司房地产开发业务毛利率转负，盈利能力弱，归母权益为负。**2025 年，公司结转房地产项目毛利率为负，伴随非经常性损益大幅减少，公司利润总额出现大额亏损，盈利修复进程取决于市场回暖速度和新增项目利润率恢复情况。亏损对权益侵蚀严重，截至 2025 年底，归属于母公司所有者权益为-14.99 亿元，所有者权益完全依赖少数股东权益支撑，权益稳定性很弱。
- **公司存在一定资本支出压力，同时，公司合作开发规模大，项目运营及资源管控难度有所增加；公司本部流动性管理及对下属公司资金管控情况需保持关注。**公司在建项目尚需投资规模仍较大，未来面临一定的资本支出压力。公司合作开发规模大，行业下行阶段项目管控难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求。公司本部收入规模较小，2025 年利润总额亏损；公司融资结构中债券融资占比较高，而货币资金较多停留于子公司层面，需关注本部流动性及对下属公司资金管控情况。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法及模型 房地产开发经营企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	B	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	3
			经营分析	1
			企业管理	2
财务风险	F4	盈利能力		5
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				a
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a
外部支持调整因素：股东支持				+4
模型级别				AA ⁺

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

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次评级无变动。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

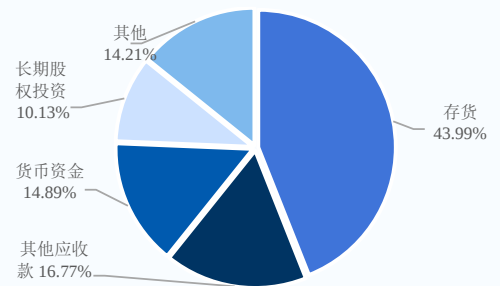
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	122.05	139.03	166.12	177.98
资产总额（亿元）	1190.27	1004.12	1012.52	1018.88
所有者权益（亿元）	305.07	298.52	187.29	205.88
短期债务（亿元）	105.23	49.88	62.93	52.96
长期债务（亿元）	211.71	300.17	380.20	384.51
全部债务（亿元）	316.94	350.04	443.13	437.47
营业总收入（亿元）	288.23	361.34	165.53	33.09
利润总额（亿元）	3.19	-12.86	-123.52	-0.06
EBITDA（亿元）	8.42	-5.80	-113.83	--
经营性净现金流（亿元）	52.41	-17.09	-20.47	21.71
营业利润率（%）	6.54	7.57	-3.33	12.48
总资产报酬率（%）	0.62	-0.67	-11.35	--
资产负债率（%）	74.37	70.27	81.50	79.79
调整后资产负债率（%）	64.04	65.35	77.85	75.38
全部债务资本化比率（%）	50.95	53.97	70.29	68.00
流动比率（%）	150.41	206.62	189.09	198.21
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.87	0.77	0.81	--
现金短期债务比（倍）	1.16	2.79	2.64	3.36
EBITDA 利息倍数（倍）	0.45	-0.36	-6.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	37.65	-60.34	-3.89	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	459.54	454.94	531.87	542.47
所有者权益（亿元）	137.10	124.89	108.77	127.82
全部债务（亿元）	150.67	175.12	190.94	178.51
营业总收入（亿元）	4.33	3.87	3.76	0.41
利润总额（亿元）	15.32	-2.80	-15.25	-0.93
资产负债率（%）	70.17	72.55	79.55	76.44
全部债务资本化比率（%）	52.36	58.37	63.71	58.27
流动比率（%）	123.54	153.41	129.74	132.49

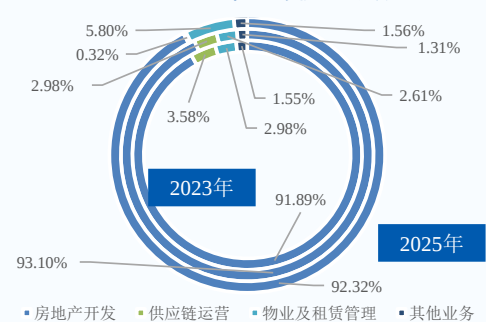
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 公司合并报表中其他流动负债中的债务已调整至短期债务；公司长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；3. 公司 2026 年 1—3 月财务数据未经审计；4. 公司本部财务报表债务数据未经调整；5. “--”代表指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

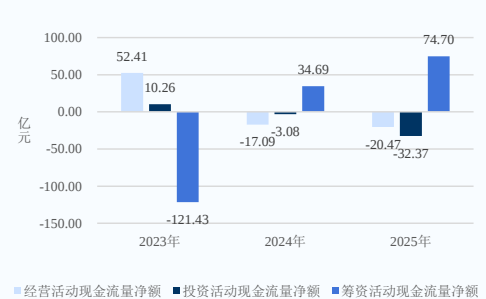
2025 年底公司资产构成



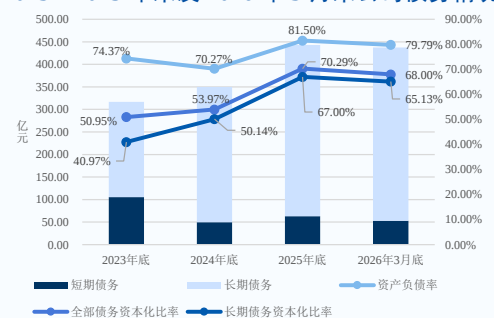
2023—2025 年公司收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年末及 2026 年 3 月末公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA+/稳定	2026/06/18	王晴 苏柏文	房地产开发经营企业信用评级方法与模型 V4.1.202606	阅读全文
AA+/稳定	2015/06/29	李晶 刘薇	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法 (2015 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编号
资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：王 晴 wangqing@lhratings.com

项目组成员：苏柏文 subw@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、主体概况

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）原名为厦门经济特区联合发展有限公司，于 1983 年由厦门经济特区建设发展公司、中国银行总行信托咨询公司、港澳华资银行（香港集友银行、南洋商业银行、宝生银行、华侨商业银行、澳门南通银行）三方签订《成立厦门经济特区联合发展有限公司总合同》成立，注册资本 25000 万元。后经增资和股权转让，截至 2025 年底，公司注册资本 21.00 亿元，控股股东厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）持股比例 95.00%，公司实际控制人为厦门市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“厦门市国资委”）。

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

截至 2025 年底，公司内设投资客研中心、营销品牌中心、财务资金中心等多个职能中心（详见附件 1-2）。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 1012.52 亿元，所有者权益 187.29 亿元（含少数股东权益 202.28 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 165.53 亿元，利润总额-123.52 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 1018.88 亿元，所有者权益 205.88 亿元（含少数股东权益 202.14 亿元）；2026 年 1-3 月，公司实现营业总收入 33.09 亿元，利润总额-0.06 亿元。

公司注册地址：厦门市湖里区湖里大道 31 号；法定代表人：林伟国。

二、本期债项概况

公司本次计划发行“联发集团有限公司 2026 年度第三期中期票据”（以下简称“本期债项”），本期债项发行规模不超过 9.20 亿元，期限为 3+3+1 年（存续期第 3 年末及第 6 年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权）。本期债项票面利率为固定利率，由集中簿记建档结果确定。本期债项每年支付利息，到期还本付息。

本期债项募集资金计划用于置换偿还债务融资工具本金及利息的自有资金。

本期债项由建发股份提供无条件不可撤销的连带责任保证担保。

三、宏观经济和政策环境分析

2026 年上半年，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，更加积极的财政政策与适度宽松的货币政策同向发力，为“十五五”良好开局筑牢根基。货币政策延续“适度宽松”基调，总量与结构双轮驱动的政策框架持续深化；财政政策延续更加积极有为的基调，税收增幅持续提高，民生领域保障有力；结构政策继续着力优化科技创新企业发展环境，支持中小企业发展，明确就业支持和城市更新规划。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，国民经济整体运行在合理区间，上半年 GDP 同比增长 4.7%，节奏前高后低。量价共振、结构持续升级驱动出口超预期高增，新质生产力持续培育壮大，高端制造、现代服务等新动能快速成长，一定程度上对冲了传统经济板块的下行压力，保障了宏观经济大盘稳定。但经济复苏的结构性矛盾突出，供强需弱、外强内弱、新强旧弱的格局持续分化，经济增长动能阶段性回落。当前经济运行的核心压力集中于内需偏弱，固定资产投资由一季度小幅正增态势转为同比下降 5.7%，其中房地产深度调整持续拖累投资修复，居民消费内生动力不足、修复节奏偏缓，社会消费品零售总额同比增长 1.3%；同时外部不确定性加剧，中东地缘冲突推升能源价格，带来输入性成本压力，叠加全球贸易博弈持续扰动，经济持续向好的基础仍有待稳固。信用方面，信贷“降速提质”成为新常态，信贷结构持续优化，直接融资比例显著提升。宏观杠杆率结束上行趋势，名义 GDP 增长回升缓解被动上升压力。工业企业效益显著改善，新质生产力构成核心驱动力。商业银行资产质量总体平稳，信用利差压缩至历史低位。

展望后续，宏观政策将继续加大逆周期调节力度，推动存量政策加紧落地，储备增量政策，提振经济走势，确保完成全年经济增长目标。宏观经济运行有望延续结构性修复态势，呈现“外需韧性托底、内需逐步修复、新动能持续发力”的格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察半年报（2026 年 6 月）](#)》。

四、行业分析

2025 年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供强需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央国企拿地与新增货值占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望 2026 年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。完整版行业分析详见《2026 年房地产开发经营行业分析》。

五、基础素质分析

1 竞争实力

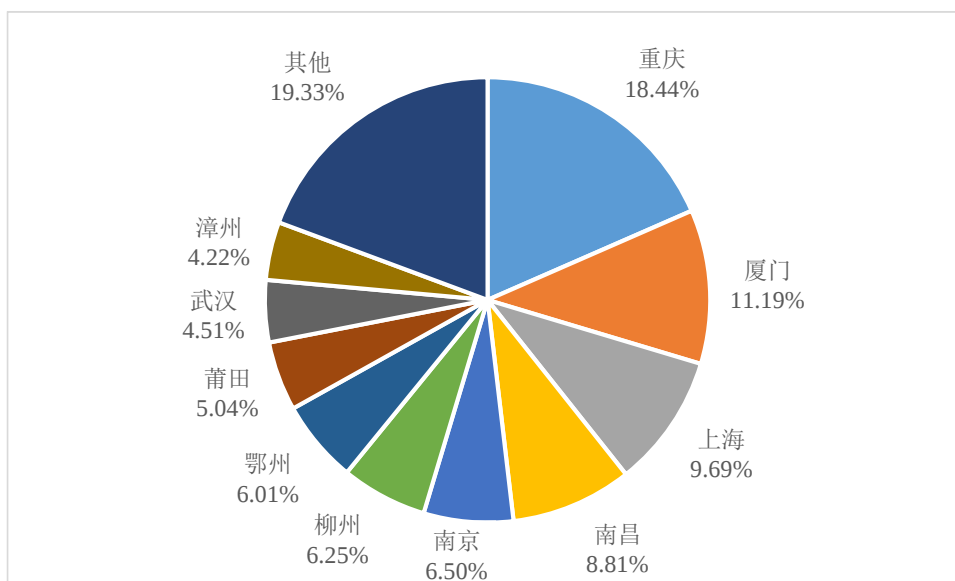
公司作为厦门市国资委下属国有企业，在融资渠道、银行授信获取、政府关系资源等方面具备优势。公司房地产开发经验较为丰富。2025 年，在售项目剩余可售资源相对于公司过往销售情况较为充足，区域分布有所优化，但存量项目盈利空间有限，去化压力仍较大。

作为厦门市国资委下属国有企业，公司在融资渠道、银行授信获取、政府关系资源等方面具备优势。公司是以房地产为核心业务的大型房地产运营商，房地产开发业务产品以住宅为主，辅以商业店面、写字楼等多种物业。公司及下属各子公司主要通过招拍挂获取土地储备。用于项目开发的资金主要由自有资金、外部融资和预售房款构成。公司采用集团公司、项目公司的两层管理架构，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由项目公司完成，公司对项目公司及下属项目的建设、销售计划进行管控指导并组织考核。截至 2025 年底，公司累计开发总建筑面积 3436.78 万平方米，项目开发经验丰富。

公司拥有房地产开发壹级资质，先后开发了厦门五缘湾 1 号、厦门滨海名居、厦门嘉和府、厦门嘉悦里、南京嘉和华府、上海金海汀雲台、重庆嘉樾、重庆嘉禧、重庆嘉和府等多个项目。公司开发的项目主要分布在上海、深圳、厦门、重庆、武汉、天津、南京、杭州、南昌等一二线城市，公司项目定位于中、高端市场，在厦门、南京、重庆、南昌等地已成为区域性知名房地产品牌。尽管面临去化压力，公司凭借以价换量策略，2025 年，公司全口径销售面积同比增长 10.96%，位列克而瑞全口径销售排行榜第 28 名，位列克而瑞权益口径销售排行榜第 30 名。

从在售资源情况看，截至 2026 年 3 月底，公司全口径在售项目的剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积，下同）为 361.89 万平方米（权益口径约 279.11 万平方米），相对于公司近年销售情况剩余可售面积较为充足；区域分布情况如图表 1 所示，前十大城市占比超过 80%，前五名为一二线高能级城市。考虑到当前房地产市场景气度不佳，后续去化仍面临压力。

图表 1 • 截至 2026 年 3 月底公司全口径剩余可售面积区域分布



资料来源：公司提供，联合资信整理

再融资能力方面，截至 2026 年 3 月底，公司累计获得银行授信额度 332.62 亿元，剩余可用授信额度 93.87 亿元，间接融资渠道畅通。公司目前公开市场债务融资由建发股份及建发集团提供担保，股东对其融资方面提供有力支持，债券市场融资渠道畅通。

2 人员素质

公司高级管理人员综合素质高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验；公司在职工构成情况能够较好的满足公司经营需要。

截至本报告出具日，公司本部拥有董事 7 人和高级管理人员 7 人。

林伟国，董事长，男，1978 年 9 月出生，本科学历，高级会计师。现任公司董事长、执行公司事务的董事（法定代表人）。历任建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房产”）财务部总经理、建发房产财务总监、建发房产副总经理、建发房产总经理兼董事等职，2026 年 1 月起任公司董事长、执行公司事务的董事（法定代表人）。

赵胜华，董事、总经理，男，1970 年出生，本科学历，高级会计师。现任公司党委书记、董事、总经理。历任公司财务部总经理、总经理助理、副总经理、总经理、董事长，2016 年 8 月起任公司董事，2025 年 2 月起任公司总经理。

截至 2025 年末，公司合并口径拥有在职员工 4998 人。按岗位类型划分，管理人员占 2.54%，技术人员占 11.36%，财务人员占 3.48%，业务人员占 16.29%，业务支持人员占 12.59%，物业服务人员占 53.74%。按教育程度划分，本科以上学历员工占 4.56%，本科学历员工占 42.94%，大专及以下学历员工占 52.50%。按年龄划分，30 岁及以下员工占 18.93%，30~39 岁员工占 45.34%，40~49 岁员工占 23.69%，50 岁以上员工占 12.04%。按职称划分（职称统计口径员工合计 815 人），公司初、中、高级职称员工分别占 28.71%、57.67%和 13.62%。

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告，截至 2026 年 7 月 3 日，公司本部无不良或关注类信贷信息。根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录。截至查询日，联合资信未发现公司本部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。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构符合法律要求，运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

公司按照《中华人民共和国公司法》《厦门经济特区商事登记条例》等有关法律、法规的规定制订了《公司章程》，并建立了完善的法人治理结构。

公司股东会由全体股东组成，股东会是公司的权力机构。

公司设立董事会，由 7 名董事组成；设董事长 1 名，由董事会选举产生。董事会对股东会负责，依据公司法行使职权。2025 年 7 月，公司根据《中华人民共和国公司法》以及国务院国资委关于深化国有企业监事会改革实施方案的要求，不再设立监事。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘。

2 管理水平

公司内部管理制度较为健全，整体管理运作情况良好。

在基本管理制度上，公司制定了《主要管理原则及各级组织职能纲要》，明确公司各层级经营管理的责权关系，主要管理类制度包括投资决策、财务和资金、子公司管理等。

土地获取方面，公司投资与客户研究部根据公司整体战略及可持续发展目标，编制新项目拓展工作的年度目标和计划。城市公司负责编制本城市土地储备及拓展计划，定期提交市场分析报告，并配合投资与客户研究部开展新区域土地拓展工作。城市公司开展前期土地信息收集工作，负责对意向项目原则上于公告后的3个工作日内提交《新项目信息通报表》，经投资与客户研究部、公司本部分管领导审核同意后，由投资与客户研究部提报公司本部领导及各职能部门。在运作或收购项目方面，由投资与客户研究部负责牵头组织开展相关工作，已有区域的项目尽职调查工作由城市公司负责组织，新区域由投资与客户研究部负责。

项目开发建设方面，公司房地产开发业务均以项目公司作为经营实体，日常的管理主要由项目公司完成。公司对项目公司及下属项目的建设、销售等制定计划、进行管控指导并组织考核。在销售模式方面，公司主要依靠自有的销售团队进行销售，同时辅以少量专业团队。

由合作方独立操盘或双方联合操盘的合资项目，除遵循合资公司章程、合作协议、财务及资金管理制度外，合资公司或代表公司的投资主体必须通过信息系统或手工报表等方式填报房产签约、回笼、按揭、应收账款、资金收支及库存、资金收支计划及执行情况月报、融资、担保及抵押等资金管理信息，进行管理与监控。同时，资金管理上，代表公司的投资主体监控合资企业资金流向，防止合资公司资金被不合理占用、转出；合资公司在资金投入阶段，各股东对于合资企业的投入（包括地价款、工程款、各项营运资金等）须依据股权比例办理，如确因经营特殊需要集团公司超过股权比例的投入，须经公司投资客研中心、财务资金中心、投资分管领导、资金分管领导、总经理、董事长或其授权的委托人审批，超股权比例的投入必须限期收回；公司及所属企业负责营运管理的合资项目，除合作协议另有约定外，账面闲置资金必须归集至公司账户统一管理；合资公司如经营性营运资金有盈余，或取得融资金，可按照合作协议约定向股东按股权比例分回，且须经公司投资客研中心、财务资金中心、投资分管领导、资金分管领导、总经理审批后方可付款。

2025年，公司计提大额存货减值，反映公司对存量项目价值判断发生了重大变化，投资研判、投后管理及风险预警体系等内控机制有待进一步完善。

七、经营分析

1 经营概况

2023—2025年，受房地产开发业务影响，公司营业总收入和毛利率均呈波动下降态势。其中，公司2025年结转房地产项目同比大幅减少且毛利润亏损，供应链业务转为净额法确认收入核算，营业总收入和综合毛利率同比大幅下降。2026年1—3月，房地产业务收入和盈利情况同比有所回升。但考虑到近年来房地产市场景气度不高，公司综合毛利率短期内仍面临压力。

公司主营业务以房地产开发为主。2023—2025年，公司房地产开发业务收入和毛利率均呈波动下降态势，带动营业总收入同趋势变化。2025年，公司营业总收入同比下降54.19%，综合毛利率同比下降8.08个百分点，逼近盈亏平衡线。2025年，公司房地产项目竣工交楼结转金额同比减少，且公司采取以价换量的降价销售策略，导致房地产开发业务收入同比下降54.57%，毛利率转负；公司自持物业包含住宅、商业、写字楼、文创园、工业园、长租公寓等多元业态，整体出租率保持在85%以上，物业及租赁管理业务收入及毛利率同比保持稳定；供应链业务采用净额法确认收入核算，收入和毛利率水平同比可比性较差；其他业务中智能板块业务当期以净额法确认收入的部分占比较大，板块收入同比下降66.95%，同时部分销售费用重分类至成本，板块毛利率同比降幅较大。

2026年1—3月，公司营业总收入同比增长25.97%，其中房地产开发收入同比增长58.87%；所结转房地产项目毛利率转正，带动综合毛利率回升。近年来房地产市场销售价格仍承受较大压力，公司毛利率短期内仍面临压力。

图表2·公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2023年			2024年			2025年			2026年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	264.84	91.89	5.84	336.44	93.11	7.82	152.83	92.32	-2.14	29.86	90.25	10.83
供应链运营	10.33	3.58	2.91	10.76	2.98	2.99	0.52	0.32	97.81	0.11	0.32	100.00
物业及租赁管理	8.59	2.98	33.74	9.42	2.61	31.23	9.60	5.80	31.61	2.82	8.53	28.99
其他业务	4.47	1.55	27.64	4.72	1.31	36.58	2.58	1.56	26.17	0.30	0.90	42.82
合计	288.23	100.00	6.90	361.34	100.00	8.66	165.53	100.00	0.58	33.09	100.00	12.96

资料来源：公司提供

2 业务经营分析

2023—2025 年，公司权益口径新增土地储备金额波动增长，新增土地楼面地价受个别项目区域结构差异影响存在波动。公司尚未开工土地储备获取时间均较早，其中鄂州项目占比高，需关注其后续开发及销售去化情况。

2023 年，公司新增获取土地 13 块，新获取土地地上计容建筑面积前五大区域分别为重庆（占 19.65%）、南昌（占 16.42%）、厦门（占 15.75%）、莆田（占 15.61%）和南京（占 11.78%），受拿地区域结构差异影响拿地均价有所回落，但权益占比有所上升。2024 年，公司拿地力度有所下降，因当年获取上海新天地项目楼面地价较高，导致新增土地楼面地价大幅提升；按建筑面积统计，新增土地中上海占比 31.86%，莆田占比 55.59%，厦门占比 12.55%；按成交总价统计，新增土地中上海占比 80.92%，莆田占比 11.64%，厦门占比 7.45%。2025 年，公司拿地项目数量有所回升，新增土地楼面地价回落至 2023 年水平；按计容总建筑面积统计，新增土地中上海占 24.00%，莆田占 19.61%，南京占 18.67%；按成交总价统计，新增土地中上海占 31.94%，厦门占 27.10%，南京占 19.37%。2026 年 1—3 月，公司未新获取项目储备。

截至 2026 年 3 月底，公司未开工土地储备的权益计容建筑面积为 112.77 万平方米，其中 2 个项目位于鄂州（合计占 77.03%），其他项目分别位于广州（占 11.18%）、柳州（占 7.06%）和南昌（占 4.73%），获取时间均较早，开发进度较慢，部分项目正与政府协商通过回购或换地等形式进行盘活。公司未开工土地储备规模较小，未来面临一定补货压力。

图表 3 • 公司获取土地储备情况（单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年
新增项目数量	13	6	10
新增土地储备建筑面积-全口径	107.01	46.30	87.05
新增土地储备建筑面积-权益口径	77.89	23.31	75.11
新增土地储备金额-全口径	151.09	139.64	134.49
新增土地储备金额-权益口径	104.51	72.05	126.33
新增土地储备金额权益比例	69.17	51.60	93.93
新增土地储备楼面地价-全口径	1.41	3.02	1.54

资料来源：公司提供，联合资信整理

2023—2025 年，伴随行业调整与公司拿地情况波动，公司新开工面积波动上升；2026 年一季度，伴随拿地暂停，公司新开工面积同比下降。截至 2026 年 3 月底，公司在建面积仍较大，面临一定资金支出压力。

2023—2025 年，伴随行业调整与公司拿地情况波动，公司新开工面积波动上升。伴随前期所获取项目逐步达到交付条件，公司竣工面积持续下降。2023—2025 年末，公司期末在建面积波动下降。2026 年 1—3 月，公司新开工面积同比下降 30.07%，竣工面积同比增长 129.53%。截至 2026 年 3 月底，公司期末在建面积较上年底变化不大。

截至 2026 年 3 月底，公司在建项目全口径计划总投资额 717.32 亿元，尚需投资 140.36 亿元，面临一定资金支出压力。同时，公司合作开发规模较大，需关注行业下行期合作方风险。

图表 4 • 公司房地产开发主要指标（单位：万平方米）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新开工面积	90.15	76.57	170.38	15.48
房屋竣工面积	381.07	289.69	90.88	20.90
期末在建面积	513.70	300.58	380.07	374.66

注：统计口径为全口径；数据口径为工程统计口径，与财务口径存在一定差异

资料来源：公司提供，联合资信整理

2023—2025 年，公司协议销售面积有所波动，协议销售金额持续下降；2026 年一季度，公司积极推动房地产销售，协议销售面积同比实现增长。考虑到公司剩余可售项目储备区域集中度偏高且当前房地产市场景气度不佳，后续去化面临压力。

2023—2025 年，公司协议销售面积有所波动，协议销售金额持续下降。2025 年，公司积极推动房地产销售，部分项目采取以价换量策略，公司全口径协议销售面积同比增长 10.96%，协议销售金额与协议销售均价均有所下降。2026 年 1—3 月，公司全口径协议销售面积同比略有增长，协议销售金额与协议销售均价降幅均超过 10%。

图表 5 • 公司房地产销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
协议销售面积	157.31	138.90	154.13	35.78
协议销售金额	403.45	262.24	257.79	55.51
协议销售均价	2.56	1.89	1.67	1.55

注：统计口径为全口径
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2026 年 3 月底，公司全口径在售项目剩余可售面积（含在建剩余可售面积及已完工可售面积，下同）为 361.89 万平方米（权益口径约 279.11 万平方米），相对于公司近年销售情况剩余可售面积较为充足，但当前房地产市场景气度不佳，后续去化面临压力。

3 经营效率

2023—2025 年，公司主要经营效率指标波动下降。

从经营效率指标看，2023—2025 年，公司存货周转次数分别为 0.37 次、0.57 次和 0.35 次，总资产周转次数分别为 0.23 次、0.33 次和 0.16 次，均波动下降。同行业来看，公司经营效率指标表现尚可。

图表 6 • 2025 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	厦门国贸地产集团有限公司	信达地产股份有限公司
存货周转次数（次）	0.35	0.45	0.10
总资产周转次数（次）	0.16	0.33	0.06

资料来源：Wind

4 未来发展

未来公司仍将聚焦房地产主业，并探索房地产新发展模式。

未来，公司将根据房地产行业特点与市场变化，聚焦房地产投资，以销定投，继续聚焦一二线城市，控制三四线城市新增拿地，加快去化并推进资产盘活，盈利项目稳价涨价，现金流项目小幅降价，滞销项目对接政府回购、退地纾困，多措并举加速去化、计提减值压降成本；借助建发集团、建发股份的支持以及自身积累的各项业务开发经验，拓展业务机会，探索房地产新的发展模式，适度发展代建业务，探索保障性住房，构建差异化产品能力。

八、财务分析

容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023—2025 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。公司 2026 年 1—3 月财务数据未经审计。

2024 年，公司合并范围新增子公司 7 家，减少子公司 2 家；2025 年，公司合并范围新增子公司 12 家，减少子公司 4 家；2026 年一季度，公司合并范围无变化。总体看，公司财务数据可比性强。

1 资产质量

公司资产主要由房地产板块及合作开发业务形成的相关资产构成。2023—2025 年，公司存货持续减少，开发产品去化力度提升，存货跌价准备计提力度加大，但在行业下行阶段，公司资产可变现能力仍面临一定压力。

公司资产结构符合房地产开发企业资产结构特征，主要由房地产板块及合作开发业务形成的相关资产构成。2023—2025 年末，伴随行业下行公司资产规模波动下降，年均复合下降 7.77%。截至 2025 年底，公司合并资产总额 1012.52 亿元，较上年底略有增长。货币资金较上年底增长 17.05%，主要系借款规模增多所致。其他应收款较上年底增长 7.58%；账龄方面，其他应收款 1 年以内的占 32.33%，1—3 年的占 31.97%，3 年及以上的占 35.70%，账龄较长；其他应收款累计计提坏账准备 4.30 亿元，计提比例为 2.47%；构成上，其他应收款主要由建发股份合并范围外及合作方经营往来款项构成，其中民营合作方往来款约占期末余额的 20%，在市场调整阶段面临一定资金回收风险。存货较上年底下降 8.58%；其中开发成本占 79.49%，开发产品占 20.26%，开发成本占比上升；开发成本较上年底增长 28.42%，系新开工增加所致；开发产品较上年底下降 56.36%，现房去化力度提升；累计计提存货跌

价准备 95.86 亿元，计提比例 17.71%，其中 2025 年计提 71.18 亿元（开发成本 38.88 亿元、开发产品 32.30 亿元），开发产品转回或转销 15.95 亿元，若房地产市场进一步调整，公司仍面临存货减值压力。长期股权投资以合作开发项目为主，较上年底变化不大。投资性房地产较上年底下降 4.67%；公司投资性房地产采用公允价值计量模式，面临一定公允价值变动风险，2025 年房屋及建筑物公允价值变动为-8.03 亿元，主要为厦门、深圳、南京、南昌区域的老旧工业厂房、文创园、长租公寓、租赁住宅及部分商业写字楼等。资产受限方面，截至 2025 年底，公司受限资产占总资产的比例为 7.74%，较上年底减少 2.54 个百分点。截至 2026 年 3 月底，公司资产规模和结构较上年底变化不大。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年末		2024 年末		2025 年末		2026 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	1003.88	84.34	827.14	82.37	834.86	82.45	842.64	82.70
货币资金	113.20	9.51	128.84	12.83	150.81	14.89	154.72	15.19
其他应收款（合计）	136.34	11.45	157.99	15.73	169.96	16.79	178.82	17.55
存货	665.27	55.89	487.20	48.52	445.42	43.99	426.85	41.89
非流动资产	186.39	15.66	176.98	17.63	177.66	17.55	176.25	17.30
长期股权投资	99.10	8.33	101.86	10.14	102.61	10.13	101.93	10.00
投资性房地产	60.22	5.06	57.65	5.74	54.96	5.43	55.05	5.40
资产总额	1190.27	100.00	1004.12	100.00	1012.52	100.00	1018.88	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

图表 8 • 截至 2025 年底公司资产受限情况

受限资产名称	受限账面价值（亿元）	受限类型
货币资金	2.74	保证金、冻结
应收票据	0.41	已背书或贴现但尚未到期的应收票据
存货	49.47	抵押
投资性房地产	25.47	抵押
固定资产	0.22	抵押
应收账款	0.01	质押
合计	78.32	--

注：公司以尔寓 1819 店租金收益权、丽轩酒店、联泰大厦、湖里区 7 号工业厂房、华美文创园应收资金收费权作为质押担保，取得的长期借款期末余额为 4.47 亿元；公司以持有的子公司及关联企业股权收益权作为担保，取得长期借款期末余额为 15.76 亿元。
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 资本结构

2023—2025 年末，公司所有者权益持续下降。2025 年，公司因亏损导致所有者权益大幅缩水，期末归属于母公司所有者权益为负。公司所有者权益中少数股东权益占比非常高，权益稳定性很弱。公司债务增长较快，结构上以长期债务为主，债券融资占比偏高，刚性偿债支出压力较大。

2023—2025 年末，公司所有者权益持续下降，年均复合下降 21.65%。截至 2025 年底，公司所有者权益 187.29 亿元，较上年底下降 37.26%，主要系未分配利润亏损所致。其中，实收资本仍为 21.00 亿元，占 11.21%；未分配利润为-51.76 亿元，归属于母公司所有者权益由上年的 94.30 亿元骤降至-14.99 亿元，母公司层面的净资本已被亏损完全侵蚀。公司当前所有者权益主要依赖少数股东权益 202.28 亿元支撑，所有者权益结构稳定性很弱。这种结构下，公司抵御资产减值的能力高度依赖合作方权益的稳定性，在行业下行期，合作方可能因自身资金压力减少投入或要求退出，少数股东权益的稳定性存在不确定性。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 205.88 亿元，较上年底增长主要为其他权益工具 20.00 亿元。需注意的是，其他权益工具虽在会计上计入权益，但具有债务属性，并非真正意义上的资本补充，公司实际可承受损失的净资本仍然有限。

2023—2025 年末，公司负债规模波动下降，年均复合下降 3.45%。截至 2025 年底，公司负债总额较上年底增长 16.95%，主要系合同负债和长期借款增加所致。应付账款较上年底下降 4.62%。其他应付款主要为应付往来款，变化不大。合同负债较上年底增长 17.27%，构成以预收售房款为主，增长主要系公司加强期房销售所致。长期借款较上年底增长 53.23%，增加以保证借款、抵押保证借款等为主。截至 2026 年 3 月底，公司负债总额较上年底略有下降，合同负债进一步上升。

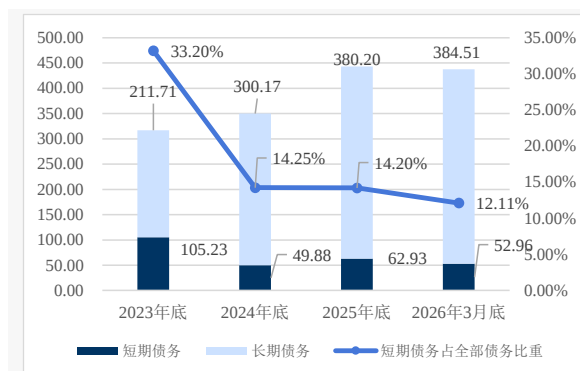
图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	667.42	75.40	400.32	56.73	441.51	53.50	425.12	52.29
应付账款	74.68	8.44	64.13	9.09	61.16	7.41	49.18	6.05
其他应付款	111.43	12.59	126.73	17.96	129.90	15.74	118.12	14.53
一年内到期的非流动负债	74.68	8.44	34.11	4.83	44.09	5.34	36.79	4.52
合同负债	341.71	38.60	142.33	20.17	166.91	20.23	182.41	22.44
非流动负债	217.78	24.60	305.28	43.27	383.72	46.50	387.89	47.71
长期借款	98.50	11.13	135.47	19.20	207.58	25.15	223.46	27.49
应付债券	111.77	12.63	156.70	22.21	159.87	19.37	148.38	18.25
负债总额	885.20	100.00	705.60	100.00	825.23	100.00	813.00	100.00

注：占比指单个负债科目占同期末负债总额的比重
资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

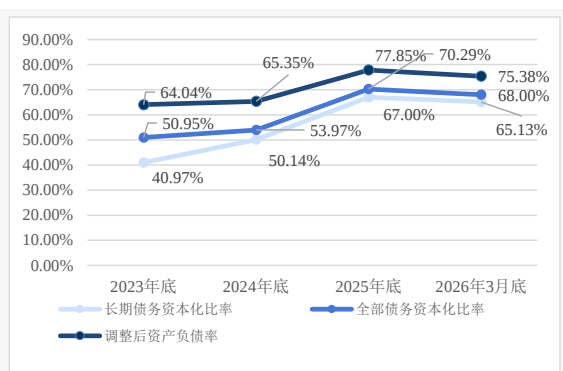
有息债务方面，2023—2025 年，公司全部债务持续增长，年均复合增长 18.24%。截至 2025 年底，公司全部债务 443.13 亿元，较上年底增长 26.59%。债务结构仍以长期债务为主，较上年底变化不大。从债务指标来看，2023—2025 年，公司调整后资产负债率持续增长；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续增长。截至 2025 年底，公司调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.85%、70.29%和 67.00%，较上年底分别提高 12.50 个百分点、提高 16.32 个百分点和提高 16.86 个百分点，公司债务负担有所加重。截至 2026 年 3 月底，公司全部债务 437.47 亿元，规模较上年底变化不大，长期债务占比略有上升，债务指标较上年底略有下降。从融资结构看，截至 2026 年 3 月底，公司融资结构中，银行贷款占 62.13%，债券融资占 35.67%，其他融资占 2.20%，需关注债券市场融资环境波动对公司的影响。从债券到期分布¹情况看，公司存续债券 2026 年下半年到期或面临行权 32.20 亿元、2027 年面临行权 44.30 亿元、2028 年到期或面临行权 14.55 亿元、2029 年到期或面临行权 63.00 亿元。公司已于 2026 年一季度发行 20 亿元永续债及 17.15 亿元公司债券，对年内到期压力形成一定覆盖，但 2027 年及 2029 年到期/行权规模较大，仍需持续关注再融资安排。

图表 10 • 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表整理

图表 11 • 公司债务指标



资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

3 盈利能力

2023—2025 年，公司收入波动下降，非经常性损益由收益转为损失，公司对存货计提减值幅度快速上升，利润总额由盈利转为亏损且快速扩大。2026 年 1—3 月，公司营业利润率有所回升。预计在存量低毛利地产项目全部消化前，公司盈利能力仍面临一定压力。

¹ 行权和到期金额统计存在重复计算的情况

2023—2025 年，公司营业总收入波动下降，年均复合下降 24.22%。2024 年，公司收入规模有所扩大，营业利润率小幅回升，但受开发规模下降影响，公司资本化利息有所下降，带动费用总额有所增多。2024 年，公司计提资产减值损失 20.90 亿元，计提规模同比扩大 41.49%。2024 年，公司非经常性损益较往年大幅减少，利润总额出现亏损。2025 年，公司收入规模大幅下降，营业利润率转负，费用总额维持上年水平。2025 年，公司计提资产减值损失 72.06 亿元，计提规模同比大幅增加，主要系计提存货跌价损失及合同履约成本减值损失 71.18 亿元，该计提规模反映公司对当前及未来市场售价的审慎判断，但也说明存量项目盈利空间有限。投资收益中，权益法核算的长期股权投资收益-19.22 亿元，其中红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）投资损失 14.43 亿元，美凯龙作为公司重要联营企业，近年来受家居行业景气度下行影响持续亏损，对公司投资收益形成持续拖累。2025 年，公司利润总额亏损快速扩大。2026 年 1—3 月，公司营业利润率回升，利润总额仍为负。预计在存量低毛利地产项目全部消化前，公司盈利能力仍面临一定压力。

图表 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	288.23	361.34	165.53	33.09
营业成本	268.33	330.05	164.58	28.80
费用总额	17.57	21.34	21.23	3.50
资产减值损失	-14.77	-20.90	-72.06	--
投资收益	0.67	3.43	-17.89	0.40
利润总额	3.19	-12.86	-123.52	-0.06
营业利润率	6.54	7.57	-3.33	12.48
总资本收益率	0.85	-1.93	-18.01	--
净资产收益率	0.35	-6.25	-65.17	--
总资产报酬率	0.62	-0.67	-11.35	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

4 现金流

2023—2025 年，公司经营活动现金流由净流入转为净流出且流出规模扩大，对参股项目投资增多推升投资活动现金净流出，对外融资规模扩大，筹资活动现金流净流入上升。2026 年 1—3 月，公司参股项目投资活动支出有所收缩。总体看，跟踪期内公司现金流呈现经营和投资双失血，依靠融资维持的局面。

2024 年，受销售回款下降影响，公司经营活动现金流转为净流出。公司投资活动净现金流有所波动，整体规模相对较小。2024 年，公司筹资活动现金流转为净流入，融资规模有所增加。2025 年，销售回款增加额低于成本支出增加额，同时税费相关收支体现为净支出增加，公司经营活动现金流净流出规模上升；公司对参股项目投资增多，投资活动现金流入与流出均大规模增长，整体大幅净流出；筹资活动前资金缺口 52.84 亿元，完全依靠筹资活动填补，筹资活动现金流净流入上升，融资规模增加。2026 年 1—3 月，参股项目投资活动支出有所收缩，筹资活动现金流转为净流出。

图表 13 • 公司现金流量表情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	281.99	198.31	223.11	53.77
经营活动现金流出小计	229.58	215.40	243.58	32.06
经营现金流量净额	52.41	-17.09	-20.47	21.71
投资活动现金流入小计	99.38	35.33	76.96	2.04
投资活动现金流出小计	89.11	38.41	109.33	10.36
投资活动现金流量净额	10.26	-3.08	-32.37	-8.32
筹资活动前现金流量净额	62.67	-20.17	-52.84	13.38
筹资活动现金流入小计	240.17	309.15	332.17	56.79
筹资活动现金流出小计	361.60	274.46	257.47	67.32
筹资活动现金流量净额	-121.43	34.69	74.70	-10.52

资料来源：联合资信根据公司财务报表整理

5 偿债指标

公司短期偿债指标在账面现金支撑下仍处较好水平，但 2024 年以来经营现金流持续为负且短期债务滚续依赖度高，存在结构性隐忧；长期偿债指标因 EBITDA 快速恶化已基本失效，自身主业“造血”功能丧失，偿债能力根本性修复取决于市场回暖和盈利改善，在此之前高度依赖股东担保及外部融资环境。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月末
短期偿债指标	经营现金/短期债务（倍）	0.50	-0.34	-0.33	0.41
	现金短期债务比（倍）	1.16	2.79	2.64	3.36
	经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.87	0.77	0.81	--
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	8.42	-5.80	-113.83	--
	全部债务/EBITDA（倍）	37.65	-60.34	-3.89	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.17	-0.05	-0.05	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.45	-0.36	-6.05	--
	经营现金利息支出（倍）	2.82	-1.05	-1.09	--

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

短期偿债指标方面，2023 年以来，现金短期债务比波动上升，保障倍数处于较高水平；截至 2026 年 3 月底，该指标升至 3.36 倍，主要系一季度公司发行 20 亿元永续债增强了公司短期流动性，但需要关注的是，公司实行以项目公司为经营实体的管理模式，大量资金沉淀于各项目公司。在合作开发模式下，项目公司资金使用受合作协议约束，本部对下属公司资金的调动能力有限，偿债资金的实际调配可能存在障碍。公司经营活动现金流入对剔除合同负债以外的流动负债覆盖程度尚可，但经营活动净现金流对短期债务的覆盖能力持续为负，反映公司核心业务已无法产生可用于偿还短期债务的现金流。

长期偿债指标方面，2024 年以来公司 EBITDA 亏损且规模同比显著扩大，长期偿债指标的测算基础已被严重破坏，公司自身创造的现金流已无法覆盖本息支出，经营净现金流对存量债务的覆盖能力为负。在 EBITDA 和经营现金流净额均为负值的情况下，基于现金流量的传统偿债指标已不具备参考价值，公司长期债务的偿付能力更多取决于外部融资渠道的持续畅通，股东及关联方的支持意愿与能力，以及存量可变现资产的处置进度等因素。

截至 2025 年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼情况。

截至 2026 年 3 月底，公司对外担保余额 3.44 亿元，占期末净资产比例为 1.67%。

截至 2026 年 3 月底，公司累计获得银行授信额度 332.62 亿元，剩余可用授信额度 93.87 亿元，间接融资渠道畅通。

6 公司本部财务分析

公司本部收入规模较小，2025 年投资收益为负，利润总额亏损；公司本部系债券融资的主要实体，考虑到公司融资结构中债券融资占比较高，而货币资金较多停留于子公司层面，需关注公司本部流动性管理及对下属公司资金管控情况。

截至 2025 年底，公司本部资产总额 531.87 亿元，较上年底增长 16.91%；其中货币资金为 40.28 亿元，本部货币资金规模占合并层面货币资金的 26.71%，大量资金仍留存于项目公司层面，本部对下属公司资金的归集能力相对有限，在需要集中偿付到期债券时可能面临资金调度的时效性挑战。其他应收款（合计）253.38 亿元，是本部的核心资产构成。该科目主要为对建发股份合并范围内关联方往来款，其增加额超过公司合并口径对建发股份合并范围内关联方往来款的增加额，反映公司本部加大了对下属公司的资金支持或归集力度。在行业下行期，子公司经营压力上升可能推高往来款回收风险，需关注往来款的资产质量及减值计提情况。长期股权投资 203.25 亿元，主要为对子公司的股权投资。2025 年本部确认投资收益-8.75 亿元，主要来自下属房地产开发子公司亏损及联营企业美凯龙的投资损失。在合作开发项目持续承压的背景下，本部长股权投资面临持续的减值风险。负债总额 423.11 亿元，较上年底增长 28.20%；资产负债率为 79.55%，较 2024 年底上升 7.00 个百分点，杠杆水平持续攀升。截至 2025 年底，公司本部全部债务 190.94 亿元。其中，长期债务占 95.04%，以长期债务为主。

2025 年，公司本部营业总收入为 3.76 亿元，主要来自管理服务收入等，规模极小。利润总额为-15.25 亿元，主要系同期公司本部投资收益为-8.75 亿元，信用减值损失及资产减值损失增加，下属公司经营压力向上传导至本部。

2025 年，公司本部经营活动现金流净额由上年的-13.50 亿元转为 0.05 亿元，主要系与子公司往来款收支节奏变化所致，不代表经营能力实质性改善；投资活动现金流净额 3.60 亿元，规模较小；筹资活动现金流净额 7.96 亿元。本部整体现金流状况较上年有所改善，但对债务利息的偿付仍需依赖融资活动维持。

截至 2025 年底，公司本部流动比率为 129.74%；经营现金/流动负债为 0.02%，由负转正；现金类资产/短期债务为 5.79 倍，现金类资产对短期债务的覆盖倍数较高，年内到期债务偿付压力不大。但需关注的是，本部需为下属子公司提供持续的流动性支持，可能额外消耗本部的现金储备。

九、ESG 分析

作为厦门市国资委下属企业，公司治理结构具备较好的制度基础，环境及社会责任方面未发生重大违规或负面事件，ESG 风险整体可控。

环境责任方面，公司主营业务为房地产开发，各经营主体均不属于环境保护部门公布的重点排污单位。公司在日常生产经营中认真执行《中华人民共和国环境保护法》等环保法律法规，在建项目严格落实扬尘治理、噪声控制、建筑废弃物规范化处置等环保要求。公司在项目建设中秉持“低碳、环保、舒适、节能”的绿色管理理念，积极推行绿色建造。跟踪期内，公司未发生环保事故，环境风险敞口较小，环保风险可控。

社会责任方面，公司在日常经营中加强工程项目安全管理，持续完善安全生产责任体系，层层签订安全生产责任书，确保责任落实到人。切实压实各所属企业安全生产管理职责，强化履职意识。公司同时积极履行国企社会责任，参与公益慈善事业。作为房地产开发企业，公司涉及大量工程施工和现场作业，需持续关注工程外包方的安全管理水平及施工质量管控。

公司治理方面，公司作为厦门市国资委实际控制的企业，已按照《公司法》及相关规定建立了较为规范的法人治理结构，设有董事会、经理层等治理主体。公司根据《公司法》及国务院国资委关于深化国有企业监事会改革的要求，持续推进公司治理优化。公司不断完善内部控制体系，提升信息披露透明度，确保公司治理结构符合相关法律法规及《公司章程》的规定。

十、外部支持

公司控股股东及间接控股股东综合实力强，对公司支持能力和支持意愿充足。

1 支持能力

公司控股股东建发股份为股份制上市公司（股票名称：建发股份，股票代码：600153.SH），截至 2026 年 3 月底，建发集团持有控股股东建发股份 46.79%股份，厦门市国资委持有建发集团 100%股权。建发股份是一家以供应链运营和房地产开发为主业的现代服务型企业，地产业务主体为建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”）和公司。建发集团的供应链运营业务由建发股份负责经营，其供应链运营业务在供应链全流程服务、海内外渠道布局、上下游客户资源等方面竞争优势显著。截至 2025 年底，建发股份合并资产总额 7331.24 亿元，所有者权益 1843.67 亿元（含少数股东权益 1229.64 亿元）；2025 年，建发股份实现营业总收入 6712.70 亿元，利润总额-254.32 亿元。截至 2026 年 3 月底，建发股份获得银行授信总额 5050.72 亿元，尚未使用额度 1993.95 亿元，间接融资渠道畅通；建发股份作为上市公司，具备直接融资渠道。在 2025 年亏损情况下，作为全球化布局的头部供应链运营服务商，建发股份仍保持显著的核心竞争优势，房地产业务具备良好的品牌和客户口碑，综合开发实力强，资本实力仍较强，融资渠道畅通，对公司支持能力强。

2 支持可能性

联发集团系建发集团七大业务板块中房地产板块的核心运营主体之一。管理层面，建发集团从整体战略高度对房地产板块进行统一规划和资源配置，现阶段林伟国同时担任公司和建发房产董事长。同时，建发集团从建发房产向公司调入产品研发和供应链负责人，复制成熟的管理经验和产品体系，提升公司运营能力。财务与风险管控方面，2025 年以来，建发集团总经理和财务负责人成为公司董事会成员，建发集团对公司财务和战略的直接管控有所强化。

控股股东建发股份对公司持股比例为 95.00%，对公司经营、管理和财务方面控制程度高；公司资产总额、所有者权益在建发股份占比超过 10%，是建发股份房地产业务的主要实施主体之一；公司如出现债务违约，对建发股份和建发集团的潜在影响大；建发股份和建发集团实施支持或救助可能获得的收益远大于需要付出的成本；公司目前公开市场债务融资均由建发股份及建发集团提供担保，直接和间接股东对公司融资方面支持力度大。

总体看，建发集团和建发股份对公司进行外部支持的可能性极高。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项若按规模上限发行，对公司现有债务结构有一定影响。

本期债项发行规模上限为 9.20 亿元，以 2025 年底财务数据为基准进行静态测算，分别占公司 2025 年底长期债务和全部债务的 2.42% 和 2.08%，对公司现有债务结构影响不大。以 2025 年底财务数据为基础，在不考虑募集资金立即用于偿还存量债务的情况下，本期债项发行后，公司全部债务增加至 452.33 亿元，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 81.50%、70.29% 和 67.00% 上升至 81.67%、70.72% 和 67.52%。考虑到本期债项募集资金扣除发行费用后，计划用于置换偿还债务融资工具本金及利息的自有资金，本期债项发行后公司净债务增量将低于账面增幅，且通过债务期限结构的优化，有助于降低短期偿债压力、改善债务期限匹配度。综合判断，本期债项发行对公司整体债务负担的影响不大。

2 本期债项偿还能力

以 2025 年的财务数据为基础，本期债项按规模上限发行后，公司经营活动现金流入对长期债务的保障能力处于一般水平。2025 年公司经营活动现金净流量及 EBITDA 为负，无法对发行后的长期债务形成保障。

截至 2025 年底，公司货币资金为 150.81 亿元，为发行后长期债务的 0.39 倍。公司合并层面资金储备相对充裕，但需关注资金在项目公司层面的沉淀情况。

若未来房地产市场持续下行，公司销售回款进一步放缓，经营净现金流缺口扩大，仅依靠自身现金流偿付本期债项将面临较大挑战。在此情景下，公司的偿债将高度依赖于股东的流动性支持和外部融资渠道的畅通。

图表 15 • 本期债项偿还能力测算

项目	2025 年
发行后长期债务*（亿元）	389.40
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	0.57
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.05
发行后长期债务/EBITDA（倍）	-3.42

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的长期债务总额

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 债项条款及增信措施

建发股份为本期债项提供本息全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步提高了本期债项本息偿付的安全性。

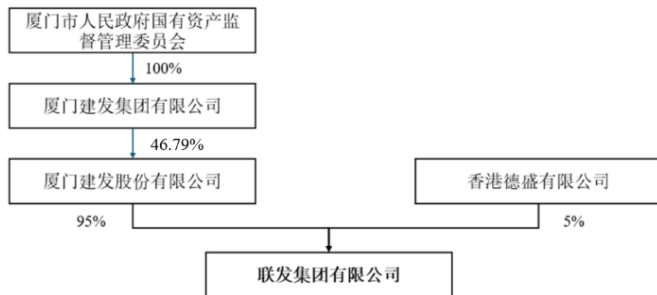
建发股份是厦门市国资委下属的国有上市公司，以供应链运营、房地产与家居商场运营为主业，其中供应链运营业务在供应链全流程服务、海内外渠道布局、上下游客户资源等方面竞争优势显著，2025 年，因大宗商品市场行情变化等因素影响，供应链运营分部收入及利润有所下降；房地产板块实施差异化品牌定位，具备良好的客户口碑，综合开发实力强，开发项目及土地储备的区域分布情况较好，但受行业下行、存量项目去化放缓影响，签约销售面积和金额呈下降趋势，2025 年建发股份计提大额存货跌价准备，房地产业务经营承压；建发股份于 2023 年收购美凯龙新增家居商场运营业务，美凯龙家居商场管理规模大，但近年来商场数量及平均租金水平均有所下降，加之由此引起的投资性房地产公允价值快速下降，美凯龙持续亏损，后续业绩改善情况有待关注；受上述因素综合影响，2025 年建发股份出现大额亏损。建发股份逐步完善内控体系建设，内部管理制度较为健全，但下属子公司众多，存在一定的管理难度。财务方面，建发股份资产质量较好，需关注房地产开发业务所形成存货跌价风险、往来款回收风险以及投资性房地产公允价值下降风险；权益稳定性较弱，债务负担较重，偿债指标表现一般；考虑到融资渠道畅通及有力的股东支持，建发股份实际偿债能力仍很强。经联合资信评定，建发股份个体信用等级为 a，考虑到股东支持，外部支持提升 5 个子级，主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定（详情请见《[厦门建发股份有限公司 2026 年跟踪评级报告](#)》）。

以 2025 年财务数据测算，建发股份经营性净现金流对本期债项发行规模上限的覆盖倍数约为 12.60 倍。建发股份的担保对于本期债项的到期还本付息具有显著的保护作用。

十二、评级结论

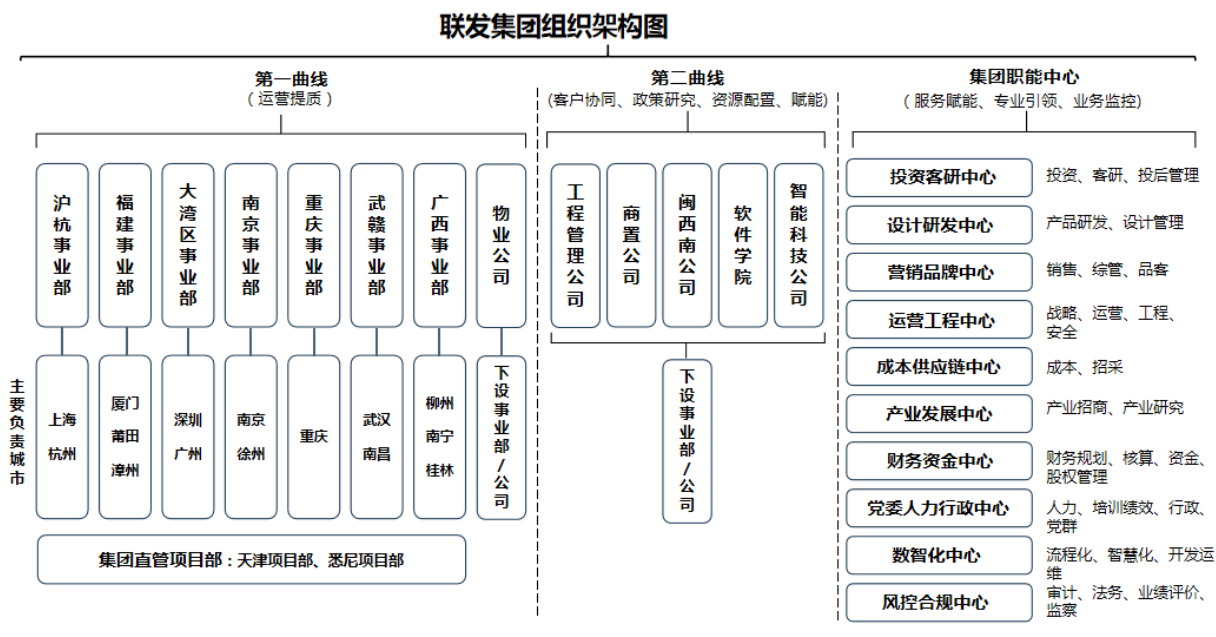
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司部分子公司情况（截至 2025 年底）

子公司名称	注册资本金（万元）	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
合肥联荣房地产开发有限公司	280000	房地产开发	-	51%	投资设立
上海联智未来房地产开发有限公司	274400	房地产开发	100%	-	投资设立
南京联华房地产开发有限公司	272000	房地产开发	-	51%	投资设立
厦门联正悦投资有限公司	266000	资产管理、房地产开发	-	100%	投资设立
厦门联荣悦置业有限公司	266000	房地产开发	49%	-	投资设立
南昌联雅红诚房地产开发有限公司	250000	房地产开发	-	50%	投资设立
莆田联融盛置业有限公司	224000	房地产开发	-	49%	投资设立
合肥联辉房地产开发有限公司	200000	房地产开发	55%	-	投资设立
深圳联粤房地产开发有限公司	185000	房地产开发	100%	-	投资设立
天津联投房地产开发有限公司	166000	房地产开发	-	51%	投资设立

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

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	122.05	139.03	166.12	177.98
应收账款（亿元）	5.59	4.45	4.87	5.67
其他应收款（合计）（亿元）	136.34	157.99	169.96	178.82
存货（亿元）	665.27	487.20	445.42	426.85
长期股权投资（亿元）	99.10	101.86	102.61	101.93
固定资产（合计）（亿元）	2.88	2.44	2.55	2.50
在建工程（合计）（亿元）	0.05	0.05	0.05	0.05
资产总额（亿元）	1190.27	1004.12	1012.52	1018.88
实收资本（亿元）	21.00	21.00	21.00	21.00
少数股东权益（亿元）	179.75	204.22	202.28	202.14
所有者权益（亿元）	305.07	298.52	187.29	205.88
短期债务（亿元）	105.23	49.88	62.93	52.96
长期债务（亿元）	211.71	300.17	380.20	384.51
全部债务（亿元）	316.94	350.04	443.13	437.47
营业总收入（亿元）	288.23	361.34	165.53	33.09
营业成本（亿元）	268.33	330.05	164.58	28.80
其他收益（亿元）	0.23	0.08	0.06	0.02
利润总额（亿元）	3.19	-12.86	-123.52	-0.06
EBITDA（亿元）	8.42	-5.80	-113.83	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	255.93	177.17	206.66	51.20
经营活动现金流入小计（亿元）	281.99	198.31	223.11	53.77
经营活动现金流量净额（亿元）	52.41	-17.09	-20.47	21.71
投资活动现金流量净额（亿元）	10.26	-3.08	-32.37	-8.32
筹资活动现金流量净额（亿元）	-121.43	34.69	74.70	-10.52
财务指标				
销售债权周转次数（次）	51.42	71.94	34.02	--
存货周转次数（次）	0.37	0.57	0.35	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.33	0.16	--
现金收入比（%）	88.79	49.03	124.85	154.74
营业利润率（%）	6.54	7.57	-3.33	12.48
总资产报酬率（%）	0.62	-0.67	-11.35	--
总资本收益率（%）	0.85	-1.93	-18.01	--
净资产收益率（%）	0.35	-6.25	-65.17	--
长期债务资本化比率（%）	40.97	50.14	67.00	65.13
全部债务资本化比率（%）	50.95	53.97	70.29	68.00
资产负债率（%）	74.37	70.27	81.50	79.79
调整后资产负债率（%）	64.04	65.35	77.85	75.38
流动比率（%）	150.41	206.62	189.09	198.21
速动比率（%）	50.73	84.92	88.20	97.80
经营现金流动负债比（%）	7.85	-4.27	-4.64	--
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	0.87	0.77	0.81	--
现金短期债务比（倍）	1.16	2.79	2.64	3.36
EBITDA 利息倍数（倍）	0.45	-0.36	-6.05	--
全部债务/EBITDA（倍）	37.65	-60.34	-3.89	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币，均为合并口径；2. 公司合并报表中其他流动负债中的债务已调整至短期债务；公司长期应付款和其他非流动负债中债务部分调整至长期债务；3. 公司 2026 年 1—3 月财务数据未经审计；4. “—”代表指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	27.43	38.59	54.93	73.40
应收账款（亿元）	0.06	0.60	0.36	0.07
其他应收款（合计）（亿元）	196.70	202.38	253.38	245.73
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	196.96	194.43	203.25	202.95
固定资产（合计）（亿元）	0.70	0.66	0.62	0.60
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	459.54	454.94	531.87	542.47
实收资本（亿元）	21.00	21.00	21.00	21.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	137.10	124.89	108.77	127.82
短期债务（亿元）	27.86	5.10	9.48	8.98
长期债务（亿元）	122.82	170.03	181.46	169.53
全部债务（亿元）	150.67	175.12	190.94	178.51
营业总收入（亿元）	4.33	3.87	3.76	0.41
营业成本（亿元）	1.03	0.27	0.32	0.04
其他收益（亿元）	0.02	0.02	0.02	0.00
利润总额（亿元）	15.32	-2.80	-15.25	-0.93
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	5.70	4.55	4.91	0.75
经营活动现金流入小计（亿元）	945.03	506.80	1023.80	165.19
经营活动现金流量净额（亿元）	-26.10	-13.50	0.05	29.29
投资活动现金流量净额（亿元）	7.01	10.23	3.60	-8.31
筹资活动现金流量净额（亿元）	-2.81	13.21	7.96	-10.12
财务指标				
销售债权周转次数（次）	57.54	11.66	7.88	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	131.64	117.39	130.51	185.83
营业利润率（%）	72.51	87.87	85.44	78.95
总资本收益率（%）	8.01	1.08	-0.40	--
净资产收益率（%）	12.63	-1.57	-12.86	--
长期债务资本化比率（%）	47.25	57.65	62.52	57.01
全部债务资本化比率（%）	52.36	58.37	63.71	58.27
资产负债率（%）	70.17	72.55	79.55	76.44
流动比率（%）	123.54	153.41	129.74	132.49
速动比率（%）	123.54	153.41	129.74	132.49
经营现金流流动负债比（%）	-13.26	-8.54	0.02	--
现金短期债务比（倍）	0.98	7.57	5.79	8.17
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：“—”表示无意义或未获取；2026 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)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ²	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%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
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%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用) / 营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 总资产 ³ ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 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 ⁴	(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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/ (流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/ (流动负债合计-合同负债)
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
 调整后 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-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

² 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/ (平均存货净额+平均合同资产)

³ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率= (利润总额+费用化利息支出) / 平均资产总额×100%

⁴ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率= (流动资产合计-存货-合同资产) / 流动负债合计×100%

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

联发集团有限公司（以下简称“公司”）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，贵公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。