

信用评级公告

联合〔2023〕847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面向专业机构投资者公开发行的2023年公司债券（第一期）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2023年面向专业机构投资者公开发行公司债券（第一期）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：

二〇二三年三月二日

联发集团有限公司 2023 年面向专业机构投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

担保方主体长期信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：发行规模不超过 15.00 亿元（含）

本期债券期限：品种一为 6 年期固定利率债券，附第 2 年末、第 4 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 6 年期固定利率债券，附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

担保方式：无条件不可撤销的连带责任保证担保

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司有息债务

评级时间：2023 年 3 月 2 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
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（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）的评级反映了公司作为厦门地区知名房地产企业，在股东背景、开发经验等方面具备一定优势。公司销售情况较好；债务结构及债务负担处于合理水平，融资成本较低。同时，联合资信也关注到地产业务毛利率下降明显；部分项目存在去化及跌价压力；公司存在一定的资金支出压力；合作开发比例逐年增加，项目运营、资源管控难度有所增加以及若合作方流动性紧张或对合作项目产生影响等因素可能对公司信用等级带来的不利影响。

未来随着公司在建项目竣工、在售项目实现销售结转，公司有望保持良好的经营状况。

本期债券由厦门建发股份有限公司（以下简称“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，其担保对本期债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 公司销售金额逐年快速增长。**2019—2021 年，公司签约销售金额快速增长，年均复合增长 148.76%。
- 公司债务结构以长期债务为主，债务指标处于合理水平且融资成本较低。**截至 2022 年 9 月底，公司长期债务占全部债务的比例为 72.75%，债务结构以长期债务为主；公司全部债务资本化比率为 52.60%，债务负担处于合理水平，且平均融资成本为 4.50%，融资成本较低。
- 担保方实力雄厚。**担保方建发股份作为以供应链运营业务与房地产业务为主业的上市公司，2021 年整体运营状况良好，其担保对本期债券的到期还本付息具有显著的积极作用。
- 控股股东为公司提供一定支持。**公司公开市场债务融资能获得控股股东的担保。

本次评级模型打分表及结果：

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	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	2
			盈利能力	3
			现金流量	7
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
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：				-
评级结果				AA ⁺

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1-F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：曹梦茹 卢瑞

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 未来房地产市场运行存在一定不确定性。2021年下半年以来房地产市场大幅降温，长期看房地产行业高速增长阶段已经结束，伴随行业调控政策趋于长期化，未来房地产市场运行存在一定不确定性。
2. 公司房地产业务毛利率下滑明显，盈利能力有所下降，部分项目跌价风险；需关注三线及以下城市项目去化风险。2019—2021年，公司毛利率下滑幅度较大，且处于较低水平，利润总额持续下降；随着公司拿地均价上升，未来公司毛利率存在继续收窄的风险。公司部分区域项目因获取成本较高计提跌价准备，需持续关注该部分项目跌价风险。截至2022年9月底，公司剩余可售面积中三线及以下城市占33.71%，存在一定去化压力。
3. 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，少数股东权益占比高。公司在建及拟建项目尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。2019—2021年，随着公司合作开发项目增长，资源管控的难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求，同时，若合作方资金紧张或对项目开发将产生不利影响。2019—2021年末，公司少数股东权益持续增长，截至2022年9月底，公司少数股东权益占58.73%，权益稳定性弱。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年9月
现金类资产(亿元)	99.36	117.26	180.55	155.62
资产总额(亿元)	835.72	964.11	1296.49	1388.83
所有者权益(亿元)	168.02	202.50	318.15	328.62
短期债务(亿元)	62.10	58.33	62.65	99.34
长期债务(亿元)	199.89	231.88	315.38	265.28
全部债务(亿元)	261.99	290.21	378.03	364.62
营业总收入(亿元)	205.56	239.04	273.00	126.12
利润总额(亿元)	22.78	19.64	19.05	6.28
EBITDA(亿元)	25.99	22.24	24.03	--
经营性净现金流(亿元)	-67.23	51.19	-45.18	21.99
营业利润率(%)	14.22	10.27	8.79	7.98
净资产收益率(%)	9.67	5.58	3.31	--
资产负债率(%)	79.90	79.00	75.46	76.34
调整后资产负债率(%)	70.96	69.33	64.94	62.78
全部债务资本化比率(%)	60.93	58.90	54.30	52.60
流动比率(%)	163.19	164.67	180.30	161.95
经营现金流动负债比(%)	-14.40	9.80	-6.90	--
现金短期债务比(倍)	1.60	2.01	2.88	1.57
EBITDA利息倍数(倍)	2.11	1.42	1.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.08	13.05	15.73	--
公司本部				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年9月
资产总额(亿元)	369.21	374.21	442.56	447.90
所有者权益(亿元)	94.02	88.54	103.48	110.25
全部债务(亿元)	109.15	131.42	132.00	151.40
营业收入(亿元)	7.39	6.98	8.73	1.12
利润总额(亿元)	14.04	5.81	13.36	0.35
资产负债率(%)	74.53	76.34	76.62	75.38
全部债务资本化比率(%)	53.72	59.75	56.06	57.86
流动比率(%)	169.56	206.91	167.93	112.01
经营现金流动负债比(%)	-15.43	1.88	14.04	--

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. 公司及公司本部 2022 年三季度财务报表未经审计, 相关指标未予年化; 4. 公司本部财务报表债务数据未经调整; 5. “-”代表计算无意义的数字

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2023/2/16	曹梦茹 张文韬	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
AA ⁺	稳定	2015/6/29	李晶 刘薇	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法(2018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

声 明

一、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。

二、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。

三、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。

四、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。

五、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，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。

六、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。

七、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。

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。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

联发集团有限公司 2023 年面向专业机构投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

联发集团有限公司（以下简称“公司”或“联发集团”）于 1983 年由厦门建发股份有限公司（以下简称“建发股份”）、昌富利（香港）贸易有限公司（以下简称“昌富利”）和香港德盛有限公司（以下简称“香港德盛”）共同出资组建，出资比例分别为 75.00%、20.00% 和 5.00%。昌富利为建发股份全资子公司。经增资和股权转让，截至 2022 年 9 月底，公司注册资本 21.00 亿元，控股股东建发股份持股比例 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”）。

截至 2022 年 9 月底，公司内设产品开发中心、营销管理部、运营管理部、地产拓展部以及成本管理部等职能部门（详见附件 1—2）。

公司主营业务为房地产开发、供应链运营、物业及租赁管理。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1296.49 亿元，所有者权益 318.15 亿元（含少数股东权益 193.11 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 273.00 亿元，利润总额 19.05 亿元。

截至 2022 年 9 月底，公司合并资产总额 1388.83 亿元，所有者权益 328.62 亿元（含少数股东权益 193.00 亿元）；2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 126.12 亿元，利润总额 6.28 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：赵胜华。

二、本期债券概况

公司拟发行联发集团有限公司 2023 年面向专业机构投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模不超过 15.00 亿元（含），品种一为 6 年期固定利率债券，附第 2 年末、第 4 年末公司赎

回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 6 年期固定利率债券，附第 3 年末公司赎回选择权、公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值为 100 元，按面值平价发行。本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商协商确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司有息债务。

本期债券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

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年，百年变局和世纪疫情交织叠加，地缘政治局势动荡不安，世界经济下行压力加大，国内经济受到疫情散发多发、极端高温天气等多重超预期因素的反复冲击。党中央、国务院坚持稳中求进总基调，加大了宏观政策实施力度，及时出台并持续落实好稳经济一揽子政策和接续政策，不断优化疫情防控措施，着力稳住经济大盘，保持经济运行在合理区间。

经初步核算，2022 年全年国内生产总值 121.02 万亿元，不变价同比增长 3.00%。分季度来看，一季度 GDP 稳定增长；二季度 GDP 同比增速大幅回落；三季度同比增速反弹至 3.90%；四季度疫情规模、传播范围大于二季度，12 月防控政策优化放开后疫情冲击短期内加剧，导致经济增长再次回落。

生产端：农业生产形势较好，工业、服务业承压运行。2022 年，第一产业增加值同比增长 4.10%，农业生产形势较好；第二、第三产业增加值同比分别增长 3.80%、2.30%，较 2021 年两年平均增速（分别为 5.55%、5.15%）回落幅度较大，主要是受疫情影响，工业、服务业活动放缓所致。

表 1 2018 - 2022 年中国主要经济数据

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
GDP 总额 (万亿元)	91.93	98.65	101.36	114.92	121.02
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.20	8.40 (5.25)	3.00
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	9.60 (6.15)	3.60
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	4.90 (3.90)	5.10
房地产投资增速 (%)	9.50	9.90	7.00	4.40 (5.69)	-10.00
基建投资增速 (%)	3.80	3.80	0.90	0.40 (0.65)	9.40
制造业投资增速 (%)	9.50	3.10	-2.20	13.50 (4.80)	9.10
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	12.50 (3.98)	-0.20
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.62	29.62	7.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.60	30.05	1.10
CPI 涨幅 (%)	2.10	2.90	2.50	0.90	2.00
PPI 涨幅 (%)	3.50	-0.30	-1.80	8.10	4.10
社融存量增速 (%)	10.26	10.69	13.30	10.30	9.60
一般公共预算收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	10.70 (3.14)	0.60
一般公共预算支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	0.30 (1.54)	6.10
城镇调查失业率 (%)	4.93	5.15	5.62	5.12	5.58
全国居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.80	2.10	8.10 (5.06)	2.90

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、全国居民人均可支配收入增速为实际增长率，表中其他指标增速均为名义增长率；4. 社融存量增速为期末值；5. 城镇调查失业率为年度均值；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端：消费同比出现下降，固定资产投资相对平稳，出口下行压力显现。消费方面，2022 年，社会消费品零售总额 43.97 万亿元，同比下降 0.20%，疫情对消费特别是餐饮等聚集型服务消费造成了较大冲击。投资方面，2022 年，全国固定资产投资完成额（不含农户）57.21 万亿元，同比增长 5.10%，固定资产投资在稳投资政策推动下实现平稳增长。其中，房地产开发投资持续走弱，是固定资产投资的主要拖累项；基建和制造业投资实现较快增长。外贸方面，2022 年，中国货物贸易进出口总值 6.31 万亿美元。其中，出口金额 3.59 万亿美元，同比增长 7.00%；进口金额 2.72 万亿美元，同比增长 1.10%；贸易顺差达到 8776.03 亿美元，创历史新高。四季度以来出口当月同比转为下降，主要是受到海外需求收缩、疫情对生产和运输产生拖累作用、叠加高基数效应的影响，出口下行压力显现。

消费领域价格温和上涨，生产领域价格涨幅回落。2022 年，全国居民消费价格指数（CPI）上涨 2.00%，涨幅比上年扩大 1.10 个百分点。其中，食品价格波动较大，能源价格

涨幅较高，核心 CPI 走势平稳。2022 年，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）上涨 4.10%，涨幅比上年回落 4.00 个百分点。其中，输入性价格传导影响国内相关行业价格波动，与进口大宗商品价格关联程度较高的石油、有色金属等相关行业价格涨幅出现不同程度的回落；能源保供稳价成效显著，煤炭价格涨幅大幅回落，但煤炭价格仍处高位，能源产品稳价压力依然较大。

社融口径人民币贷款、表外融资和政府债券净融资推动社融规模小幅扩张。2022 年，全国新增社融规模 32.01 万亿元，同比多增 6689 亿元；2022 年末社融规模存量为 344.21 万亿元，同比增长 9.60%，增速比上年同期下降 0.70 个百分点。分项看，2022 年以来积极的财政政策和稳健的货币政策靠前发力，政府债券净融资和社融口径人民币贷款同比分别多增 1074 亿元和 9746 亿元，支撑社融总量扩张；表外融资方面，委托贷款、信托贷款和未贴现银行承兑汇票同比分别多增 5275 亿元、少减 1.41 万亿元和少减 1505 亿元，亦对新增社融规模形成支撑。

财政政策积极有为，民生等重点领域支出

得到有力保障，财政收支矛盾有所加大。2022年，全国一般公共预算收入 20.37 万亿元，同比增长 0.60%，扣除留抵退税因素后增长 9.10%。2022 年，各项税费政策措施形成组合效应，全年实现新增减税降费和退税缓税缓费规模约 4.20 万亿元。支出方面，2022 年全国一般公共预算支出 26.06 万亿元，同比增长 6.10%。民生等重点领域支出得到有力保障，卫生健康、社会保障和就业、教育及交通运输等领域支出保持较快增长。2022 年，全国一般公共预算收支缺口为 5.69 万亿元，较上年（3.90 万亿元）显著扩大，是除 2020 年之外的历史最高值，财政收支矛盾有所加大。

稳就业压力加大，居民收入增幅显著回落。

2022 年，全国各月城镇调查失业率均值为 5.58%，高于上年 0.46 个百分点，受疫情反复冲击影响，中小企业经营困难增多，重点群体就业难度也有所加大，特别是青年失业率有所上升，稳就业面临较大挑战。2022 年，全国居民人均可支配收入 3.69 万元，实际同比增长 2.90%，较上年水平显著回落。

2. 宏观政策和经济前瞻

2023 年宏观政策的总基调是稳中求进，做好“六个统筹”，提振发展信心。2022 年 12 月，中央经济工作会议指出 2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准有力，产业政策要发展和安全并举，科技政策要聚焦自立自强，社会政策要兜牢民生底线。会议指出，要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好以下工作：一是着力扩大国内需求，把恢复和扩大消费摆在优先位置；二是加快建设现代化产业体系；三是切实落实“两个毫不动摇”；四是更大力度吸引和利用外资；五是有效防范化解重大经济金融风险。

2023 年，世界经济滞胀风险上升，中国经济增长将更多依赖内需。2022 年，俄乌冲突推

升了能源价格，加剧了全球的通胀压力。2023 年，在美欧货币紧缩的作用下，全球经济增长或将进一步放缓，通胀压力有望缓和，但地缘政治、能源供给紧张、供应链不畅等不确定性因素仍然存在，可能对通胀回落的节奏产生扰动。总体来看，2023 年，世界经济滞胀风险上升。在外需回落的背景下，2023 年，中国经济增长将更多依赖内需，“内循环”的重要性和紧迫性更加凸显。随着存量政策和增量政策叠加发力、疫情防控措施优化效果显现，内需有望支撑中国经济重回复苏轨道。

四、行业分析

1. 房地产行业概况

2022 年，房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，商品房销售萎靡，房企新开工意愿和房地产开发投资均持续下降，市场信心有待恢复。

2022 年，受宏观经济下行、新一轮新冠肺炎疫情反弹以及前期调控政策对市场传导作用的滞后显现等因素影响，国内房地产市场景气度继续下行；叠加融资端受阻，发生流动性风险的房企数量持续增加，大量项目“烂尾”引发的“停工断贷潮”进一步降低市场预期。

房地产开发投资方面，2022 年，全国房地产开发投资首次出现负增长，全年房地产开发投资累计同比下降 10.00%至 13.29 万亿元，降幅较前 11 月继续扩大。其中住宅投资、办公楼投资和商业营业用房投资均同比下降。

新开工方面，2022 年以来房地产行业景气度尚未恢复，受“保交付”等政策影响，房企新开工意愿持续下降，2022 年新开工面积同比下降 39.40%。从施工面积看，2022 年全国房屋施工面积达 90.50 亿平方米，同比下降 7.20%。同期全国房屋竣工面积 8.62 亿平方米，同比下降 15.00%。

商品房销售方面，2022 年，商品房销售额 13.33 万亿元，商品房销售面积 13.58 亿平方米，同比分别下降 26.70%和 24.30%。其中住宅销售面积 11.46 亿平方米，同比下降 26.80%。销售的下行一方面系全国疫情多点复发下较为严

格的防控措施阻碍销售，另一方面系在房企风险事件不断，全国范围内“停工断贷”等负面事件影响下市场预期持续走低。2022年12月单月全国商品房销售额和面积同比分别下降27.65%和31.53%，降幅较上月有所收窄，但销售复苏力度仍显薄弱。商品房销售均价方面，2022年全国商品房销售均价为9814元/平方米，同比下降3.21%。房企仍采用“以价换量”方式加快销售，但对销售规模贡献不大。

2. 土地市场与信贷环境

2022年以来，全国土地市场热度不高，供求规模齐跌；央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军，大部分民企仍谨慎投资。2022年，房地产开发到位资金同比回落，在融资端政策扶持下房企信贷环境有望逐步修复，但仍面临较大销售回款压力。

土地市场方面，2022年，受部分地区疫情封控、部分城市调整集中供地批次等因素影响，全国土地供应量有所下降；根据中指研究院数据，2022年全国300城共推出住宅用地规划建筑面积76632.38万平方米，同比下降36.29%；成交规划建筑面积62002.26万平方米，同比下降31.09%；平均溢价率为3.12%，较2021年同期下降7.8个百分点。在土地市场低迷背景下，尽管部分城市放松土拍门槛并推出优质地块，但整体土拍市场热度不高，央企、国企及地方城投企业仍为拿地主力军；除个别优质民营房企开始发力拿地外，大部分民企仍谨慎投

资。据统计，2022年地方城投企业拿地金额同比有所增长，但拿地开工率显著弱于非城投房企，托底现象较为明显。城市间土拍热度有所分化，具体来看，上海、杭州和北京为22城集中供地城市土地成交金额前三名，年内均完成四轮集中土拍。上海年内土拍热度保持平稳，四轮土拍保持“零流拍”记录，但冷热分化明显，过半地块仍以底价成交；杭州作为长三角热点城市，经济发展较快、人口持续净流入，土拍成交金额维持高位且本土民企参与热情高；北京土地供应规模较小，市场参与积极性保持较高，板块冷热分化亦显著。天津、沈阳及长春等城市土拍市场热度持续较差。根据CREIS数据，2022年1-11月，全国住宅用地流拍撤牌率为21.30%，同比下降1.30个百分点，土地流拍率仍处高位。

2022年受行业销售下行影响，房地产开发到位资金14.90万亿元，同比下降25.90%，降幅较前11月扩大0.20个百分点。从房地产开发到位资金来源看，2022年国内贷款同比下降25.40%，其中2022年12月单月环比增长50.91%，在融资端政策扶持下房企信贷环境有所修复；其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）和自筹资金仍为房地产开发到位资金的主要来源，2022年需求端购房情绪萎靡致使其他资金同比下降30.03%，自筹资金占比上升较快，房企面临较大销售压力，对销售回款依赖仍较强。

表2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

资金来源	2019年		2020年		2021年		2022年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58	17388.00	11.67
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05	78.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53	52940.00	35.54
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83	78573.00	52.74
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76	49289.00	33.08
个人按揭贷款	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10	23815.00	15.99
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00	148979.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2022年以来，面对经济下行，为防范房地

产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，供需两端调控政策逐步松绑转向宽松；2022年11月，融资端利好集中释放，“四箭齐发”将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

中央在“房住不炒”的总基调下，因城施策，以促进房地产业良性循环和健康发展为目标，2022年调控政策逐步松绑转向宽松。2022年4月，中央政治局会议强调支持刚需和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，部分

城市限购限贷等政策有所放松；7月，各地“停贷”事件迅速发酵，监管层面高度重视，将协助地方政府推进“保交楼、保民生、保稳定”的工作；10月，中共二十大报告明确坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；12月，中央经济工作会议强调确保房地产市场平稳发展，满足行业合理融资需求，有效防范化解优质头部房企风险，推动房地产业向新发展模式平稳过渡。具体内容见下表。

表3 2021年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2022年3月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持“房住不炒”定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，“稳地价、稳房价、稳预期”，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022年3月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险
2022年3月	财政部	今年内不具备扩大房地产税改革试点城市条件
2022年4月	中央政治局会议	要有效管控重点风险，守住不发生系统性风险底线。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展
2022年7月	中央政治局会议	要稳定房地产市场，坚持“房住不炒、因城施策”，支持刚性和改善性住房需求，压实地方政府责任，保交楼、稳民生
2022年8月	国务院常务会议	支持刚性和改善性住房需求，地方要用好“一城一策”政策工具箱，灵活运用阶段性信贷政策和保交楼专项借款
2022年9月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022年10月	中共二十大	坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度
2022年11月	国务院常务会议	落实因城施策支持刚性和改善性住房需求的政策，指导地方加强政策宣传解读。推进保交楼专项借款尽快全面落到项目，激励商业银行新发放保交楼贷款，加快项目建设和交付。努力改善房地产行业资产负债状况，促进房地产市场健康发展
2022年12月	中央经济工作会议	要确保房地产市场平稳发展，扎实做好保交楼、保民生、保稳定各项工作，满足行业合理融资需求，推动行业重组并购，有效防范化解优质头部房企风险，改善资产负债状况。要因城施策，支持刚性和改善性住房需求，解决好新市民、青年人等住房问题，探长租房市场建设。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，推动房地产业向新发展模式平稳过渡
2023年1月	央行、银保监会	建立首套住房贷款利率政策动态调整机制，新建商品住宅销售价格环比和同比连续3个月均下降的城市，可阶段性维持、下调或取消当地首套住房贷款利率政策下限

资料来源：联合资信整理

从融资层面的政策看，2022年以来面对经济下行，为防范房地产行业出现系统性风险、保持房地产市场平稳健康发展，融资政策持续改善。2022年11月，从金融“16条”到“地产行业四支箭”融资政策陆续落地，融资端利好集中释放。2023年1月，相关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，

同时将完善针对30家试点房企的“三线四档”部分参数设置。当前行业供需两侧政策支持导向明显，从银行信贷支持、债券融资帮扶到股权融资松绑层层突破，将有助于行业信用端困难纾解和流动性整体优化，但仍需观察政策传导速度及落地效果。

表4 2021年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2022年1月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定
2022年2月	央行、银保监会	保障性租赁住房有关贷款不纳入房地产贷款集中度管理
2022年4月	央行、外汇局	出台23条政策举措支持实体经济，金融机构要区分项目风险与企业集团风险，加大对优质项目的支持力度，不盲目抽贷、断贷、压贷，不搞“一刀切”，保持房地产开发贷款平稳有序投放
2022年5月	证监会	积极支持房地产企业债券融资，研究拓宽基础设施REITs试点范围
2022年5月	银保监会	要督促银行保险机构坚持“房住不炒”的定位，因城施策落实好差别化住房信贷政策，支持首套和改善性住房需求，灵活调整受疫情影响人群个人住房贷款还款计划。要区分项目风险与企业集团风险，不盲目抽贷、断贷、压贷，保持房地产融资平稳有序。要按照市场化、法治化原则，做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融服务
2022年9月	央行、银保监会	完善大型企业债务风险监测和处置，保证房地产融资平稳有序。允许部分城市阶段性放宽首套住房商业性个人住房贷款利率下限
2022年11月	央行、银保监会	金融“16条”措施支持稳定房地产开发贷款投放，个人投资者贷款合理需求，开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，保持债券融资和资管产品融资稳定，支持开发性政策性银行提供“保交楼”专项借款，鼓励金融机构为专项借款支持项目提供新增配套融资支持，房地产项目并购金融支持，延长房地产贷款集中度管理政策过渡期安排、鼓励商业银行发行支持住房租赁金融债券
2022年11月	银保监会、住建部、央行	允许商业银行与优质房地产企业开展保函置换预售监管资金业务
2022年11月	证监会	密切关注房地产行业面临的困难挑战，支持实施改善优质房企资产负债表计划，继续支持房地产企业合理债券融资需求，支持涉房企业开展并购重组及配套融资，支持有一定比例涉房业务的企业开展股权融资
2022年11月	证监会	恢复涉房上市公司并购重组及配套融资；恢复上市房企和涉房上市公司再融资；调整完善房地产企业境外上市政策；进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用；积极发挥私募股权投资基金作用
2022年11月	央行、银保监会	商业银行境外分支行要加大对优质房企内保外贷业务的支持力度，加快项目落地
2023年1月	央行、银保监会	有关部门起草了《改善优质房企资产负债表计划行动方案》，针对专注主业、合规经营、资质良好，具有一定系统重要性的优质房企，重点推进“资产激活”“负债接续”“权益补充”“预期提升”四个方面共21项工作任务，引导优质房企资产负债表回归安全区间；合理延长房地产贷款集中度管理制度过渡期，完善针对30家试点房企的“三线四档”规则，在保持规则整体框架不变的基础上，完善部分参数设置

资料来源：联合资信整理

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2022年9月底，公司注册资本21.00亿元，控股股东建发股份持股比例95.00%，公司实际控制人为厦门市国资委。

2. 企业规模和竞争力

公司房地产开发经验较为丰富，在项目开发地具有较好的影响力，市场竞争实力强。

公司是一家以房地产开发与销售、物业租赁为主业的房地产运营商，经过30多年的发展，项目开发区域已覆盖厦门、桂林、南昌、南宁、重庆、武汉、天津、扬州、鄂州和漳州等二三线城市重要城市。

公司拥有房地产开发一级资质。截至2022

年9月底，公司期末在建项目建筑面积958.43万平方米。2021年，公司签约销售金额为421.80亿元，2021年克而瑞操盘金额排名64位。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：913502006120000284），截至2023年1月4日，公司未结清信贷信息和已结清信贷信息中，无关注类、不良/违约类贷款。整体看，公司过往信用记录良好。

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，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至2022年10月底，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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《公司法》和《中外合资经营企业法》等有关法律以及现代企业制度要求，制订了《公司章程》并建立了由董事会、监事和经理层组成的法人治理结构体系，并确立了董事会、监事和经理层在决策、执行、监督等方面的职责权限、程序以及应履行的义务，形成了权力机构、决策机构、经营机构和监督机构的治理结构。

根据公司章程，公司设立董事会，由7名董事组成，均由建发股份委派；设董事长1名，由董事会选举产生。董事任期四年，经委派方继续委派，可以连任。董事会是公司的最高权力机构，决定公司的一切重大事宜，行使决定公司的经营计划和投资方案、制定公司的内部管理机构设置方案、制定公司的基本管理制度等职权。

公司设监事1人，由股东各方共同委派。监事依《公司法》规定行使职权，监事任期每届为三年，任期届满，经委派可以连任。公司董事、高级管理人员不得兼任公司监事。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，设总经理1名，由建发股份推荐，总经理和副总经理由董事会聘任，任期三年，经董事会同意可以连任；总经理行使主持公司的生产经营管理工作、组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案等职权。

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，地产拓展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。区域公司负责编制本区域土地储备及拓展计划，定期提交市场分析报告，并配合地产拓展部开展新区域土地拓展工作。事业部配合区域公司开展前期土地信息收集，区域公司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》，经地产拓展部、集团分管领导审核同意后，由地产拓展部提报集团领导及各职能部门。运作或收购项目，由区域公司负责撰写《项目简报》，经地产拓展部、集团分管领导审核后，由地产拓展部提报集团领导。运作或收购项目，由地产拓展部负责牵头组织开展相关工作，已有区域由区域公司负责组织项目的尽职调查工作，新区域由地产拓展部负责。

项目开发建设方面，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，同时辅以少量专业团队。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括房地产开发、供应链运营和物业租赁及管理。受益于房地产板块结转收入持续增长，公司营业总收入逐年增长；受结转项目毛利率下降影响，公司房地产开发业务毛利率大幅下降，且处于较低水平。

公司土地储备主要采用“招、拍、挂”方式从市场取得，同时也有少部分土地采用收购、与其他公司合作开发等方式取得。从区域上看，目前公司开发的项目主要位于厦门、重庆、武汉、天津、南京、杭州、扬州、桂林、南昌、南宁、鄂州和漳州等二、三线城市。公司开发的项目主要针对中端、高端消费者。

2019—2021年，公司营业总收入年均复合增长15.24%，主要系房地产结转规模稳步增长所致。从营业总收入的构成来看，房地产开发

业务是公司营业总收入的主要来源，2019—2021年，房地产开发业务收入占比均超过80.00%。2019—2021年，公司房地产开发业务收入逐年增长，主要系近年来销售规模持续增加、建设进度较为平稳所致；供应链运营业务规模波动增长；公司物业及租赁管理业务收入波动增长，2021年增幅较大主要系物业管理面积增加所致。公司其他业务板块规模较小，对公司营业总收入影响较小。

2019—2021年，公司综合毛利率逐年下降，

主要受房地产业务毛利率下降影响。2019—2021年，因结转成本较高且受限价影响，毛利率较低的项目比例增加，公司房地产开发业务毛利率逐年下降。2020年以来，受结转西城首府、悦澜山等毛利率为负项目影响，公司房地产开发毛利率大幅下降并处于较低水平。

2022年1—9月，公司实现营业总收入126.12亿元，同比下降4.86%；综合毛利率为8.69%。

表5 2019—2021年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务类别	2019年			2020年			2021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	166.26	80.88%	20.52%	195.31	81.71%	12.17%	227.09	83.18%	9.13%
供应链运营	29.62	14.41%	1.01%	34.60	14.47%	0.64%	33.03	12.10%	0.66%
物业及租赁管理	6.03	2.93%	42.19%	6.02	2.52%	48.17%	8.21	3.01%	37.55%
其他业务	3.65	1.77%	29.67%	3.11	1.30%	31.51%	4.67	1.71%	26.09%
合计	205.56	100.00%	18.51%	239.04	100.00%	11.65%	273.00	100.00%	9.25%

资料来源：公司审计报告

2. 开发业务

（1）土地储备

2019—2021年，公司全口径土地投资额逐年增长，受土地市场溢价率提升及拿地区域有所变动的影响，公司拿地均价持续提升；截至2022年9月底，公司土地储备中三线及以下城市占比较高；公司部分城市拿地楼面均价较高，需关注后续公司盈利空间。

从近年公司土地获取情况来看，2019—2021年，在房地产调控的背景下，公司结合房地产市场变化和自身战略情况，逐年加大合作力度，全口径土地投资额逐年增加，权益比例则逐年下降。随着公司合作开发规模加大，资源管控的难度有所增加，对公司运营能力提出更高要求，同时，若合作方资金紧张或对项目开发将产生不利影响。

2019—2021年，受土地市场溢价率提升及拿地区域有所变动影响，公司获取项目楼面均价逐年增长，2020年以来，拿地均价快速增长，主要系获取厦门、深圳等区域项目楼面均价较高从而拉高整体均价所致，若未来上述区域限价政策不放松，公司盈利空间或进一步收窄。

2022年1—9月，公司新进入上海区域，并战略性回归一二线城市，获取项目主要位于上海、莆田、厦门、杭州和深圳等区域，获取项目楼面价受项目区域影响大幅上升，且新增土地储备金额权益比例进一步下降。

表6 公司新增土地及项目情况

（单位：块、万平方米、亿元、万元/平方米）

获取时间	2019年	2020年	2021年	2022年1—9月
新增项目数量	17	17	25	10
新增土地储备建筑面积全口径	229.32	179.36	214.08	59.60
新增土地储备建筑面积权益口径	193.38	107.70	137.32	25.05
新增土地储备金额全口径	169.06	190.78	275.85	167.73
新增土地储备金额权益口径	144.93	123.31	152.17	67.49
新增土地储备金额权益比例	85.73%	64.63%	55.17%	40.24%
新增土地储备楼面地价全口径	0.74	1.06	1.29	2.81

资料来源：公司提供

截至2022年9月底，公司未开工土地储备的全口径计容建筑面积为156.69万平方米。从

布局来看，主要位于鄂州、柳州等区域，公司土地储备中三线及以下城市（占 60.52%）占比较高。公司未开工土地储备中鄂州单个项目体量较大，考虑到当地市场容量有限，该区域项目难以快速去化。

（2）项目开发建设

近年来，公司开工力度逐年增加，2019 年受前期开工力度大及项目储备相对不足的影响，新开工规模较小，2020 年以来显著提升；公司在建及拟建项目后续投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

从项目开发数据来看，2019 年受前期开工力度大及项目储备相对有限的影响，新开工面积规模较小，2020 年以来显著提升；房屋竣工面积复合增长 14.78%，期末在建面积逐年增长。

表 7 公司项目开发建设情况
(单位：万平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
新开工面积	167.60	364.84	488.09	97.82
房屋竣工面积	246.17	299.90	324.34	126.76
期末在建面积	758.67	823.61	987.37	958.43

注：统计口径为全口径
资料来源：公开提供

截至 2022 年 9 月底，公司并表在建项目全口径计划总投资额 994.69 亿元，尚需投资 188.09 亿元，并表项目权益尚需投资 132.41 亿元，考虑到公司拟建项目支出及后续补充获取项目支出，未来存在一定的资本支出压力。

（3）销售情况

受推盘节奏影响，2019—2021 年公司协议销售规模逐年增长。公司剩余可售项目规模一般，且有一定规模的三线及以下城市项目，未来其销售去化或将存在一定的不确定性。

2020 年以来，随着公司厦门项目推盘销售，公司协议销售均价逐年增长。受此影响，2019—2021 年，公司协议销售金额逐年快速增长，年均复合增长 148.76%。2022 年 1—9 月，受房地产市场下行影响，公司协议销售面积同比下降 36.21%，协议销售金额同比下降 27.92%。公

司 2019—2021 年获取土地楼面价相对于其销售价格处于很高水平，需关注其未来销售及利润情况。

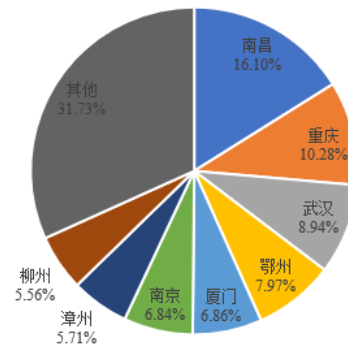
表 8 2019—2021 年及 2022 年 1—9 月公司销售情况
(单位：万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1—9 月
协议销售面积	252.97	233.59	266.36	127.78
协议销售金额	273.04	340.48	421.80	228.38
协议销售均价	1.08	1.46	1.58	1.79

注：协议销售面积、协议销售金额及协议销售均价为全口径
资料来源：公司提供

截至 2022 年 9 月底，公司并表全口径总可售面积（在建总可售+完工总可售）为 1460.44 万平方米，尚余可售面积为 409.17 万平方米，区域分布如下图所示。

图 1 截至 2022 年 9 月底公司并表尚余可售项目全口径规划建筑面积区域占比情况



注：其他区域占比小于 5%，包括桂林、杭州、南宁、莆田、福州、徐州、江门、深圳、晋江、天津、合肥、九江、新余、赣州、苏州、泉州、南安等城市
资料来源：公司提供

从公司近两年销售情况看，截至 2022 年 9 月底，公司项目尚余可售规模可满足公司 1~2 年左右的销售需要，可售规模一般。

截至 2022 年 9 月底，公司剩余可售项目中有一定规模的三线及以下城市项目（尚余可售面积占 33.71%），未来其销售去化或将存在一定的不确定性。

3. 经营效率

公司整体经营效率指标处于较好水平。

2019—2021 年，公司存货周转次数分别为 0.33 次、0.36 次和 0.34 次；总资产周转次数分

别为 0.27 次、0.27 次和 0.24 次。与同行业公司比较，公司经营效率指标处于较好水平。

表 9 房地产开发类公司 2021 年经营效率指标

公司名称	存货周转次数 (次)	总资产周转次数 (次)
中交地产股份有限公司	0.12	0.12
信达地产股份有限公司	0.38	0.24
厦门住宅建设集团有限公司	0.18	0.19
上海实业发展股份有限公司	0.11	0.11
联发集团	0.34	0.24

数据来源：Wind

4. 未来发展

公司未来发展规划较为清晰，符合其自身发展特点。

未来，区域拓展方面，公司目前的主要业务集中在厦门、南昌、桂林、南宁、武汉、重庆、天津等地，公司计划通过在现有及未来住宅项目设计和开发中运用标准化运营程序的方式，深耕已有城市房地产市场，并扩展到长三角具有高增长潜力的城市。

土地储备方面，公司将通过多种形式获取土地储备，探索文化创意和产业用地等新业态，关注海外房地产发展机会。海外项目方面，在做好现有项目的基础上，公司考虑继续拓展其他好的项目；文化创意和产业用地等业务规模争取年均增幅达到15%以上。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019—2021年度财务报告，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年三季度财务报表未经审计。

截至2021年底，公司合并资产总额1296.49亿元，所有者权益318.15亿元（含少数股东权益193.11亿元）；2021年，公司实现营业总收入273.00亿元，利润总额19.05亿元。

截至2022年9月底，公司合并资产总额1388.83亿元，所有者权益328.62亿元（含少数股东权益193.00亿元）；2022年1—9月，公司实现营业总收入126.12亿元，利润总额6.28亿元。

2. 资产质量

近年来，伴随着房地产业务规模扩张，公司存货规模逐年增长，带动资产总额增长。资产构成以货币资金和存货为主，存货的变现能力受房地产市场波动影响明显，部分城市项目存在一定的去化及跌价风险。

表 10 2019 - 2021 年及 2022 年 9 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	761.75	91.15	860.11	89.21	1180.19	91.03	1274.00	91.73
货币资金	98.10	11.74	115.59	11.99	180.21	13.90	155.52	11.20
其他应收款 (合计)	45.34	5.43	54.45	5.65	112.85	8.70	154.45	11.12
存货	572.54	68.51	605.05	62.76	833.96	64.32	902.38	64.97
非流动资产	73.97	8.85	104.00	10.79	116.30	8.97	114.82	8.27
长期股权投资	19.43	2.32	22.29	2.31	31.74	2.45	31.59	2.27
投资性房地产	30.64	3.67	52.51	5.45	49.86	3.85	50.73	3.65
递延所得税资产	13.60	1.63	13.87	1.44	14.72	1.14	17.48	1.26
资产总额	835.72	100.00	964.11	100.00	1296.49	100.00	1388.83	100.00

注：占比为占总资产比例

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2019—2021年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长24.55%。截至2021年底，公司合并资产总额较上年底增长34.48%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占91.03%，非流动资产占8.97%。公司资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长24.47%。截至2021年底，流动资产较上年底增长37.21%，主要系存货增加所致。

2019—2021年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长35.54%。截至2021年底，公司货币资金较上年底增长55.90%，主要系销售规模扩大回款增加所致。货币资金中有4.46亿元受限资金，受限比例较小，主要为项目监管资金（占88.43%）、司法冻结、按揭贷款保证金、保函保证金、票据保证金和其他保证金。

2019—2021年末，公司其他应收款（合计）持续增长，年均复合增长57.76%。截至2021年底，公司其他应收款（合计）较上年底增长107.24%，主要系建发股份合并范围外及合作方经营往来款项增加所致。从账龄分布看，一年以内的其他应收款占72.05%，公司其他应收款以一年以内为主；从构成来看，其他应收款以建发股份合并范围外及合作方经营往来款项（占比为93.37%）和保证金及押金（占比为3.45%）为主，往来款为合作项目经营性往来，回收风险不大。

2019—2021年末，公司存货持续增长，年均复合增长20.69%。截至2021年底，公司存货较上年底增长37.83%，主要系获取土储增加以及在在建项目投入增加所致。从存货构成来看，主要由开发成本（占比为92.59%）和开发产品（占比为7.17%）构成。2021年，公司新增计提跌价准备7.37亿元，截至2021年底，公司累计计提存货跌价准备16.37亿元，主要针对天津荣颂庭院、重庆西城首府和南京翡翠方山项目计提，系当地市场不及预期所致。考虑到公司存货中仍有一定规模的三四线城市项目，且一二线城市项目获取成本较高，在房地产行业下

行的背景下，公司仍将面临一定的存货去化压力及减值风险。

(2) 非流动资产

2019—2021年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长25.39%。截至2021年底，公司非流动资产较上年底增长11.83%，主要系对外投资增加所致。

2019—2021年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长27.80%。截至2021年底，公司长期股权投资较上年底增长42.38%，主要系对外投资项目增加所致。2021年，公司权益法下确认的长期股权投资收益为0.42亿元。

截至2021年底，公司所有权或使用权受限的资产见下表，资产受限比例27.70%，主要系存货的贷款抵押所致。

表 11 截至 2021 年底公司所有权或使用权受限的资产
明细（单位：亿元）

项目	金额	占比
货币资金	4.46	0.34%
存货	341.37	26.33%
投资性房地产	10.25	0.79%
固定资产	0.12	0.01%
长期股权投资	2.94	0.23%
合计	359.13	27.70%

注：小数尾差系四舍五入计算影响

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至2022年9月底，公司合并资产总额较上年底增长7.12%，主要系存货随项目投入增加所致，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2019—2021年末，公司所有者权益规模持续增长；未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益稳定性弱。

2019—2021年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长37.61%。截至2021年底，公司所有者权益318.15亿元，较上年底增长57.12%，主要系少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为39.30%，少数

股东权益占比为 60.70%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 6.60%、2.45%、0.08%、1.13%、3.41%和 25.62%。公司所有者权益结构稳定性弱。

截至 2022 年 9 月底，公司所有者权益 328.62 亿元，较上年底增长 3.29%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 41.27%，少数股

东权益占比为 58.73%。所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2019—2021 年末，公司负债规模持续扩大，负债结构以流动负债为主；公司债务规模逐年增加，债务负担较为合理且以长期债务为主，但 2023 年和 2024 年债务到期规模较大，届时公司存在一定集中偿付压力。

表 12 2019—2021 年及 2022 年 9 月末公司负债主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 9 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	466.78	69.91	522.31	68.58	654.56	66.91	786.68	74.20
应付账款	42.78	6.41	49.70	6.53	66.71	6.82	42.51	4.01
其他应付款 (合计)	82.32	12.33	64.08	8.41	83.92	8.58	82.65	7.80
一年内到期的非流动负债	47.53	7.12	53.17	6.98	54.29	5.55	92.02	8.68
合同负债	0.00	0.00	303.64	39.87	388.80	39.74	505.85	47.71
其他流动负债	10.78	1.61	25.93	3.40	33.64	3.44	42.50	4.01
非流动负债	200.92	30.09	239.30	31.42	323.78	33.09	273.52	25.80
长期借款	117.80	17.64	102.67	13.48	185.17	18.93	172.36	16.26
应付债券	67.88	10.17	101.75	13.36	102.08	10.43	87.62	8.26
长期应付款 (合计)	9.34	1.40	22.62	2.97	21.87	2.24	0.13	0.01
负债总额	667.70	100.00	761.61	100.00	978.33	100.00	1060.20	100.00

注：占比为占总负债比例

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2019—2021 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 21.05%。截至 2021 年底，公司负债总额较上年底增长 28.46%，流动负债和非流动负债均有增加。其中，流动负债占 66.91%，非流动负债占 33.09%。公司负债以流动负债为主。

2019—2021 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 18.42%。截至 2021 年底，公司流动负债较上年底增长 25.32%，主要系销售规模扩大预售房款增加所致。

2019—2021 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 24.87%。截至 2021 年底，公司应付账款较上年底增长 34.22%，主要系应付开发成本款增加所致。其中应付开发成本款及应付货款占比分别为 91.88%和 6.80%。

2019—2021 年末，公司其他应付款 (合计) 波动增长，年均复合增长 0.96%。截至 2021 年

底，公司其他应付款 (合计) 较上年底增长 30.95%，主要系往来款增加所致。公司其他应付款主要为合作项目往来款 (占比为 94.33%)。

2019—2021 年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长 6.88%。截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 54.29 亿元，较上年底增长 2.12%。

公司合同负债主要为预收售房款。截至 2021 年底，公司合同负债较上年底增长 28.04%，随签约销售规模扩大而增加。

2019—2021 年末，公司其他流动负债持续增长，年均复合增长 76.67%。截至 2021 年底，公司其他流动负债较上年底增长 29.72%，主要系待转销项税额增加所致。

2019—2021 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 26.94%。截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底增长 35.30%，主要系

随开发规模扩大，借款规模增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 57.19%）、应付债券（占 31.53%）和长期应付款（合计）（占 6.75%）构成。

2019—2021 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 25.38%。截至 2021 年底，公司长期借款较上年底增长 80.36%，主要系融资增加所致。

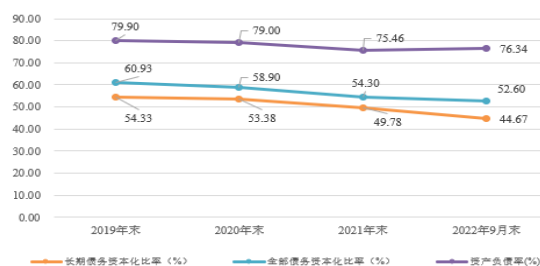
2019—2021 年末，公司应付债券持续增长，年均复合增长 22.63%。截至 2021 年底，公司应付债券较上年底增长 0.33%。

2019—2021 年末，公司长期应付款（合计）波动增长，年均复合增长 52.98%。截至 2021 年底，公司长期应付款（合计）较上年底下降 3.33%，主要为招商创融-联发集团购房尾款资产支持专项计划和联发物业费资产支持专项计划。

本评级报告将其他流动负债、长期应付款及其他非流动负债中的有息部分调整至全部债务及相关指标核算。债务方面，2019—2021 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 20.12%。截至 2021 年底，公司全部债务 378.03 亿元，较上年底增长 30.26%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 16.57%，长期债务占 83.43%，以长期债务为主。从债务指标来看，2019—2021 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均持续下降。2019—2021 年末，公司调整后资产负债率分别为 70.96%、69.33%和 64.94%，逐年下降，截至 2022 年 9 月底，进一步下降至 62.78%。

截至 2022 年 9 月底，公司债务中银行借款占 60.39%，债券融资占 38.23%，非标融资占 1.38%。2021 年，公司平均融资成本为 4%~5.5%。截至 2022 年 9 月底，公司平均融资成本为 4.50%，融资成本较低。

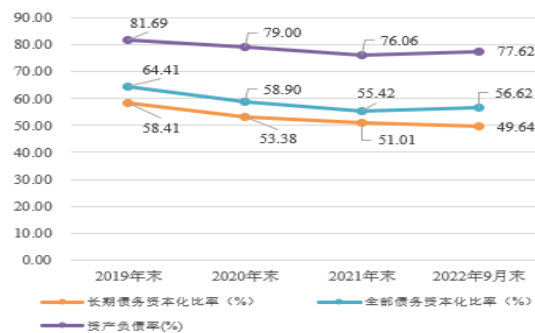
图 2 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

如将永续债调入长期债务，2019—2021 年末，公司全部债务分别为 276.99 亿元、290.21 亿元和 385.84 亿元，年均复合增长 18.03%。

图 3 公司债务指标情况（包含永续债）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年 9 月底，公司负债总额 1060.20 亿元，较上年底增长 8.37%，主要系流动负债增加所致。公司流动负债占比上升较快。

截至 2022 年 9 月底，公司全部债务 364.62 亿元，较上年底下降 3.55%。债务结构方面，短期债务占 27.25%，长期债务占 72.75%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2022 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别提高 0.88 个百分点、下降 1.70 个百分点和下降 5.11 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2022 年 9 月底，公司全部债务增至 382.43 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升 1.28 个百分点、2.57 个百分点和 3.00 个百分点。

从债务期限来看，公司 2024 年和 2025 年到期债务规模较大，届时公司存在一定集中偿付压力。

表 13 截至 2022 年 9 月底公司债务期限分布（单位：亿元）

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	其他非流动负债	合计
1 年以内	7.18	91.86	--	--	--	99.04
1~2 年	--	--	93.13	36.82	4.00	133.95
2~3 年	--	--	56.27	20.00	-	76.27
3 年以上	--	--	22.95	30.80	-	53.75
合计	7.18	91.86	172.36	87.62	4.00	363.01

注：表中债务金额与联合资信全部债务统计口径存在一定差异，上表不包括应付票据及租赁负债；小数尾差系四舍五入计算影响
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2019—2021 年，受益于结转面积增加，公司营业总收入持续增加；营业利润率因结转项目成本上升逐年下降，整体盈利能力下滑；公司投资收益及资产减值损失对公司利润影响较大。2022 年 1—9 月，营业总收入同比下降。

营业总收入分析见经营概况。2019—2021 年，公司利润总额逐年下降，年均复合下降 8.56%。

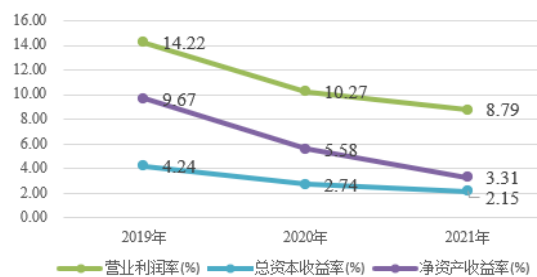
从期间费用看，2019—2021 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 23.71%。2021 年，公司费用总额为 13.62 亿元，同比增长 50.63%，主要系销售费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 66.72%、5.04%和 27.59%，以销售费用为主。其中，销售费用为 9.09 亿元，同比增长 17.71%，主要系广告宣传费和职工薪酬增加所致；管理费用为 0.69 亿元，同比增长 13.43%，主要系办公费增加所致；财务费用为 3.76 亿元，同比增长 467.28%，主要系债务规模增加利息支出随之增加所致。

非经常性损益方面，2019—2021 年，公司投资收益分别为 5.01 亿元、11.07 亿元和 16.52 亿元，占营业利润比例分别为 21.91%、55.19%和 86.83%，2021 年公司投资收益大幅增长，主要系处置长期股权投资产生的收益增加所致，公司处置长期股权投资获得投资收益规模较大，该类投资收益不可持续，未来存在一定波动风险。2019—2021 年，公司资产减值损失逐年增

长，分别为 2.68 亿元、6.65 亿元和 7.51 亿元，主要为存货跌价损失。

盈利指标方面，2019—2021 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均持续下降。

图 4 公司盈利指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告计算

从同行业对比来看，2021 年公司盈利指标在行业中处于中下等水平。

表 14 2021 年同行业公司盈利能力对比情况
(单位：%)

企业名称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
中交地产股份有限公司	22.91	1.64	7.46
信达地产股份有限公司	19.31	2.89	3.47
厦门住宅建设集团有限公司	45.15	4.30	8.74
上海实业发展股份有限公司	48.34	3.86	5.06
联发集团	9.25	1.92	7.18

注：对比企业数据引自 Wind，联合资信与 Wind 计算公式存在少许差异
资料来源：Wind

2022 年 1—9 月，公司实现营业总收入 126.12 亿元，同比下降 4.86%；营业利润率为 7.98%，同比增长 1.50 个百分点，同比变化不大。

5. 现金流

2019—2021年，公司经营活动现金流净额有所波动，对融资较为依赖。2022年1—9月，公司项目获取规模下降，经营活动现金流净额

由净流出转为净流入。未来，随着房产项目开发维持较大规模投入，公司仍有较大的对外融资需求。

表 15 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年 1—9月
经营活动现金流入小计	324.41	382.13	445.68	277.61
经营活动现金流出小计	391.64	330.94	490.86	255.62
经营现金流量净额	-67.23	51.19	-45.18	21.99
投资活动现金流入小计	13.73	45.84	36.04	9.01
投资活动现金流出小计	19.58	62.48	37.31	25.51
投资活动现金流量净额	-5.85	-16.64	-1.27	-16.50
筹资活动前现金流量净额	-73.09	34.55	-46.45	5.49
筹资活动现金流入小计	253.35	295.37	490.63	136.50
筹资活动现金流出小计	164.60	289.64	379.06	171.47
筹资活动现金流量净额	88.75	5.73	111.58	-34.97

资料来源：公司财务报表

从经营活动来看，2019—2021年，公司经营活动现金流入持续增长，年均复合增长17.21%。2021年公司经营活动现金流入同比增长16.63%，主要系销售规模扩大现金回流增加所致。2019—2021年，公司经营活动现金流出波动增长，年均复合增长11.95%。2021年，经营活动现金流出同比增长48.32%，主要系公司购地及建设支出增加所致。2019—2021年，公司经营活动现金净额有所波动。

从投资活动来看，2019—2021年，公司投资活动现金流入年均复合增长62.00%。2021年，公司投资活动现金流入同比下降21.38%，主要系处置长期股权投资收回资金减少所致。2019—2021年，公司投资活动现金流出年均复合增长38.02%。2021年，公司投资活动现金流出同比下降40.29%，主要系支付非关联方占用资金减少所致。2019—2021年，公司投资活动现金净额持续为负。

从筹资活动来看，2019—2021年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长39.16%。2021年，公司筹资活动现金流入同比增长66.11%，主要系收回非关联方占用资金的本息以及循环购买基础资产（招商创融购房尾款资产支持专项计划）增加所致。2019—2021

年，公司筹资活动现金流出年均复合增长51.75%。2021年，公司筹资活动现金流出同比增长30.87%，主要系支付非关联方占用资金的本息大幅增长所致。2019—2021年，公司筹资活动现金净额持续净流入。

2022年1—9月，从经营活动来看，受拿地规模较小影响，公司经营活动现金流净额为净流入；投资活动现金净流持续净流出；受偿还债务规模较大影响，公司筹资活动现金流量净额为净流出。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标表现强，长期偿债指标较弱，但考虑到公司融资渠道较为畅通、销售情况良好等因素，公司整体偿债指标表现很强。

从短期偿债指标看，2019—2021年末，公司流动比率和速动比率均持续增长，经营现金流动负债比率有所波动，现金短期债务比逐年上升。截至2022年9月底，公司流动比率、速动比率及现金短期债务比均较上年末小幅下降。公司流动资产对流动负债的保障程度较高，现金类资产对短期债务的保障程度强。整体看，公司短期偿债指标表现强。

从长期偿债指标看，2019—2021年，公司EBITDA波动下降。2021年，公司EBITDA同比增长8.05%。从构成看，公司EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占18.42%）和利润总额（占79.27%）构成。2019—2021年，公

司EBITDA利息倍数持续下降，EBITDA对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA持续增长，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期债务偿债指标表现较弱。

表 16 公司偿债能力指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年	2022年 1—9月
短期偿债指标	流动比率（%）	163.19	164.67	180.30	161.95
	速动比率（%）	40.53	48.83	52.89	47.24
	经营现金流动负债比（%）	-14.40	9.80	-6.90	--
	现金短期债务比（倍）	1.60	2.01	2.88	1.57
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	25.99	22.24	24.03	--
	全部债务/EBITDA（倍）	10.08	13.05	15.73	--
	EBITDA利息倍数（倍）	2.11	1.42	1.27	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2022年9月底，公司共获得各银行授信额度406.67亿元，未使用额度170.70亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2022年9月底，除为商品房承购人提供抵押贷款担保外，公司对外实际担保金额为6.01亿元，主要系合作开发产生的对联营企业的担保，或有负债风险可控。

截至2022年9月底，公司无重大未决诉讼。

7. 公司本部财务分析

2019—2021年，公司本部资产主要由其他应收款和货币资金构成，利润主要来自投资收益；公司本部层面债务负担尚可，权益稳定性较弱。

2019—2021年末，公司本部资产总额持续增长，年均复合增长9.48%。截至2021年底，公司本部资产总额442.56亿元，较上年底增长18.27%。其中，流动资产329.94亿元（占比74.55%），非流动资产112.62亿元（占比25.45%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占13.04%）和其他应收款（合计）（占86.00%）构成；非流动资产主要由债权投资（占5.03%）、长期股权投资（占67.38%）、投资性房地产（占14.91%）、其他非流动资产（占7.71%）和其他非流动资产（占7.71%）构成。截至2021

年底，公司本部货币资金为43.02亿元。

2019—2021年末，公司本部负债持续增长，年均复合增长11.01%。截至2021年底，公司本部负债总额339.09亿元，较上年底增长18.70%。其中，流动负债196.48亿元（占比57.94%），非流动负债142.61亿元（占比42.06%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占85.62%）和一年内到期的非流动负债（占8.48%）构成；非流动负债主要由长期借款（占7.17%）、应付债券（占71.58%）和长期应付款（合计）（占15.23%）构成。公司本部2021年资产负债率为76.62%，较2020年提高0.28个百分点。截至2021年底，公司本部全部债务132.00亿元，长期债务占85.09%。截至2021年底，公司本部全部债务资本化比率56.06%，公司本部债务负担尚可。

2019—2021年末，公司本部所有者权益波动增长，年均复合增长4.91%。截至2021年底，公司本部所有者权益为103.48亿元，较上年底增长16.87%，主要系未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本为21.00亿元（占20.29%）、资本公积合计0.42亿元（占0.40%）、未分配利润合计63.75亿元（占61.61%）、盈余公积合计10.50亿元（占10.15%），所有者权益稳定性较弱。

2019—2021年，公司本部营业总收入波动增长，年均复合增长8.70%；利润总额波动下降，年均复合下降2.43%；投资收益波动增长，年均复合增长10.61%。2021年，公司本部营业总收入为8.73亿元，营业收入为8.73亿元，利润总额为13.36亿元。同期，公司本部投资收益为17.99亿元。

2019—2021年，公司本部经营活动产生的现金流量净额逐年增加；投资活动产生的现金流量净额波动增长；筹资活动产生的现金流量净额逐年增加。

截至2022年9月底，公司本部资产总额447.81亿元，所有者权益为110.25亿元，负债总额337.65亿元；公司本部资产负债率75.38%；全部债务151.40亿元，全部债务资本化比率57.86%。2022年1—9月，公司本部营业总收入1.12亿元，利润总额0.35亿元，投资收益4.15亿元。2022年1—9月，公司本部经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为70.76亿元、-88.07亿元、6.71亿元。

九、外部支持

公司控股股东实力强，在供应链运营和房地产等业务领域具有良好的市场形象，为公司业务开展提供了一定融资方面的支持。

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2022年9月底，厦门建发集团有限公司（以下简称“建发集团”）持股47.39%。厦门市国资委持有建发集团100%股权，为建发股份实际控制人。

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。建发股份拥有两家房地产公司，分别为公司和建发房地产集团有限公司（以下简称“建发房地产”，注册资本200000.00万元，建发股份持股54.65%）。

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，截至2022年9月底，公司其他应付款中从建发股份的拆入款项为9.75亿

元，资金成本由双方根据市场情况商定。股东对其融资方面具有一定支持。

十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务结构影响不大，本期债券发行后，公司整体偿债能力很强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

公司本期债券发行金额为不超过15.00亿元，假设发行15.00亿元，本期债券发行金额分别占2022年9月底公司长期债务和全部债务的5.65%和4.11%，对公司现有债务结构影响不大。以2022年9月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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上升至76.59%、53.60%和46.03%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

以2021年的财务数据为基础，考虑本期债券发行后，公司2021年经营活动现金流入量对发行后长期债务的保障能力尚可；2021年经营活动现金净流量无法覆盖发行后的长期债务；2021年EBITDA对发行后长期债务的保障能力一般。

表17 本期债券保障能力测算

项目	2021年
发行后长期债务*（亿元）	330.38
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	1.35
经营现金/发行后长期债务（倍）	-0.14
发行后长期债务/EBITDA（倍）	13.75

注：发行后长期债务为将本期债券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

十一、担保方分析

本期债券由建发股份提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

1. 担保方经营分析

(1) 经营概况

建发股份已形成“供应链运营+房地产”双主业格局，其中供应链业务为收入核心来源，房地产业务为利润核心来源。2019-2021年及2022年1-6月，建发股份供应链业务和房地产业务收入均呈持续增长态势，综合毛利率有所下滑。

建发股份已经形成了“供应链运营+房地产”双主业格局，2019-2021年，建发股份分别实现营业收入3372.39亿元、4329.49亿元和7078.44亿元，各板块收入均呈增长趋势。分板块来看，2019-2021年，供应链运营业务收入规模快速增长，主要系冶金原材料和农林产品等主要经营品种经营规模大幅增加所致。2021年，供应链运营业务实现营业收入6115.39亿元，较上年增长74.46%，占营业收入的86.39%，占比较上年有所上升。2019-2021年，建发股份房地产板块收入连续增长，主要系销售结算规模增加所致。2021年建发股份房

地产板块实现收入963.05亿元，较上年增长16.85%，占营业收入的13.61%。目前房地产行业处于调控周期，建发股份房地产业务的发展面临一定的政策调控压力，需关注2022年建发股份房地产项目去化情况。

毛利率方面，2019-2021年，建发股份供应链业务毛利率持续处于低水平，2021年为1.49%，较上年减少0.31个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2019-2021年，建发股份房地产业务毛利率持续下降，2021年为16.76%，较上年减少4.13个百分点，主要系当期结转项目毛利率较低所致。受上述因素影响，2019-2021年，建发股份综合毛利率有所下降，2021年为3.57%。

2022年1-6月，建发股份实现营业总收入3657.82亿元，同比增长25.78%，主要系供应链运营业务积极开拓市场，冶金原材料和农林产品等主要品种经营数量和规模增加所致。建发股份综合毛利率为2.89%，较上年同期减少0.41个百分点。

表 18 2019-2021 年及 2022 年 1-6 月建发股份营业收入构成及毛利率情况

项目	2019 年			2020 年		
	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
供应链运营业务	2874.48	66.39	2.70	3505.34	80.96	1.80
房地产业务	497.90	11.50	29.15	824.15	19.04	20.89
合计	3372.39	100.00	6.61	4329.49	100.00	5.44
项目	2021 年			2022 年 1-6 月		
	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
供应链运营业务	6115.39	86.39	1.49	3396.12	92.85	1.90
房地产业务	963.05	13.61	16.76	261.70	7.15	15.72
合计	7078.44	100.00	3.57	3657.82	100.00	2.89

注：建发股份房地产业务包含自持物业租赁收入，自持物业租赁收入规模很小
资料来源：建发股份提供

(2) 供应链运营业务

建发股份供应链运营业务具备极强的上下游资源整合能力，2019-2021年，建发股份供应链业务收入逐年增长，但毛利率处于低水平，主要品种为冶金原材料和农林产品。

供应链运营为建发股份第一大主业，近年来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，已逐步完

成由普通贸易商向现代供应链运营商的转型。作为供应链运营商，建发股份基于“物流 (Logistics)”“信息 (Information)”“金融 (Finance)”“商务 (Trading)”四大要素，围绕“LIFT 供应链服务”的三大核心工作——“整合”、“规划”、“运营”，为客户提供“4→n”的个性化定制服务，挖掘供应链运营链条上潜在的增值机会，为客户降低运营风险，提升运营效率。

图 5 建发股份 LIFT 供应链服务主要内容



资料来源：建发股份提供

通过合作优质龙头企业，建发股份不断加快全球的扩张步伐，已与超过170个国家和地区建立了业务关系，产品品类深入到国民经济发展的各个细分领域，涉及金属材料、浆纸产品、矿产品、农副产品、能源化工产品、机电产品、汽车、家电、轻纺产品、食品、美妆个护等多个品类，初步实现大宗商品至消费品的多品类的全球化布局。

通过实施全球化、多品类的发展战略，建发股份不断提升业务规模，并通过规模效应助力客户降本增效、分享增值收益，从而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，能够提升业务发展的抗风险能力和增长速度，有利于避免单一市场、单一产业链、单一品种占比过高带来的系统性风险。建发股份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。建发股份对出口贸易的外汇收入进行汇率锁定，一定程度上降低了人民币汇率波动风险。

近年来，建发股份主要供应链业务陆续转移至相关子公司，建发股份供应链板块的经营主体主要包括全资子公司建发（上海）有限公司（以下简称“上海建发”）、厦门建发金属有限公司（以下简称“建发金属”）、厦门建发物资有限公司（以下简称“建发物资”）、厦门建发纸业有限公司（以下简称“建发纸业”）、厦门建发汽车有限公司（以下简称“建发汽车”）、建发物流集团有限公司（以下简称“建发物流”）及昌富利（厦门）有限公司（以下简称“昌富利（厦门）”）等。

表 19 截至 2021 年底建发股份供应链业务主要经营子公司情况

公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (亿元)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	主要经营业务
上海建发	100.00	3.00	333.04	51.66	2202.37	12.57	建发股份设立的异地平台公司之一，主要从事自营和代理各类商品和技术的进出口业务
建发金属	100.00	7.00	57.55	10.35	379.35	0.90	钢铁供应链运营业务
建发物资	100.00	5.00	22.74	5.90	124.17	0.28	钢材内贸和进出口业务，系公司钢铁供应链主力运营商之一
建发纸业	100.00	5.00	113.94	20.78	570.10	5.20	专业经营纸张，纸浆，板材，木片，废纸和纸制品供应链业务，围绕林浆纸产业链
建发汽车	100.00	3.00	41.30	15.26	119.54	2.86	从事汽车销售与服务
建发物流	100.00	5.00	50.86	12.97	328.03	2.03	进出口物流，包括国际进出口代理、门到门

							运输、清关服务、保税货物国际采购等
昌富利 (厦门)	100.00	1.00	15.22	2.57	125.50	1.56	钢铁供应链运营业务
合计	--	29.00	634.65	119.49	3849.06	25.40	--

资料来源：建发股份提供

表 20 建发股份供应链运营主要子板块收入及占比情况

产品	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
冶金原材料	1532.05	53.30	1978.57	56.44	3655.25	59.77
农林产品	578.89	20.14	951.37	27.14	1574.93	25.75
其他产品	763.54	26.56	575.40	16.41	885.21	14.48
合计	2874.48	100.00	3505.34	100.00	6115.39	100.00

注：冶金原材料主要包括钢材、矿产品等金属材料；林产品主要包括浆纸、木材等；其他产品包括住宅地产、农产品、化工品、能源产品、轻纺产品、汽车、食品等产品及物流收入；尾差系四舍五入导致

资料来源：建发股份提供

2019—2021年，建发股份供应链运营业务收入持续增长，2021年收入较上年增长74.46%，主要系大宗商品价格大幅上升的同时，黑色、有色金属、矿产品、农产品和浆纸等主要经营品种经营销量大幅增加所致，毛利率为1.49%，较上年减少0.31个百分点，主要系钢铁、矿产品等产品采购成本上升所致。2021年，建发股份供应链运营业务中占比最高的为冶金原材料和农林产品，收入分别较上年增长84.74%和65.54%，占供应链业务收入的比例分别为59.77%和25.75%。

2022年1—6月，建发股份供应链运营业务实现营业收入3396.12亿元，同比增长27.40%；建发股份经营的黑色、有色金属、矿产品、农产品、浆纸、能化产品等主要大宗商品的经营销量超过8800万吨，同比增速近15%。

钢材

钢材销售收入对建发股份供应链业务收入贡献最大，经营主体主要包括建发金属、建发物资、上海建发和昌富利（厦门）等，经营品种包含钢坯、卷板（热轧、冷轧）、建材、板材、型钢等。

建发金属系首钢集团有限公司、河北津西钢铁集团股份有限公司最大战略合作伙伴，建发物资系山东钢铁集团有限公司和本钢集团有限公司等多家大型钢厂的战略合作伙伴。建发

股份已形成了较为稳定的经营模式和供应链条：上游方面，建发股份主要与国内多家大型钢厂建立长期合作关系，成为其战略伙伴，与钢厂签订全年采购协议并支付年度协议定金，以锁定钢材供应量，建发股份借此加强对钢铁资源的控货能力并可在完成供应量后获取一定返利，同时提高对货物物流环节的运输效率；下游方面，建发股份主要与下游客户签订年度购销协议，并收取一定的年度保证金，建发股份每个月根据下游客户需求收取15%~20%保证金后向钢厂订货，与钢厂签订正式的采购合同，预付全款，进一步锁定价格和供应量，结算价格为钢厂出厂价格的基础上加上相关费用等，下游客户在所采购的钢材到货后，根据自身需求在合同规定的时间内向建发股份付款提货。

为防范存货跌价风险，建发股份采用保证金追加措施，根据下游客户的履约能力及订货量，在钢材跌价之后追加保证金并保留货物处置权利。目前，建发股份70%货物存放在第三方物流，建发股份一般选择国企背景且风险管理能力较好的物流及仓储公司，以保证货物安全及货权控制能力。

相比传统的贸易模式，由于建发股份订单稳定且规模较大，与上游议价能力较强，可获得较为优惠的采购价格，同时建发股份通过下

游订单整合，可及时与钢厂生产调配进行衔接，进而提高钢厂生产效率，降低钢厂库存占用，整个供应链过程中的周转效率及资源调配得以提升，建发股份进而可赚取比传统贸易模式更多的利润。

矿产品

矿产品业务主要由子公司厦门建发矿业有限公司经营。建发股份经营铁矿石业务多年，拥有丰富的市场经验和资源渠道，与巴西、澳洲等国际知名矿山保持良好的长期合作关系。

一般来讲，由下游直接与矿山签订长期协议，建发股份与上游长期协议签订比例较小，主要根据下游客户需求进行补充采购，上游供应商包括力拓、淡水河谷、必和必拓等。

销售方面，以内销为主，主要销售对象为国内的大中型国营和民营钢厂，建发股份与柳钢、宝钢、鞍钢、沙钢等国内众多大中型钢铁厂均有着稳定密切的合作。

浆纸

建发股份浆纸业务主要经营实体为建发纸业。建发股份围绕林浆纸产业链，为客户提供原材料采购、仓储加工、物流配送、销售结算、风险管理、融资租赁转介等服务，提供制浆造纸、印刷包装整体供应链服务。建发纸业已成为全国最大的林浆纸供应链运营商。

由于国内木浆生产能力有限，造纸行业所需木浆主要依赖进口，建发股份上游供应商主要为国外浆厂的代理商和国外浆厂，建发股份与国外浆厂合作较为紧密，并通过长期合作良好的供应商按年签订年度协议，保证建发股份有稳定的货源供应，每月代理商或浆厂通过邮件、电话等形式向建发股份报价，双方经过磋商达成一致就签订合同，一般一个月定一次采购价，建发股份在协议规定的采购量后有相应的返利收入。对于没有签订长期协议的供应商，根据市场行情变化和下游客户需要，建发股份实时与其联系、下单，实行较为灵活的采购政策。

建发股份浆纸业务基本形成了全国销售网络的布局，销售区域遍布华北、华南、山东、江浙沪地区、东北三省、湖南、湖北、西北等地区。建发股份纸浆销售模式一般采用现款销售，部分采用年度销售协议锁定客户的采购量，如果客户有信用的需求，会根据该客户的信用情况给予一定的账期。纸张销售方面，建发股份根据客户资信情况给予客户一定的授信金额和期限，赊销给客户，对初次合作及规模较小的客户，销售和采购一般采取款到发货或货到付款的模式。

此外，建发股份发挥自身多年浆纸贸易积累的网络优势，逐步探索向上游纸浆生产领域拓展，参股四川永丰浆纸股份有限公司（以下简称“永丰浆纸”，持股比例 40%），该公司利用当地竹子资源制造竹浆，已拥有 12 万吨/年竹浆纸的产能。2021 年，建发股份对永丰浆纸的关联采购金额为 9.94 亿元，同比增长 42.37%。

2022 年 1 月，建发纸业参与森信纸业集团有限公司（以下简称“森信纸业”，股票代码：00731.HK）重组完成，建发股份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。

2019—2021 年，建发股份林产品销售量分别为 1620.61 万吨、2915.82 万吨和 3960.93 万吨，呈逐年增长趋势。

农产品

农产品板块运营主体主要包括厦门建发物产有限公司和厦门建发原材料贸易有限公司（以下简称“建发原材料”），主要经营饲料原料、粮油、橡胶等产品的进出口及内贸业务，其中占比较大的为饲料原料。

建发股份农产品业务供应商主要有 Cargill、Louis Dreyfus、BUNGE、中粮、ADM、嘉能可等。在拓宽新品种的同时，建发股份亦进一步拓宽购销渠道，与温氏、海大、

新希望、漓源、双胞胎等国内外行业龙头达成战略合作伙伴关系。

风险控制方面，为规避大宗商品的价格变动风险，建发股份在期货市场上对粮油业务中的植物油和橡胶业务进行套期保值，从而锁定风险及收益。

汽车

汽车板块运营主体是建发汽车，主营宾利、保时捷、路虎、捷豹、凯迪拉克、进口大众等中高端品牌，车型涵盖了小轿车、跑车及越野车等。汽车上游供应商主要为各品牌的中国国内供应商，建发股份主要采取签订品牌年度总授权，根据整体销售进度及下游客户的个别需求来确定采购量，分批审批下单；在整车销售业务中，建发股份一律采用先收齐全款再开票发货的方式销售，同时通过与银行合作，为客户提供信用卡分期、抵押贷款等融资方式，及通过其他非银行金融机构，为客户增设多种购车融资渠道。

建发股份近年来积极发展汽车产品的销售和服务业务，先后获得了保时捷、进口大众、讴歌、三菱、标志、双龙等品牌的地区销售授权。区域拓展方面，除厦门地区外，建发股份相继在西安、泉州等地开设了 4S 店或销售中心。

化工、机电五矿、轻工纺织和物流服务业收入规模较小，对建发股份供应链运营业务影响不大。

(3) 房地产业务

2019—2021年，建发股份房地产业务销售金额和销售面积均快速增长，同时充足的土地储备保障了建发股份房地产业务的可持续发展。但联合资信关注到，2019—2021年，为拓

展市场份额，建发股份房地产业务开工及土地投资规模快速增长，资金压力大幅上升，且经济下行压力加大以及疫情多点频发，均对市场的需求产生抑制，建发股份房地产业务未来去化情况有待关注。

建发股份房地产业务主要由建发房地产和联发集团产经营，其中建发房地产主要布局长三角（杭州、合肥、南京等）、珠三角（深圳、广州、佛山等）及福建省内（厦门、福州、龙岩、漳州等），项目涉及精品住宅、高层商务楼、商业地产，以住宅为主，定位中高端改善性住房，并承担了部分土地一级开发和大型公建项目的代建工作。联发集团主要项目布局定位在热门二三线城市区域，如厦门、南昌、南宁、桂林、重庆、天津等地。两家房地产子公司外埠市场区域不同，以规避竞争，对于福建省内尤其是厦门市周边地区的房地产市场，两家公司通过协商或联合开发的方式解决。

2019—2021年，建发房地产营业收入分别为 320.73 亿元、619.79 亿元和 723.78 亿元，持续增长；净利润分别为 49.42 亿元、53.13 亿元和 67.37 亿元，持续增长。2019—2021年，联发集团营业收入分别为 205.56 亿元、239.04 亿元和 273.00 亿元，持续增长；净利润分别为 16.58 亿元、11.30 亿元和 10.54 亿元，持续下降，主要系结转项目成本增加所致。

2022年1—6月，建发股份房地产业务实现营业收入 261.70 亿元，同比增长 7.93%；实现利润总额 2.48 亿元，同比增长 7.12%；实现归属于母公司所有者的净利润 6.22 亿元，同比下降 34.80%，主要系建发股份土地一级开发业务在去年同期出让了一块土地并相应确认了营业收入和利润。

表 21 2021 年建发股份房地产业务主要经营子公司情况（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	净利润
建发房地产	54.65	3797.39	829.50	723.78	67.37
联发集团	95.00	1296.49	318.15	273.00	10.54

资料来源：建发股份提供

建发房地产

2019—2021年，建发房地产合同销售金额和销售面积快速增长，2021年同比分别增长68.83%和72.16%，主要集中在福州、漳州、厦门、龙岩、成都和泉州等区域。2019—2021年，建发房地产权益口径新开工面积快速增

长，2021年同比增长147.02%，主要系建发房地产着力扩展市场份额以及根据销售情况加大开工力度所致。受二线城市销售占比增加影响，2019—2021年建发房地产签约销售均价呈波动增长趋势。

表 22 2019—2021 年建发房地产经营情况

类别	2019 年	2020 年	2021 年
权益口径新开工面积（万平方米）	368.55	549.29	1356.86
权益口径房屋竣工面积（万平方米）	183.56	278.07	519.19
合同销售金额（亿元）	721.97	1038.82	1753.85
合同销售面积（万平方米）	404.75	531.15	914.41
签约销售均价（万元/平方米）	1.78	1.96	1.92
账面销售金额（亿元）	239.71	531.72	572.58
账面销售面积（万平方米）	206.06	325.55	373.22
期末土地储备面积（万平方米）	805.12	1199.45	2087.61
权益口径新增土地投资（亿元）	341.16	697.44	932.20

注：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
资料来源：建发股份审计报告

土地储备拓展方面，建发房地产深耕福建省内及其他已进入成熟区域，围绕长三角、珠三角及福建区域逐步布局广州、太仓、张家港、南平、南京等地。2019—2021年，建发房地产土地储备面积和新增土地投资规模快速增长，2021年同比分别增长36.48%和33.66%。按2021年权益口径新开工面积计算，建发房地产土地储备能够满足未来2~3年的开发需求，土地储备充足。截至2022年6月底，建发房地产在建项目主要集中于厦门、无锡、上海等地，总投资规模为4431.30亿元（并表项目按100%列示，且含非并表项目），已投资规模为3336.33亿元，尚需投资规模较大。

联发集团

联发集团经营详见七、经营分析。

（4）经营效率

2019—2021年，建发股份经营效率有所提高，受房地产业务占比较大影响，建发股份经营效率指标表现一般。

2019—2021年，建发股份销售债权周转次数、存货周转次数持续上升，总资产周转次数波动上升。2021年，建发股份销售债权周转次

数、存货周转次数及总资产周转次数分别为103.54次、2.40次和1.43次。

（5）未来发展

建发股份供应链运营经营方针有助于扩大供应链运营业务规模，提升管理水平；房地产板块的联动和协同方针有助于提升建发股份抵御行业政策波动风险的能力。

供应链运营

建发股份作为国内较早提出供应链运营理念并成功转型的企业，未来仍将致力于依托供应链运营平台优势，以“LIFT 供应链服务”的“物流（Logistics）”“信息（Information）”“金融（Finance）”“商务（Trading）”四类服务要素为基础，有效整合各类行业优质资源，创新开发供应链服务产品，提升供应链运营管理一体化综合服务能力，为客户奉献高性价比的供应链服务产品。建发股份将按照五年战略规划确定的供应链运营商的市场定位，以供应链运营为基本主业，促进核心主业做强、做大，致力于成为中国领先的、有核心竞争力的供应链运营商。

房地产板块

建发股份房地产业务以房地产开发为主业，同时布局城市更新改造、物业管理、商业管理、代建运营、关联产业投资、工程设计与服务，发挥联动和协同效应，在持续强化核心主业的同时，培育建发股份未来新的增长点。建发股份将整合优势资源，完善房地产开发和房地产产业链服务布局，发挥在产品研发和增值服务方面的竞争优势，以“产品+服务”的联动模式驱动增长。

2. 担保方财务分析

(1) 财务概况

建发股份提供的2019—2021年财务报表已经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。建发股份提供的2022年半年度财务数据未经审计。

合并范围方面，2019年，建发股份新纳入合并范围子公司95家，其中非同一控制下企业合并4家，新设立子公司91家；不再纳入合并范围子公司15家。2020年，建发股份新纳入合并范围子公司113家，其中非同一控制下企业合并8家，新设立子公司105家。

截至2021年底，建发股份合并范围子公司987家，较2020年底新增317家，其中，建发房地产通过其下属子公司厦门益悦置业有限公司收购合诚工程咨询集团股份有限公司（股票代码：603909.SH，以下简称“合诚股份”）29.01%的股权，成为合诚股份单一拥有表决权股数占总股本比例最大的股东，实现对合诚股份的控股，形成商誉6.18亿元；不再纳入合并范围子公司和孙公司139家，主要是建发房地产合并范围内子公司的减少。

2022年1—6月，建发股份合并范围子公司1076家，较2021年底新增94家，减少5家，建发股份合并范围变动对财务数据可比性影响不大。

截至2021年底，建发股份合并资产总额为6024.59亿元，所有者权益为1369.18亿元（含少数股东权益860.74亿元）；2021年，建发股

份实现营业总收入7078.44亿元，利润总额158.02亿元。

截至2022年6月底，建发股份合并资产总额7573.95亿元，所有者权益1536.99亿元（含少数股东权益973.59亿元）；2022年1—6月，建发股份实现营业总收入3657.82亿元，利润总额54.22亿元。

(2) 资产质量

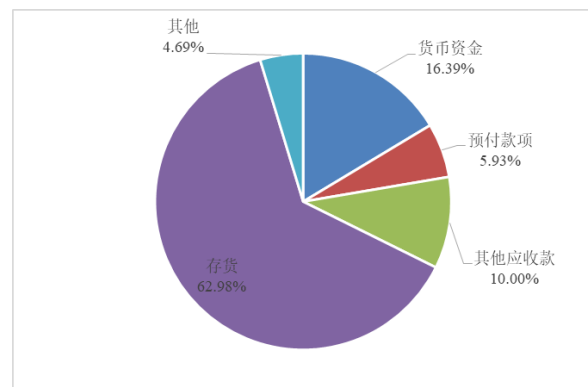
2019—2022年6月末，随着地产板块投入持续加大，建发股份资产规模快速增长，以流动资产为主，流动资产中货币资金及存货（地产类存货为主）占比高，预付款项和其他应收款对资金形成一定占用，资产受限比例较高。总体看，建发股份资产质量及流动性良好。

2019—2021年末，建发股份资产规模快速增长，年均复合增长42.81%，截至2021年底，建发股份合并资产总额为6024.59亿元，较上年底增长55.61%，其中，流动资产占91.41%，非流动资产占8.59%。建发股份资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

2019—2021年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长43.29%，截至2021年底为5506.83亿元，较上年底增长58.01%，主要系货币资金、存货和其他应收款大幅增加所致。截至2021年底，建发股份流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货构成。

图6 截至2021年底建发股份流动资产构成



资料来源：建发股份审计报告，联合资信整理

2019—2021年末，建发股份货币资金持续

增长，年均复合增长 59.80%，截至 2021 年底为 902.68 亿元，较上年底增长 67.76%，主要系建发股份经营规模大幅增长，相应增加资金储备所致。货币资金中，银行存款占 93.83%、其他货币资金占 6.17%，其他货币资金主要系银行承兑汇票保证金、信用证保证金、保函保证金、进口押汇保证金、项目施工保证金等；上述其他货币资金中不能随时用于支付的存款 53.54 亿元，占货币资金总额的 5.93%，货币资金受限规模尚可。

2019—2021 年末，建发股份应收账款波动增长，年均复合增长 8.57%，截至 2021 年底为 82.26 亿元，较上年底增长 80.43%，主要系供应链业务规模扩大，赊销业务增加，以及子公司建发房地产收购合诚股份所致。应收账款账龄以一年以内为主，累计计提坏账准备 7.79 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 10.31 亿元，占比为 11.45%，集中度不高。

2019—2021 年末，建发股份预付款项持续增长，年均复合增长 40.73%，截至 2021 年底为 326.78 亿元，较上年底增长 21.70%，主要系供应链业务预付货款增加以及房地产业务预付土地出让金增加所致；从账龄角度来看，预付款项账龄在一年以内的占 99.61%，账龄较短；从集中度看，预付款项余额前五名占 14.97%，集中度较低。

2019—2021 年末，建发股份其他应收款快速增长，年均复合增长 40.79%，以往来款为主。截至 2021 年底，建发股份其他应收款 550.73 亿元，较上年底增长 81.59%，主要系房地产业务支付合作项目往来款增加所致。截至 2021 年底，建发股份其他应收款中有 470.95 亿元往来款，基本为房地产业务产生，主要是对非并表项目的同股比出资。累计已计提坏账准备 7.19 亿元，计提比例为 1.31%；其他应收款期末余额前五名均为房地产业务合作方往来款，占比 19.53%，集中度一般；从账龄结构来看，1 年以内的占 75.32%，1~2 年的占 17.51%，2~3 年的占 3.68%，其余为 3 年以上，账龄较长，有一定回

收风险。

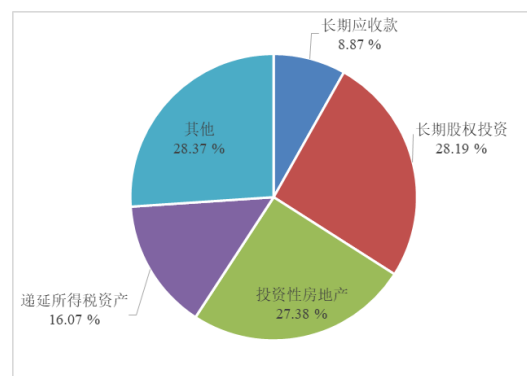
2019—2021 年末，建发股份存货持续增长，年均复合增长 41.48%，截至 2021 年底为 3468.25 亿元，较上年底增长 56.18%，主要系建发股份房地产业务新建项目增加以及供应链业务商品采购规模增加所致。存货主要由开发成本（占 88.45%）、开发产品（占 4.77%）和库存商品（占 6.69%）构成；存货累计计提跌价准备 30.17 亿元，计提比例为 0.86%。

2019—2021 年末，建发股份其他流动资产持续增长，年均复合增长 54.21%，截至 2021 年底为 138.03 亿元，较上年底增长 76.54%，主要系建发股份预缴的增值税和土地增值税增加以及留抵增值税进项税额增加所致。

非流动资产

2019—2021 年末，建发股份非流动资产规模持续增长，年均复合增长 37.97%，截至 2021 年底为 517.76 亿元，较上年底增长 34.01%，建发股份非流动资产主要由长期应收款、长期股权投资、投资性房地产、固定资产和递延所得税资产构成。

图 7 截至 2021 年底建发股份非流动资产构成



资料来源：建发股份审计报告，联合资信整理

2019—2021 年末，建发股份长期应收款持续增长，年均复合增长 25.06%，截至 2021 年底为 45.94 亿元，较上年底增长 6.78%，主要系建发股份房地产业务收到合作方往来款增加所致。

2019—2021 年末，建发股份长期股权投资

持续增长，年均复合增长62.79%，截至2021年底为145.94亿元，较上年底增长75.17%，主要系建发股份房地产业务对联营企业的投资增加。

2019—2021年末，建发股份投资性房地产持续增长，年均复合增长31.90%。2020年10月1日起，建发股份对投资性房地产的后续计量模式进行变更，即由成本计量模式变更为公允价值计量模式。截至2021年底为141.75亿元，较上年底增长21.03%。

2019—2021年末，建发股份固定资产持续增长，年均复合增长24.54%，截至2021年底为28.13亿元，较上年底增长15.31%，主要系房屋及建筑物的增加所致；建发股份固定资产主要由房屋及建筑物（占80.70%）、交通工具（占8.92%）、电子及办公设备（占5.68%）等构成；建发股份固定资产累计计提折旧13.10亿元。

2019—2021年末，建发股份在建工程持续下降，年均复合下降34.24%，截至2021年底为1.57亿元，较上年底下降35.10%，主要系建

发股份执行新租赁准则，将租赁资产确认为使用权资产所致。

2019—2021年末，建发股份商誉波动增长，年均复合增长102.43%，截至2021年底为8.54亿元，较上年底增长315.64%，主要系建发房地产收购合诚股份所致。

2019—2021年末，建发股份递延所得税资产持续增长，年均复合增长29.87%，截至2021年底为83.19亿元，较上年底增长30.70%，主要系建发股份房地产业务预收售房款增加，对

应可抵扣暂时性差异增加所致。

截至2021年底，建发股份所有权和使用权受限资产规模合计为937.53亿元，受限资产占总资产比重为15.56%，受限比例较高。截至2022年6月底，建发股份所有权和使用权受限资产规模合计为1048.48亿元，受限资产占总资产比重为13.84%，受限比例较高。建发股份受限资产详情如下。

表 23 截至 2022 年 6 月底建发股份受限资产情况

项目	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
货币资金	122.94	1.62	其他货币资金中不能随时用于支付的银行承兑汇票保证金、保函保证金、进口押汇保证金、按揭贷款保证金、经营性贷款保证金、项目施工保证金及预售保证金等
应收票据	0.03	0.0004	已背书或贴现但尚未到期未终止确认的应收票据
应收款项融资	0.75	0.01	应收银行承兑汇票质押
存货	874.03	11.54	借款抵押
存货	3.47	0.05	期货交易质押
无形资产	1.47	0.02	借款抵押
其他流动资产	0.55	0.01	存出担保保证金
投资性房地产	37.18	0.49	借款抵押
固定资产	5.28	0.07	借款抵押
长期股权投资	2.79	0.04	借款质押
合计	1048.48	13.84	--

资料来源：建发股份年报

截至2022年6月底，建发股份合并资产总额7573.95亿元，较上年底增长25.72%，主要系预付款项、其他应收款和存货增长所致。其中，流动资产占92.16%，非流动资产占7.84%。建发股份资产以流动资产为主，资产结构较上

年底变化不大。截至2022年6月底，建发股份预付款项554.40亿元，较上年底增长69.65%，主要系供应链业务规模扩大，预付货款增加所致；建发股份其他应收款678.56亿元，较上年底增长23.21%，主要系建发房地产因新增合作

项目，与合作方及联营企业往来款增加所致；建发股份存货 4487.96 亿元，较上年底增长 29.40%，主要系房地产业务新建项目增加以及供应链业务商品采购规模增加所致。

(3) 资本结构

所有者权益

由于利润积累、可续期债券发行以及房地产业务拓展导致少数股东权益上升，建发股份所有者权益规模逐年增长，但未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。

2019—2021 年末，建发股份所有者权益持续增长，年均复合增长 43.92%，截至 2021 年底为 1369.18 亿元，较上年底增长 59.10%，主要系未分配利润增长及建发股份发行永续债所致，其中发行永续债导致其他权益工具增加至 96.42 亿元；归属于母公司所有者权益占比为 37.13%，少数股东权益占比为 62.87%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 2.09%、2.39%、0.40% 和 24.20%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2022 年 6 月底，建发股份所有者权益 1536.99 亿元，较上年底增长 12.26%，主要系少数股东权益增加及建发股份发行永续债所致。其中，发行永续债导致其他权益工具增加至 139.87 亿元。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的比例为 1.96%、2.70%、0.50% 和 22.02%。

负债

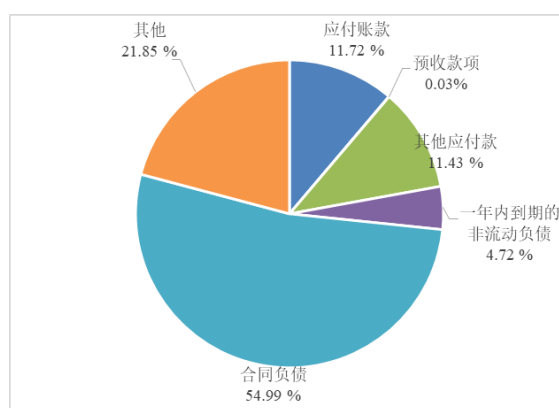
随着房地产业务规模扩大，建发股份合同负债及应付往来款快速上升，加之各类融资规模加大，推动负债规模及有息债务规模大幅增长，债务期限结构以长期为主，整体债务负担较重。

2019—2021 年末，建发股份负债规模持续增长，年均复合增长 42.49%，截至 2021 年底为 4655.41 亿元，较上年底增长 54.61%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占

76.52%，非流动负债占 23.48%。建发股份负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

2019—2021 年末，建发股份流动负债持续增长，年均复合增长 46.39%，截至 2021 年底为 3562.36 亿元，较上年底增长 67.59%，主要系合同负债、其他应付款和应付账款增加所致。建发股份流动负债主要由应付票据、应付账款、其他应付款、合同负债和其他流动负债构成。

图 8 截至 2021 年底建发股份流动负债构成



资料来源：建发股份财务报告，联合资信整理

2019—2021 年末，建发股份应付票据持续增长，年均复合增长 25.92%，截至 2021 年底为 207.02 亿元，较上年底增长 37.55%，主要系建发股份供应链业务以银行承兑汇票结算的采购业务增加所致。

2019—2021 年末，建发股份应付账款持续增长，年均复合增长 38.57%，截至 2021 年底为 417.65 亿元，较上年底增长 49.68%，主要系建发股份房地产业务应付开发成本款增加所致。

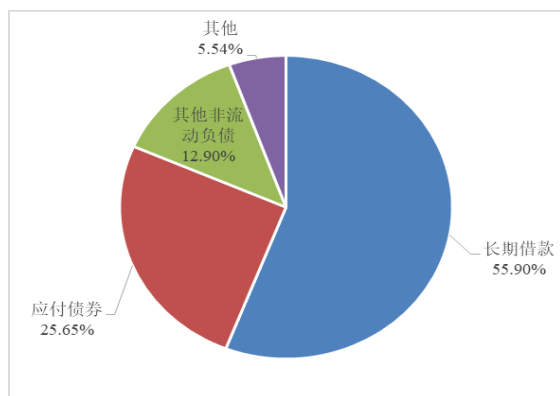
2020—2021 年末，建发股份合同负债持续增长。2020 年，建发股份执行新会计准则，将原计入预收款项和递延收益的部分项目调整至合同负债，截至 2021 年底，建发股份合同负债 1958.90 亿元，较上年底增长 78.58%，主要系房地产业务预收售房款及供应链业务预收货款增加所致；建发股份合同负债中预收售房款为 1759.98 亿元。

2019—2021 年末，建发股份其他应付款持

续增长，年均复合增长 40.29%，截至 2021 年底为 407.33 亿元，较上年底增长 79.77%，主要系建发股份房地产业务收到合作方往来款增加所致。

2019—2021 年末，建发股份其他流动负债持续增长，主要为待转销项税额，年均复合增长 150.70%，截至 2021 年底为 200.64 亿元，较上年底增长 78.88%，主要系建发股份预收售房款和预收货款增加导致待转销项税额相应增加所致。

图 9 截至 2021 年底建发股份非流动负债构成



资料来源：建发股份财务报告，联合资信整理

2019—2021 年末，建发股份非流动负债持续增长，年均复合增长 31.66%，截至 2021 年底为 1093.05 亿元，较上年底增长 23.47%，主要系长期借款和其他非流动负债增加所致。建发股份非流动负债主要由长期借款、应付债券和其他非流动负债构成。

2019—2021 年末，建发股份长期借款持续增长，年均复合增长 30.72%，截至 2021 年底为 611.03 亿元，较上年底增长 40.44%，主要系建发股份房地产业务规模增加，融资规模扩大所致；长期借款主要由抵押借款（占 53.18%）和保证借款（占 45.59%）构成。

2019—2021 年末，建发股份应付债券波动增长，年均复合增长 14.74%，截至 2021 年底为 280.42 亿元，较上年底下降 0.87%，较上年

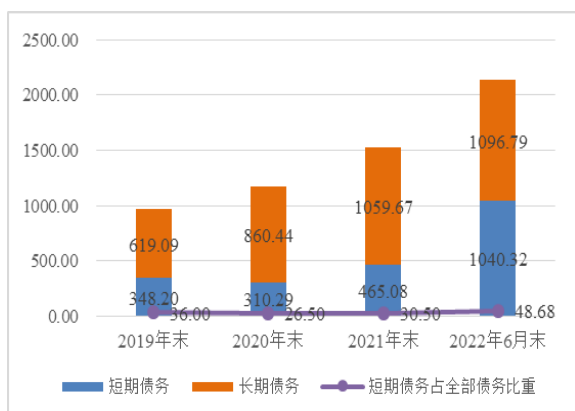
底变化不大。

2019—2021 年末，建发股份长期应付款波动增长，年均复合增长 8.34%。截至 2021 年底，建发股份长期应付款 21.87 亿元，较上年底下降 48.68%，主要系建发股份房地产业务部分资产支持计划转为一年内到期的非流动负债所致。

2019—2021 年末，建发股份其他非流动负债持续增长，年均复合增长 116.79%，截至 2021 年底为 141.00 亿元，较上年底增长 41.00%，主要系子建发股份建发房地产发行 70 亿元“国寿投资-厦门建发基础设施债权投资计划”及 11 亿元“华泰-建发鹭洲里资产支持专项计划”所致。

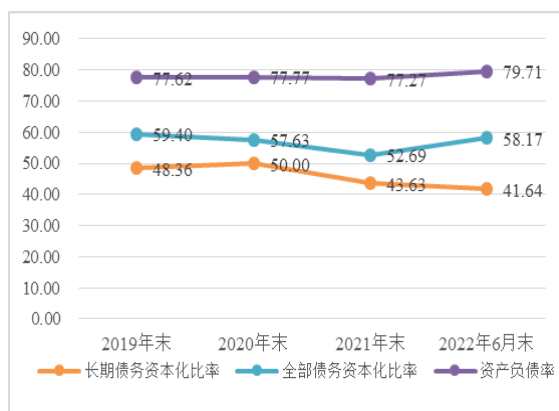
截至 2022 年 6 月底，建发股份负债总额 6036.97 亿元，较上年底增长 29.68%，主要系短期借款、应付票据和合同负债增长所致。其中，流动负债占 81.04%，非流动负债占 18.96%，负债结构较上年底变化不大。截至 2022 年 6 月底，建发股份短期借款 293.09 亿元，较上年底增长 225.69%，主要系供应链运营业务规模增加，融资规模扩大所致；建发股份应付票据 477.71 亿元，较上年底增长 130.75%，主要系供应链运营业务以银行承兑汇票结算的采购业务增加所致；建发股份合同负债 2526.15 亿元，较上年底增长 28.96%，主要系房地产业务预收售房款及供应链业务预收货款增加所致。

图 10 2019 - 2021 年末及 2022 年 6 月末建发股份债务结构 (单位: 亿元)



注: 短期债务占全部债务比重数值为百分比
资料来源: 建发股份财务报告, 联合资信整理

图 11 2019 - 2021 年末及 2022 年 6 月末建发股份债务杠杆水平



注: 图中数据为百分比
资料来源: 建发股份财务报告, 联合资信整理

有息债务方面, 2019—2021 年末, 建发股份全部债务持续增长, 年均复合增长 25.55%。从债务指标来看, 2019—2021 年末, 建发股份资产负债率波动下降; 全部债务资本化比率持续下降; 长期债务资本化比率波动下降。截至 2021 年底, 建发股份全部债务 1524.74 亿元, 较上年底增长 30.24%, 系主业扩张带来融资需求增加所致。债务结构方面, 短期债务占 30.50%, 长期债务占 69.50%, 以长期债务为主。

从债务指标来看, 截至 2021 年底, 建发股份资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.27%、52.69% 和 43.63%, 较上年底分别下降 0.50 个百分点、下降 4.95 个百分点和下降 6.37 个百分点。整体看, 建发股份债务负担较重。

若将永续债计入长期债务, 截至 2021 年底, 建发股份调整后资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 78.87%、56.02% 和 47.60%, 较调整前分别上升 1.60 个百分点、3.33 个百分点和 3.97 个百分点。

截至 2022 年 6 月底, 建发股份全部债务 2137.11 亿元, 较上年底增长 40.16%。债务结构方面, 短期债务占 48.68%, 长期债务占 51.32%, 结构相对均衡。从债务指标来看, 截至 2022 年 6 月底, 建发股份资产负债率、全部

债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 79.71%、58.17% 和 41.64%, 较上年底分别提高 2.43 个百分点、提高 5.48 个百分点和下降 1.99 个百分点。

若将永续债计入长期债务, 其他因素保持不变的情况下, 截至 2022 年 6 月底, 建发股份资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 81.55%、61.97% 和 46.95%, 较调整前分别上升 1.85 个百分点、3.81 个百分点和 5.31 个百分点。

从债务期限分布看, 截至 2022 年 6 月底建发股份全部债务期限结构如下表所示, 建发股份债务到期主要分布在 1 年以内。

表 24 截至 2022 年 6 月底建发股份债务期限结构 (单位: 亿元)

项目	1年以内	1-5年	5年以上	合计
短期借款	293.09	--	--	293.09
应付票据	477.71	--	--	477.71
其他流动负债 (有息部分)	31.30	--	--	31.30
其他应付款 (有息部分)	70.39	--	--	70.39
一年内到期的非流动负债 (有息部分)	167.83	--	--	167.83
长期借款	--	579.34	30.27	609.61
应付债券	--	281.71	76.05	357.76
租赁负债	--	4.51	1.18	5.69
长期应付款 (有息部分)	--	3.69	4.03	7.72
其他非流动负债 (有息部分)	--	44.99	71.01	116.00

合计	1040.32	914.24	182.54	2137.10
占比 (%)	48.68	42.78	8.54	100.00

注：债务合计数与全部债务在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：建发股份提供

截至 2022 年 9 月 21 日，建发股份本部存续债券 146.70 亿元，其中，于 2022 年到期的债券 51.00 亿元。

表 25 截至 2022 年 9 月 21 日建发股份本部存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
20 建发 Y1	2022-10-21	20.00
21 建发 Y1	2023-03-25	15.70
21 建发 Y2	2023-04-21	10.00
21 建发 MTN001	2024-09-09	15.00
21 建发 MTN002	2024-12-17	10.00
22 建发 SCP001	2022-10-10	11.00
22 建发 01	2025-01-13	5.00
22 建发 SCP002	2022-11-10	10.00
22 建发 SCP003	2022-11-18	10.00
22 建发 Y1	2024-04-21	10.00
22 建发 Y2	2024-05-30	10.00
22 建发 Y3	2022-06-21	10.00
22 建发 Y4	2025-08-08	10.00
合计	--	146.70

资料来源：Wind

(4) 盈利能力

2019—2021 年，建发股份营业收入及净利润规模持续增长，费用控制能力良好，整体盈利能力很强，但房地产业务存货跌价准备对利润形成一定侵蚀。

2019—2021 年，建发股份营业总收入持续增长，年均复合增长 44.88%，2021 年，建发股份实现营业总收入 7078.44 亿元，同比增长 63.49%，主要系建发股份供应链业务积极开拓市场，冶金原材料和农林产品等主要经营品种经营规模大幅增加，以及房地产业务销售结算规模增加所致。2019—2021 年，建发股份营业成本持续增长，年均复合增长 47.16%，2021 年为 6825.85 亿元，同比增长 66.72%，与营业收入变化趋势一致。

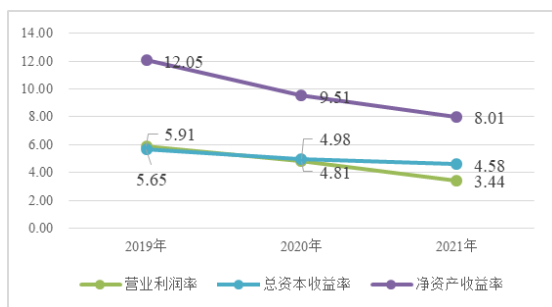
从期间费用看，2019—2021 年，建发股份费用总额波动增长，年均复合增长 7.05%，2021 年为 105.14 亿元，同比增长 30.41%，主要系建发股份营业规模较上年同期增加，各项费用相应增加所致。从构成看，建发股份销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占费用总额比重分别为 77.62%、6.31%、0.70%和 15.37%。2019—2021 年，建发股份期间费用率分别为 2.72%、1.86%和 1.49%，建发股份费用控制能力较强。

非经常性损益方面，2019—2021 年，建发股份投资收益持续增长，年均复合增长 108.77%，2021 年，建发股份实现投资收益 30.85 亿元，同比增长 164.12%，主要系子建发股份联发集团出售宏发科技股份有限公司收益较上年同期增加，联营企业收益较上年同期增加，以及供应链业务商品期货套保投资收益较上年同期增加所致，投资收益占营业利润比重为 19.72%，对利润有一定影响。2019—2021 年，建发股份其他收益持续增长，年均复合增长 68.53%，2021 年为 4.72 亿元，同比增长 71.86%，主要系建发股份收到的政府补助较上年同期增加所致，其他收益占营业利润比重为 3.02%，对营业利润影响不大。2019—2021 年，建发股份营业外收入波动增长，年均复合增长 7.04%，2021 年为 2.47 亿元，同比增长 66.82%，主要系建发股份赔偿金收入及违约金收入较上年同期增加所致，营业外收入占利润总额比重为 1.56%，对利润影响不大。

2019—2021 年，建发股份资产减值损失分别为 6.63 亿元、20.39 亿元和 14.23 亿元，主要为房地产业务计提的存货跌价准备；建发股份信用减值损失分别为 0.66 亿元、1.99 亿元和 2.10 亿元，主要为建发股份计提的应收款坏账准备，建发股份信用减值和资产减值对利润形成一定侵蚀。

2019—2021 年，建发股份利润总额持续增长，年均复合增长 19.56%，构成以经营性利润为主；2021 年利润总额为 158.02 亿元，同比增长 30.52%。

图 12 2019—2021 年建发股份盈利指标



资料来源：联合资信根据建发股份财务报表整理

盈利指标方面，2019—2021 年，建发股份营业利润率、总资本收益率及净资产收益率持续下降，2021 年，建发股份营业利润率、总资本收益率及净资产收益率分别为 3.44%、4.58% 和 8.01%。

与国内同行业其他上市公司相比，建发股份盈利水平较高。

表 26 同类供应链运营企业 2021 年盈利能力指标情况

股票简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
厦门象屿	2.19	5.68	13.43
厦门国贸	1.72	5.70	12.34
建发股份	3.57	3.49	13.67

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind，联合资信整理

2022 年 1—6 月，建发股份实现营业总收入 3657.82 亿元，同比增长 25.78%；实现利润总额 54.22 亿元，同比增长 21.96%。2022 年 1—6 月，建发股份其他收益为 4.24 亿元，主要为政府补助；公允价值变动收益为 5.22 亿元，主要系衍生金融工具产生的公允价值变动产生；建发股份投资收益为 1.28 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益。2022 年 1—6 月，建发股份资产减值损失为 6.32 亿元，主要为房地产业务计提的存货跌价损失，减值原因主要系部分地产项目拿地价格较高，后期由于限价政策销售未达预期；建发股份信用减值损失为 4.88 亿元，主要为建发股份计提的应收款坏账准备，建发股份信用减值和资产减值对利润形成一定侵蚀。

(5) 现金流

2019—2021 年，受房地产业务支付地价款

及工程款增加的影响，建发股份经营活动现金净额持续下降，经营获现能力有所下滑；投资活动现金净流量有所波动。随着建发股份业务规模大幅增长，各类融资规模加大，使得筹资活动现金净流量持续增长。考虑到建发股份地产业务未来仍需较大规模投资，建发股份对外融资需求大。

从经营活动来看，2019—2021 年，建发股份经营活动现金流入持续增长，年均复合增长 47.66%，主要系供应链运营业务规模扩大以及房地产业务预售收房款增加所致。2021 年，建发股份经营活动现金流入 9635.38 亿元，同比增长 77.63%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 8675.02 亿元，同比增长 74.57%；收到其他与经营活动有关的现金为 9.45 亿元，同比增长 113.14%，主要系收到的往来款及代收代付款增加所致。2019—2021 年，建发股份经营活动现金流出持续增长，年均复合增长 49.54%。2021 年，建发股份经营活动现金流出 9631.29 亿元，同比增长 80.80%，其中建发股份购买商品、接受劳务收到的现金为 8466.05 亿元，同比增长 75.68%。

2019—2021 年，建发股份经营活动现金净额持续下降，年均复合下降 80.90%。2021 年，建发股份经营活动现金净流入 4.09 亿元，同比下降 95.79%，主要系建发股份房地产业务支付地价款及工程款较上年同期增加所致。2019—2021 年，建发股份现金收入比分别为 117.33%、114.78% 和 122.56%。

从投资活动来看，2019—2021 年，建发股份投资活动现金流入持续增长，年均复合增长 53.47%；2021 年，建发股份投资活动现金流入 351.57 亿元，同比增长 9.17%，主要系处置子建发股份及其他营业单位收到的现金净额增加所致。2019—2021 年，建发股份投资活动现金流出持续增长，年均复合增长 31.98%；2021 年，建发股份投资活动现金流出 446.34 亿元，同比增长 28.94%，主要系房地产业务支付合作项目往来款较上年同期增加所致。2019—2021

年，建发股份投资活动现金净额分别为-106.97亿元、-24.11亿元和-94.77亿元。

2019—2021年，建发股份筹资活动前现金流量净额分别为5.18亿元、73.08亿元和-90.68亿元，建发股份对外融资需求大。

从筹资活动来看，2019—2021年，建发股份筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长58.88%；2021年，建发股份筹资活动现金流入2852.72亿元，同比增长77.45%，主要系建发股份业务规模大幅增长，各类融资规模较上年同期增加所致。2019—2021年，建发股份筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长52.95%，2021年，建发股份筹资活动现金流出2420.03亿元，同比增长64.69%，主要系建发股份偿还债务支付的现金增加所致。2019—2021年，建发股份筹资活动现金净额持续增长，年均复合增长112.66%，2021年，建发股份筹资活动现金净流入432.69亿元，同比增长213.27%。

2022年1—6月，建发股份实现经营活动现金净流出445.76亿元，上年同期为净流出516.98亿元，变动原因主要系供应链运营业务使用银行承兑汇票结算的采购业务增加，以及房地产业务支付地价款金额较上年同期减少所致；投资活动现金净流出70.84亿元，上年同期为净流出516.98亿元，变动原因主要系房地产业务支付合作项目往来款净额较上年同期减少；筹资活动现金净流入394.06亿元，同比下降45.06%，主要系建发股份有息债务融资增加额较上年同期下降，以及房地产业务偿还合作方往来款增加所致。

(6) 偿债指标

建发股份偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2019—2021年末，建发股份流动比率波动下降，速动比率波动增长，现金短期债务比持续增长，现金类资产对短期债务的保障程度高。

从长期偿债指标看，2019—2021年，建发股份EBITDA利息倍数波动下降，全部债务EBITDA倍数持续增长，建发股份EBITDA对

利息的覆盖程度较高，对全部债务的覆盖程度一般。

表 27 建发股份偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债指标	流动比率(%)	161.33	163.96	154.58
	速动比率(%)	57.11	59.49	57.23
	经营现金/流动负债(%)	6.75	4.57	0.11
	经营现金/短期债务(倍)	0.32	0.31	0.01
	现金类资产/短期债务(倍)	1.04	1.76	1.96
长期偿债指标	EBITDA(亿元)	128.64	143.89	186.83
	全部债务/EBITDA(倍)	7.52	8.14	8.16
	经营现金/全部债务(倍)	0.12	0.08	0.003
	EBITDA/利息支出(倍)	2.82	2.57	2.57
	经营现金/利息支出(倍)	2.46	1.73	0.06

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据建发股份财务报告整理

截至2022年6月底，建发股份（合并）对外提供担保51.60亿元，其中建发股份本部对参股公司厦门同顺供应链管理有限公司提供担保9.65亿元，子公司联发集团和建发房地产对合作房地产项目公司提供担保41.95亿元，单笔最高金额为5.93亿元。截至2022年6月底，建发股份下属子公司厦门金原融资担保有限公司为企业及个人提供的融资担保余额为16.79亿元。此外，建发股份为商品房承购人向银行提供阶段性抵押贷款担保1030.19亿元，其中联发集团为272.51亿元，建发房地产为757.68亿元。

截至2022年6月底，建发股份及子公司作为原告的未决诉讼涉案金额2.98亿元。建发股份涉诉事项均为供应链业务合同纠纷，已有部分收到法院执行款，尚有部分待正式开庭审理。建发股份及子公司无作为被告的重大未决诉讼。

截至2022年6月底，建发股份（合并）授信额度3282.57亿元，其中已使用授信额度1980.50亿元，尚未使用的授信额度1302.08亿元（合计数尾数差异系四舍五入所致）。建发股份作为上市公司，具备直接融资渠道。

(7) 建发股份本部财务分析

截至 2021 年底，建发股份本部资产以货币资金和长期股权投资为主，货币资金较为充足，负债水平较高，权益结构稳定性尚可。2021 年，建发股份本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益，经营活动现金流为净流入状态。

截至 2021 年底，母公司资产总额 380.20 亿元，较上年底增长 49.78%，其中，流动资产 226.51 亿元（占 59.58%），非流动资产 153.69 亿元（占 40.42%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 52.39%）和其他应收款（占 43.54%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 94.33%）构成。截至 2021 年底，母公司货币资金为 118.66 亿元，货币资金较为充足。

截至 2021 年底，母公司所有者权益为 185.78 亿元，较上年底增长 65.29%，主要系公司本部发行永续债导致其他权益工具增加至 96.42 亿元所致，所有者权益稳定性尚可。在所有者权益中，实收资本为 28.63 亿元（占 15.41%）、资本公积合计 28.19 亿元（占 15.17%）、未分配利润合计 19.91 亿元（占 10.72%）、盈余公积合计 14.32 亿元（占 7.71%）。

截至 2021 年底，母公司负债总额 194.43 亿元，较上年底增长 37.46%。其中，流动负债 194.23 亿元（占比 99.90%），非流动负债 0.20 亿元（占比 0.10%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 7.73%）、其他应付款（合计）（占 76.37%）和一年内到期的非流动负债（占 10.71%）；非流动负债主要由递延所得税负债（占 98.53%）构成。截至 2021 年底，本部资产负债率为 51.14%，较 2020 年底下降 4.58 个百分点。截至 2021 年底，母公司全部债务 40.62 亿元，其中，短期债务为 40.62 亿元，如将永续债调入长期债务，母公司全部债务增至 137.03 亿元。

2021 年，母公司营业总收入为 39.17 亿元，利润总额为 12.77 亿元。同期，母公司投资收益为 13.70 亿元。建发股份本部业务收入规模小，利润来源主要为投资收益。

现金流方面，2021 年，建发股份母公司经营活动现金流净额为 61.75 亿元，投资活动现金流净额-40.53 亿元，筹资活动现金流净额 60.25 亿元。

截至 2022 年 6 月底，母公司资产总额 662.42 亿元，所有者权益为 219.32 亿元，负债总额 443.10 亿元；母公司资产负债率 66.89%；全部债务 266.74 亿元，全部债务资本化比率 54.88%。2022 年 1—6 月，母公司营业收入 42.78 亿元，利润总额 9.02 亿元，投资收益 10.09 亿元。2022 年 1—6 月，建发股份母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 -223.97 亿元、-23.16 亿元、230.33 亿元。

(8) 担保效果评价

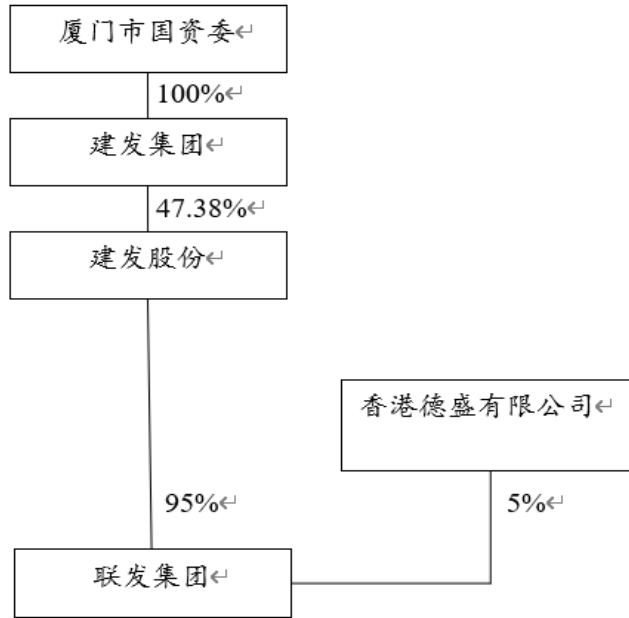
建发股份 EBITDA 和经营活动现金流入对本期债券覆盖程度很高，其担保对本期债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

以 2021 年底财务数据测算，本期债券发行金额为不超过 15.00 亿元，假设发行 15.00 亿元，占建发股份所有者权益总额的 1.10%，占比很小。2021 年，建发股份经营活动现金流入 9635.38 亿元，为本期债券的 642.36 倍，建发股份经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度很高。2021 年，建发股份 EBITDA 为 186.83 亿元，为本期债券的 12.46 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

十二、 结论

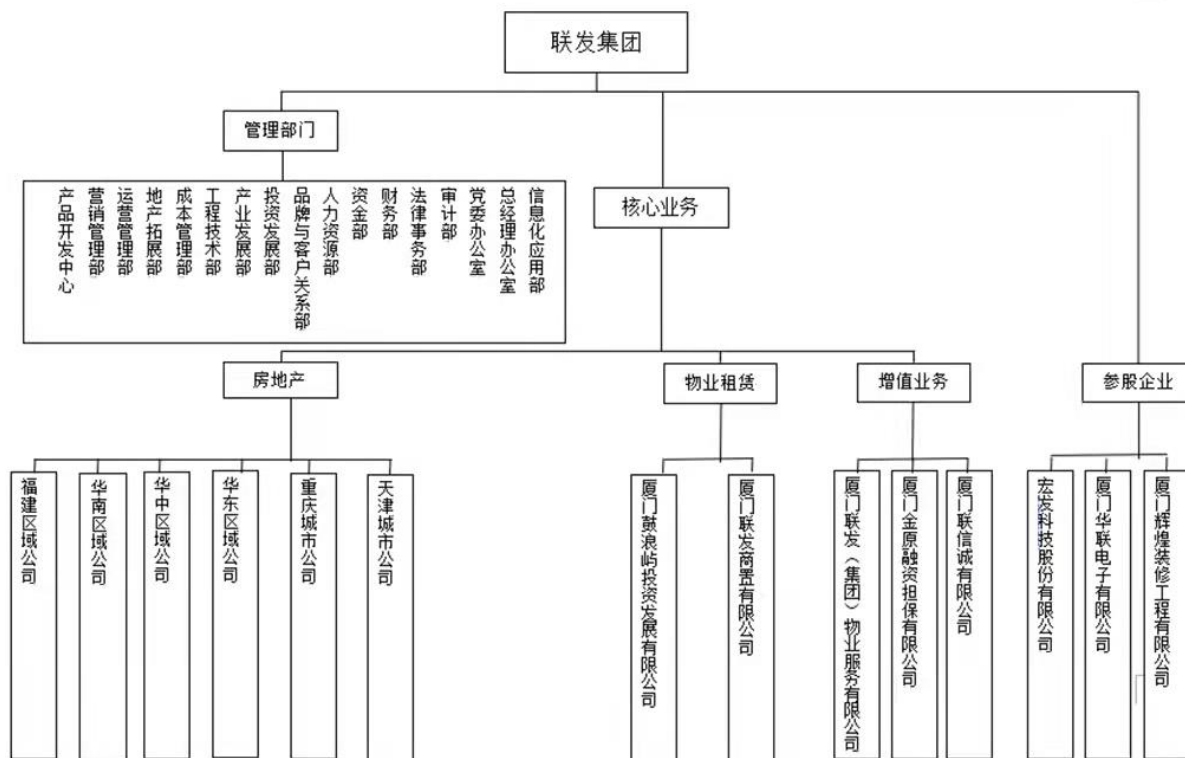
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及增信措施等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2022 年 9 月底联发集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2022 年 9 月底联发集团有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年 9 月底联发集团有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	实收资本（或股本）
1	联发集团天津联和房地产开发有限公司	8.30
2	联发集团南京房地产开发有限公司	15.00
3	南京旭江置业发展有限公司	5.80
4	南京新劲联房地产开发有限公司	15.24
5	武汉联瑞发房地产开发有限公司	10.50
6	合肥联辉房地产开发有限公司	20.00
7	合肥联荣房地产开发有限公司	28.00
8	联发集团联翔（杭州）房地产开发有限公司	6.00
9	杭州联阳房地产开发经营有限公司	15.80
10	杭州联保发置业有限公司	11.60
11	厦门联发（集团）房地产有限公司_房产公司	10.20
12	沧釜（厦门）置业有限公司	14.55
13	厦门联发城铁置业有限公司	8.00
14	莆田联融盛置业有限公司	22.40
15	厦门联正悦投资有限公司	26.60
16	厦门联荣悦置业有限公司	26.60
17	莆田联正宏置业有限公司	6.00
18	厦门万华锦业投资有限公司	13.03
19	莆田联中百置业有限公司	6.98
20	漳州联宸置业有限公司	6.30
21	鄂州联诚房地产开发有限公司	7.70
22	深圳联粤房地产开发有限公司	10.50
23	柳州联泰置业有限公司	10.00
24	联发集团南昌联宏房地产开发有限公司	10.30
25	南昌联旅置业有限公司	8.00
26	南昌联盈置业有限公司	15.00
27	南昌联雅红诚房地产开发有限公司	25.00
28	新余市永越置业有限公司	6.00
29	福建闽西南城市协作开发集团有限公司	10.00

注：上表为公司注册资本前 29 子公司

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	99.36	117.26	180.55	155.62
资产总额 (亿元)	835.72	964.11	1296.49	1388.83
所有者权益 (亿元)	168.02	202.50	318.15	328.62
短期债务 (亿元)	62.10	58.33	62.65	99.34
长期债务 (亿元)	199.89	231.88	315.38	265.28
全部债务 (亿元)	261.99	290.21	378.03	364.62
营业收入 (亿元)	205.56	239.04	273.00	126.12
利润总额 (亿元)	22.78	19.64	19.05	6.28
EBITDA (亿元)	25.99	22.24	24.03	--
经营性净现金流 (亿元)	-67.23	51.19	-45.18	21.99
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	31.67	40.68	50.30	--
存货周转次数 (次)	0.33	0.36	0.34	--
总资产周转次数 (次)	0.27	0.27	0.24	--
现金收入比 (%)	126.31	140.79	148.32	203.54
营业利润率 (%)	14.22	10.27	8.79	7.98
总资本收益率 (%)	4.24	2.74	2.15	--
净资产收益率 (%)	9.67	5.58	3.31	--
长期债务资本化比率 (%)	54.33	53.38	49.78	44.67
全部债务资本化比率 (%)	60.93	58.90	54.30	52.60
资产负债率 (%)	79.90	79.00	75.46	76.34
调整后资产负债率 (%)	70.96	69.33	64.94	62.78
流动比率 (%)	163.19	164.67	180.30	161.95
速动比率 (%)	40.53	48.83	52.89	47.24
经营现金流流动负债比 (%)	-14.40	9.80	-6.90	2.80
现金短债比 (倍)	1.60	2.01	2.88	1.57
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.11	1.42	1.27	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.08	13.05	15.73	--

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. 2022 年三季度财务报表未经审计, 相关指标未予年化; 4. “--”表示计算后无意义的数字

资料来源: 公司提供, 联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	22.31	17.74	43.34	32.53
资产总额 (亿元)	369.21	374.21	442.56	447.90
所有者权益 (亿元)	94.02	88.54	103.48	110.25
短期债务 (亿元)	28.75	18.50	19.69	52.94
长期债务 (亿元)	80.39	112.93	112.31	98.47
全部债务 (亿元)	109.15	131.42	132.00	151.40
营业收入 (亿元)	7.39	6.98	8.73	1.12
利润总额 (亿元)	14.04	5.81	13.36	0.35
EBITDA (亿元)	14.04	5.81	13.36	--
经营性净现金流 (亿元)	-27.85	2.67	27.59	70.76
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	60.52	221.66	599.38	--
总资产周转次数 (次)	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比 (%)	100.63	142.44	37.77	298.01
营业利润率 (%)	14.40	15.84	17.63	72.39
总资本收益率 (%)	6.69	2.06	4.25	--
净资产收益率 (%)	14.46	5.12	9.67	--
长期债务资本化比率 (%)	46.09	56.05	52.05	47.18
全部债务资本化比率 (%)	53.72	59.75	56.06	57.86
资产负债率 (%)	74.53	76.34	76.62	75.38
流动比率 (%)	169.56	206.91	167.93	112.01
速动比率 (%)	169.54	206.90	167.93	112.01
经营现金流动负债比 (%)	-15.43	1.88	14.04	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	--

注: 1. 公司本部有息债务未经调整, 2022 年三季度财务报表未经审计, 相关指标未予年化; 2. 公司本部未提供资本化利息、费用化利息、折旧、摊销等数据, 相关指标未进行计算; 3. 表格中“/”表示未能获取的数据, “--”表示计算后无意义的数据

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

附件 2-3 担保方主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	360.66	544.57	910.44	852.96
资产总额 (亿元)	2953.99	3871.57	6024.59	7573.95
所有者权益 (亿元)	661.04	860.58	1369.18	1536.99
短期债务 (亿元)	348.20	310.29	465.08	1040.32
长期债务 (亿元)	619.09	860.44	1059.67	1096.79
全部债务 (亿元)	967.29	1170.72	1524.74	2137.11
营业收入 (亿元)	3372.39	4329.49	7078.44	3657.82
利润总额 (亿元)	110.55	121.07	158.02	54.22
EBITDA (亿元)	128.64	143.89	186.83	--
经营性净现金流 (亿元)	112.15	97.19	4.09	-445.76
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	45.94	70.22	103.54	--
存货周转次数 (次)	2.04	2.07	2.40	--
总资产周转次数 (次)	1.32	1.27	1.43	--
现金收入比 (%)	117.33	114.78	122.56	126.23
营业利润率 (%)	5.91	4.81	3.44	2.77
总资本收益率 (%)	5.65	4.98	4.58	--
净资产收益率 (%)	12.05	9.51	8.01	--
长期债务资本化比率 (%)	48.36	50.00	43.63	41.64
全部债务资本化比率 (%)	59.40	57.63	52.69	58.17
资产负债率 (%)	77.62	77.77	77.27	79.71
流动比率 (%)	161.33	163.96	154.58	142.69
速动比率 (%)	57.11	59.49	57.23	50.95
经营现金流动负债比 (%)	6.75	4.57	0.11	--
现金短期债务比 (倍)	1.04	1.76	1.96	0.82
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.82	2.57	2.57	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.52	8.14	8.16	--

注: 1. 2022 年半年度财务数据未经审计; 2. 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; 3. 其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息部分已分别计入短期债务和长期债务中测算; 4. 部分财务指标可能与公司年度报告披露的略有差异, 差异系指标计算口径不同造成; 5. 2020-2021 年末及 2022 年 6 月末, 所有者权益中分别包含含权债券 19.96 亿元、96.42 亿元和 139.87 亿元

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%
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%
调整后资产负债率	(负债总额-预收账款-合同负债) / (资产总计-预收账款-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
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

联合资信评估股份有限公司关于 联发集团有限公司 2023 年面向专业机构投资者公开 发行公司债券（第一期）信用评级报告的跟踪评级安排

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信用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。