



厦门建发集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券 (第一期) 信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: CCXI-20240117D-01

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注评级对象的政策环境、行业风险、经营策略、财务状况等因素的重大变化，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccx.com.cn）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后 3 个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 7 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 1 月 12 日

发行人	厦门建发集团有限公司
本期债项评级结果	AAA
发行要素	<p>拟发行金额为不超过 20 亿元（含 20 亿元）。本期债券的基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限不超过基础期限，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期。本期债券附设递延支付利息条款和赎回选择权。本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。募集资金拟全部用于偿还公司债券和置换已用于偿还到期公司债券的自有资金。</p>
评级观点	<p>中诚信国际肯定了厦门建发集团有限公司（以下简称“厦门建发”或“公司”）贸易从业经验丰富、供应链运营规模持续提升、房地产业务经营性盈利及获现能力保持较好水平、持有优质股权及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到外部环境变动使供应链管理及房地产经营业务面临一定不确定性、计提较大规模资产减值损失、收购事项以及债务水平持续增加、偿债指标表现一般等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。</p>
正面	
<ul style="list-style-type: none">■ 公司贸易从业经验丰富，供应链运营规模持续提升■ 公司房地产业务经营性盈利及获现能力保持较好水平■ 公司持有优质企业股权，参股企业经营状况良好■ 公司与金融机构保持良好合作关系，且控股多家上市公司，融资渠道畅通	
关注	
<ul style="list-style-type: none">■ 贸易行业周期性波动以及地产行业环境的变化使得公司业务发展的不确定性增加■ 2022 年地产业务计提资产减值损失规模较大；红星美凯龙家居集团股份有限公司收购事项的影响需关注■ 公司债务规模持续增加，偿债指标表现一般	

项目负责人：杨思艺 syyang@ccxi.com.cn

项目组成员：孔令媛 lykong@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

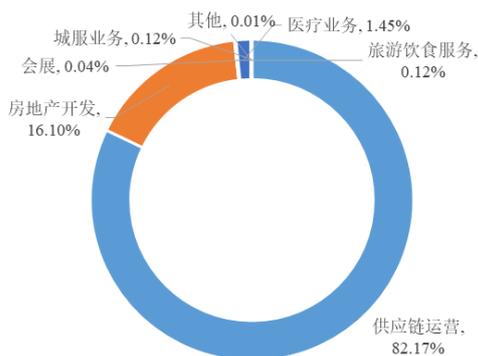
厦门建发（合并口径）	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
资产总计（亿元）	4,379.71	6,588.39	7,235.63	10,004.30
所有者权益合计（亿元）	1,195.27	1,739.59	2,002.89	2,676.46
负债合计（亿元）	3,184.44	4,848.80	5,232.74	7,327.84
总债务（亿元）	1,533.18	1,920.29	1,970.74	2,746.73
营业总收入（亿元）	4,423.72	7,195.76	8,473.74	6,133.44
净利润（亿元）	108.01	136.80	103.78	159.72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

注：1、中诚信国际根据厦门建发提供的其经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年前三季度财务报表整理，其中，2020 年、2021 年合并口径财务数据分别采用了 2021 年和 2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明；3、债务统计包含长期应付款、其他非流动负债、衍生金融负债、其他流动负债和永续债。

发行人概况

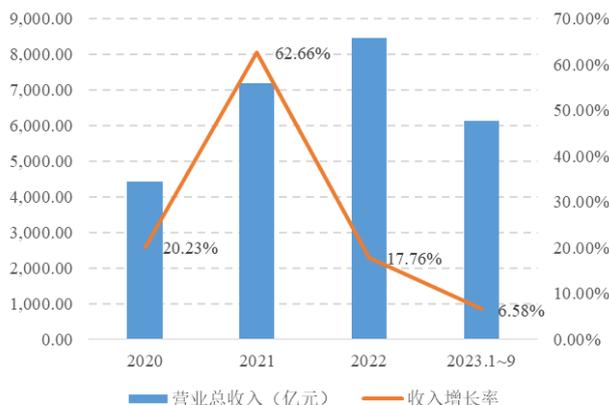
公司前身系厦门建设发展公司，于 1981 年 1 月成立，1995 年 10 月更为现名。2000 年 3 月公司改制为国有独资有限责任公司。公司涉及业务包括供应链运营、房地产开发、旅游酒店、会展、医疗健康、城服和新兴投资等多个领域，公司本部主要从事股权投资管理，未开展具体生产经营活动。2022 年及 2023 年 1~9 月，公司分别实现营业总收入 8,473.74 亿元和 6,133.44 亿元。

图 1：2022 年收入构成情况



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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

表 1：公司主要子公司情况（亿元）

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

注：总债务数据中不包含永续债。“建发股份”为厦门建发股份有限公司简称（证券代码：600153.SH）；“建发地产”为建发房地产集团有限公司简称；“联发集团”为联发集团有限公司简称。

资料来源：相关公司财务报表，中诚信国际整理

2023 年，建发股份通过现金方式协议收购红星美凯龙家居集团股份有限公司（以下简称“美凯龙”）29.95% 的股份，每股价格定为 4.82 元/股。2023 年 7 月，美凯龙纳入公司合并范围。2023 年 8 月，美凯龙发布公告称其已完成董事会、监事会换届选举，建发股份董事长郑永达任美凯龙第五届董事会董事长，美凯龙第五届董事会共有 14 位董事，其中建发系董事共 10 位。美凯龙为国内家居装饰及家具零售行业市场占有率领先的家居品牌，目前主要以自营商场和委托管理商场的经营管理为主。截至 2023 年 9 月末，美凯龙共有 367 家自营商场及委管商场，覆盖全国 30 个省、直辖市、自治区的两百余个城市，商场总经营面积超 2,000 万平方米，家居商场管理规模为

国内最大。2023 年前三季度，美凯龙实现营业收入 86.75 亿元，净亏损 6.36 亿元；同期，美凯龙经营活动净现金流为 27.68 亿元。截至 2023 年 9 月末，美凯龙总资产规模为 1,260.75 亿元，总负债规模为 702.13 亿元，所有者权益规模 558.62 亿元。中诚信国际将持续关注并评估此次资产收购事项对公司经营、战略规划及整体信用状况产生的影响。

此外，2023 年 4 月，建发股份公告向原股东配售股份预案，此次配股募集资金不超过人民币 85 亿元（具体规模视发行时市场情况而定），扣除发行费用后拟全部用于建发股份供应链运营业务补充流动资金及偿还银行借款。目前，建发股份公告更新了 2023 年半年度财务数据后的相关文件，该配股尚需通过上交所审核，并获得中国证监会做出同意注册的决定后方可实施，中诚信国际将持续关注上述事项进展。

本期债券概况

本期公司债券拟发行金额为不超过 20 亿元（含 20 亿元），基础期限为 3 年，在约定的基础期限末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，每次续期的期限不超过基础期限，公司不行使续期选择权全额兑付时到期，拟全部用于偿还公司债券和置换已用于偿还到期公司债券的自有资金。

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他同类债务。

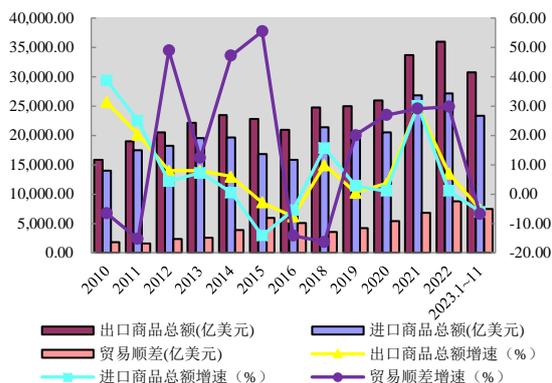
含权发行条款：续期选择权、递延支付利息选择权、赎回选择权等。

本期债券将计入公司权益，发行后或在一定程度上降低公司资产负债率。同时，公司畅通的融资渠道将为本期债券的偿付提供保障。

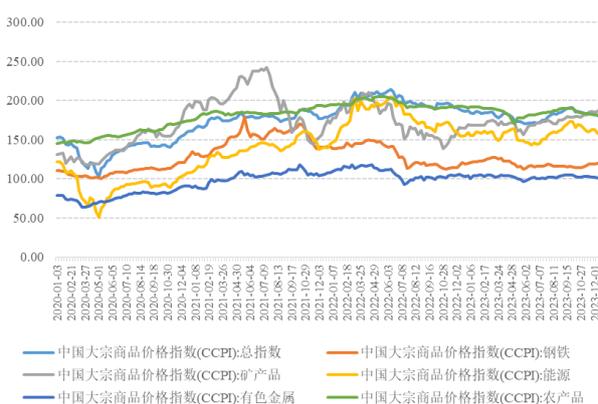
发行人信用质量分析概述

中诚信国际认为，2022 年，外贸环境仍然复杂，但我国货物出口超预期高增长，是支撑经济增长的重要因素。内贸方面，2022 年黑色产品价格大幅回调，对流通企业的风险控制能力带来一定挑战。

我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2022 年，我国进出口总额实现 6.31 万亿美元，同比增长 4.4%；其中，货物出口总值 3.59 万亿美元，同比增长 7.0%；货物进口总值 2.72 万亿美元，同比增长 1.1%；贸易顺差 8,770.0 亿美元，同比增长 30.9%。2022 年，我国进出口总值首次突破了 40 万亿元人民币关口，在 2021 年高基数的基础上继续保持稳定增长，连续 6 年保持世界第一货物贸易大国地位。2023 年，在出口多元化、成本优势以及防控政策调整的背景下，出口订单回流支撑前 5 个月出口额持续上涨。步入 5 月后，由于去年同期的高基数效应影响，加之海外发达经济体还处于库存的持续去化阶段，一定程度上阻碍国内出口，国内出口降幅不断扩大。2023 年 1~11 月，我国进出口总值 5.41 万亿美元，较上年同期下降 5.6%。

图 3：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况


资料来源：海关总署，中诚信国际整理

图 4：近年来中国大宗商品价格总指数变动情况


资料来源：choice，中诚信国际整理

从国内贸易情况来看，2022 年 5 月以来，受地产端风险事件影响，悲观情绪主导黑色系市场走势，钢铁、矿产品及煤炭等能源品价格大幅回调。大宗商品价格波动和高位运行的市场态势，在风险控制方面对国内生产要素和消费品流通企业带来了一定的挑战。

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39% 和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。中诚信国际认为，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。中诚信国际认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

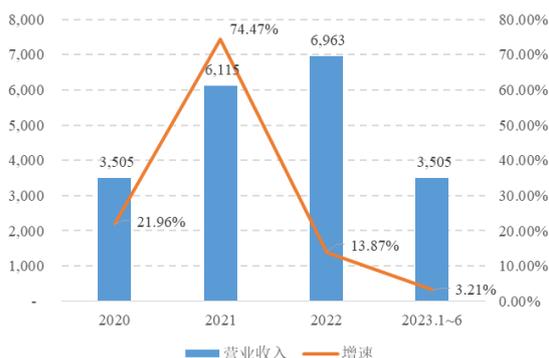
详见《中国房地产行业展望（2023 年 3 月）》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

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

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

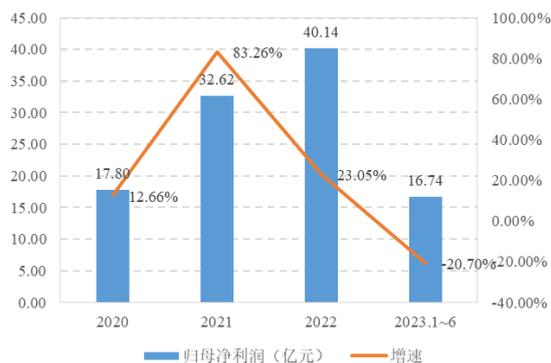
公司供应链管理业务主要由建发股份负责运营。建发股份坚持供应链运营商定位，深化“专业化”经营战略，成立“七大集团¹+金融事业部”从事细分品类的经营，聚焦核心品类和上下游大客户，并向上下游拓展，实现供应链业务规模和效益的增长。2022 年，公司供应链运营业务营业收入同比增长 13.99% 至 6,962.03 亿元，较上年同期增速明显放缓，主要系大宗商品市场价格波动下行等因素影响。2023 年 1~6 月，公司供应链业务实现收入 3,505.14 亿元，同比增长 3.14%，增速进一步放缓。但得益于公司强化科技、金融赋能和投资、物流支持，并向产业链持续延伸，在大宗商品价格下行周期实现了经营货量持续增长和市场占有率逐步提升。

图 5：近年来建发股份供应链板块收入及增速（亿元）



资料来源：建发股份年报，中诚信国际整理

图 6：近年来建发股份供应链板块归母净利润及增速



资料来源：建发股份年报，中诚信国际整理

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

业务布局方面，公司供应链网络分布广泛，公司深耕华东、华南等优势区域并积极拓展中西部市场，并在哈尔滨、昆明设立平台公司，进一步完善供应链布局。海外市场方面，公司跟随中国产业链的全球化延伸，通过合作优质龙头企业，加快全球化布局的步伐，截至 2023 年 6 月末，公司

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

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

公司冶金原材料包括矿产品、钢铁等金属材料。矿产品贸易以钢铁原料供应链运营为核心，专业化经营铁矿产品、煤炭及有色金属等。通过多年来的不断发展，公司已建立较为丰富的资源渠道。定价模式方面，公司矿产业务的采购与销售均以指数定价或一口价方式定价，其中指数定价指的是以普氏指数平均价²作为定价基础，一口价即双方签订合同时就将价格锁定。公司钢材贸易采取代理方式开展，合作模式为公司与钢厂签订全年供货协议，支付年度协议定金，以锁定全年钢材供应量，同时与下游客户签订年度购销协议，收取 15~20% 的年度保证金，与钢厂签订正式采购合同并预付全款，客户在所采购的钢材到货后向公司付款提货。定价方面，国有钢厂和部分民营钢厂的销售价格一般根据其每个月制定的指导价格来确定，部分民营钢厂的销售价格按其发货给公司时的市场价格来确定。2022 年，公司钢材经营货量超 5,300 万吨，同比增长超 17%。但受大宗商品价格下行影响，冶金原材料业务收入同比小幅下降。2023 年上半年，公司钢材经营货量近 3,000 万吨，同比增长超 22%。

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

公司农产品贸易业务主要经营饲料原料、粮油等产品的进口及内贸业务，其中饲料原料业务规模占比较大。近年来，公司利用境内外平台，充分发挥国际贸易优势，积极开拓高粱、玉米及大麦等新品种。对粮油业务中的植物油和橡胶业务，为规避大宗商品的价格变动风险，公司会在期货市场上进行套期保值，锁定风险及收益。2022 年，农产品经营货量超 3,000 万吨，同比增长超 9%，同年国际农产品及纸浆等产品价格虽有所回落但仍保持较高水平，加之农林产品经营货量提升，推动农林产品收入增长超 20%。2023 年上半年，农产品经营货量超 1,500 万吨，同比增长近 7%。

表 2：近年来公司主要贸易品类经营货量情况（万吨、亿元）

产品	2020		2021		2022		2023.1~6	
	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入
冶金原材料	9,369.86	1,978.57	12,817.12	3,655.24	13,722.03	3,634.00	6,944.39	1,795.79
农林产品	2,915.82	951.37	3,960.93	1,574.92	4,598.42	1,935.13	2,678.21	992.09

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

基于成熟的“LIFT”供应链服务体系，公司依托在汽车、轻纺、酒类等领域建立的核心竞争力，继

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

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

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

公司已建立稳定的供应链网络体系，并具备完善的供应链集成服务能力，客户质量较优。

上下游方面，公司上下游合作企业具有良好行业知名度并与其建立紧密的战略合作伙伴关系，已建立长期稳定的采购分销体系。

表 3：公司主要贸易品种上下游情况

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

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

集中度方面，2022 年及 2023 年上半年，公司主要贸易品种上游前五大供应商和下游前五大客户销售集中度很低，最高交易金额占比均不超过 5%，不存在依赖某单一供应商或单一客户的情况。

表 4：2022 年公司冶金原材料贸易及农林产品贸易前五大及占比情况（亿元）

冶金原材料贸易供应商	采购金额	占比	冶金原材料贸易下游客户	销售金额	占比
第一名	111.09	3.23%	第一名	45.13	1.29%
第二名	106.37	3.09%	第二名	31.20	0.89%
第三名	80.74	2.34%	第三名	28.92	0.83%
第四名	67.75	1.97%	第四名	27.15	0.78%
第五名	55.70	1.62%	第五名	26.36	0.75%
合计	421.65	12.25%	合计	158.76	4.54%
农林产品贸易供应商	销售金额	占比	农林产品贸易下游客户	销售金额	占比
第一名	57.22	3.02%	第一名	69.24	3.58%
第二名	41.77	2.21%	第二名	52.34	2.70%
第三名	35.30	1.87%	第三名	40.38	2.09%
第四名	30.82	1.63%	第四名	32.83	1.70%

第五名	27.97	1.48%	第五名	22.59	1.17%
合计	193.07	10.21%	合计	217.38	11.23%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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

风险管理方面，公司通过定期召开贸易风险控制委员会会议，正确分析市场形势，判定商品价格波动，及时调整经营策略，对大额贸易合同和大额客户授信额度进行动态管控。公司通过 ERP 信息系统，实现了对应收账款、货储和货物滞期等风险的严格把控。同时，公司运用期货及外汇合约等金融衍生工具对冲大宗商品价格波动风险和汇率风险，通过对贸易业务进行套期保值，公司能够锁定一定的利润空间。

物流服务方面，截至 2023 年 6 月末，公司共拥有 94 个自建自管仓库，总面积超 310 万平方米，包含保税仓、恒温恒湿仓、医疗 GSP 认证仓和期货交割仓等各种仓库；其中期货交割库共计 4 个，仓储品类包含纸浆、PTA 和涤纶短纤。同时，公司结合自身物流运转优势，以上海、广州、北京和天津为平台，建设了覆盖产品供销、运输储存及售后服务环节的供应链体系。2022 年，公司与马士基中国、华贸物流、上港物流集团等签订了战略合作协议，推动业务资源优势互补。2023 年上半年，公司成立了厦门建发供应链物流科技有限公司，并与中国物流集团旗下的华贸物流成立合资公司共享全球物流网络资源，能够为客户在全球的 18 个国家地区、30 余个站点提供自有的属地化物流服务，有效服务于快速增长的海外业务物流需求。

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

此外，公司强化投资支持，向供应链业务的上下游延伸。2021 年以来，公司与厦门航空有限公司和纵腾网络合资设立货运航空公司，促进跨境电商等消费品业务发展；与宁普时代合资设立建发宁普时代新能源科技有限公司，从事新能源商用车销售、换电站投资和运营业务。公司下属子公司参与森信纸业集团（证券代码：0731.HK）重组³，通过控股森信纸业集团介入浆纸产业链的生产制造环节，取得森信纸业旗下远通纸业超 40 万吨/年的涂布白板纸和箱板纸产能；公司下属子公司通过自营或合资等方式，开展废钢加工、冷轧及热轧加工配送项目，为终端客户提供深加工产品，有效拓展供应链服务边界。2023 年 7 月，中国阳光纸业控股有限公司（以下简称“阳光纸业”，证券代码：02002.HK）发布公告称，建发股份下属子公司香港纸源有限公司（以下简称“香港纸源”）拟出资认购阳光纸业 1.62 亿股普通股，认购事项所得款项总额约为 4.02 亿港元；11 月 22 日，阳光纸业发布公告，香港纸源认购 1.62 亿股普通股的所有交割条件已获达成，且于股

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

份认购协议项下的交割已于当日完成，香港纸源成为阳光纸业的第二大股东。

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

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

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

从开发及销售指标来看，2022 年，因公司拿地力度弱于前期及房地产行业景气度下行等因素影响，当期新开工面积同比明显下降；而竣工面积小幅上升。销售方面，地产行业景气度下行导致 2022 年签约销售面积和签约销售金额均有所下降，但销售下滑幅度小于同行业平均水平。区域方面，公司在一、二线城市的合同销售面积占比超 70%。根据克而瑞研究中心发布的“2023 年 1~12 月中国房地产企业销售榜”，按权益金额计算，建发地产实现销售金额 1,379.70 亿元，位列全国第 7 名，市场地位进一步上升。

表 5：近年来公司房地产业务经营情况（万平方米、亿元）

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

资料来源：公司提供

土地储备方面，2022 年，公司以多元化方式获取优质土地 62 宗，全口径拿地金额合计约 1,030.25 亿元，其中一二线城市拿地金额占比达 92%，重点在上海、厦门、北京及杭州等地获取项目。截至 2022 年末，建发股份共有土地储备 1,789.12 万平方米，其中一、二线城市的土地储备预估权益货值占比超 70%。2023 年上半年，建发股份获取土地 52 宗，全口径拿地金额合计约 721.39 亿元，其中一二线城市拿地金额占比超 87%，重点在上海、厦门、杭州等地获取多个优质项目。公司在一、二线城市的土地储备（未售口径）全口径货值占比超 70%，土储结构较为良好。2023 年以来，由于一、二线城市热门地块开始摇号，拿地不确定性增加，公司或面临一定高线城市地块补货需求；此外，公司土储中仍有一定规模的三四线城市项目，其去化情况有待关注。考虑到目前房地产市场景气度下行，政策松绑后的销售增长动能不强，房地产销售承压，市场成交量整体转弱，

⁴ 2022 年，房地产业务计提存货跌价准备 483,918.29 万元。

中诚信国际将对公司拿地节奏及资金平衡情况保持持续关注。

表 6：近年来公司土地储备变化情况（不包含土地一级开发）（万平方米、亿元）

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

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

资料来源：公司提供

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

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

中诚信国际认为，行业下滑背景下，我国房地产企业分化加剧，而公司依托国有企业背景保持相对积极的发展态势，市场地位稳步上升，但房地产市场景气度下行环境对公司的拿地及销售策略提出更高要求，中诚信国际将持续关注地产业务未来项目利润率水平、项目去化和财务管理情况。此外，美凯龙已纳入公司合并范围，中诚信国际将关注美凯龙与公司房地产业务的关联协同效应及其对经营业绩的影响情况。

公司旅游会展业务品牌效应良好，2023 年以来营收规模大幅增加。

公司旅游服务业板块主要由厦门建发旅游集团股份有限公司（以下简称“建发旅游”）经营，收入主要来自酒店业务。公司酒店板块业务定位高端路线，拥有“悦华”高星级酒店管理品牌、“颐豪”商务酒店品牌。截至 2023 年 6 月末，公司旅游集团下属有 25 家酒店（其中 16 家为高星级酒店）和 4 家酒店旅游投资管理公司。酒店整体档次较高，所处区位较好。其中，“悦华”系列酒店位于厦门、泉州和武夷山，在当地拥有较高的知名度；厦门海悦山庄酒店是厦门市接待国宾政要的主要酒店；厦门国际会展酒店与厦门国际会展中心相连，是全海景休闲、会议型酒店。公司旗下酒店经营以租赁物业为主，物业出租方多为地方政府或国有企业，租约通常为 20 年，租期较长，为公司酒店业务的稳定经营提供了保障。同时，公司通过完善管理和装修改造提高了酒店的软硬件标准，并利用所持有的旅游、会展等方面的资源提供综合旅游服务，使得旗下酒店的总体入住率基本保持稳定。

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

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

表 7：近年来公司会展业务经营情况（场次）

类型	2020	2021	2022	2023.1-6
展览	68	69	71	41
会议	211	204	94	82
自办展	6	10	17	5
合计	285	283	182	128

资料来源：公司提供

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

公司医疗业务是公司大力发展的新兴业务之一，主要包括医疗流通、医疗服务以及养老服务、健康管理、大型设备融资租赁和药械采购等的配套服务。目前已在全国 27 个省市自治区设立省级分支机构落地相关业务板块，在北京、上海、福建、陕西和河南建设符合国家认证的大型第三方物流中心。医疗服务板块主要管理及运营弘爱医院（三级综合医院）、弘爱康复医院（三级专科医院）、弘爱妇产医院（三级专科医院）、弘爱养护院、弘爱大药房和建发健康科技公司 6 家医疗服务机构。2022 年，该板块实现业务收入 123.24 亿元，在医疗器械流通业务规模扩大的影响下同比上升 20.89%。2023 年上半年，医疗业务实现收入 77.74 亿元，延续增长态势。此外，公司医疗流通主要经营实体上海建发致新医疗科技集团股份有限公司（以下简称“建发致新”）拟在创业板上市，2023 年 11 月深交所上市审核委员会发布审议结果，建发致新首发符合发行条件、上市条件和信息披露要求。

公司新兴股权投资业务分为直接投资和基金投资两种模式，由厦门建发新兴产业股权投资有限责任公司（以下简称“建发新兴”）负责运营。建发新兴直接投资主要投向为医疗健康、先进制造及 TMT 消费等行业。基金业务方面，建发新兴稳步建设自身基金管理能力，根据客户需求积极开发不同投资策略及投资方向的产品，扩大外部募资规模，向新兴产业权益资产管理机构转型。收益实现方面，截至 2023 年 6 月末，建发新兴在管基金投资标的中有 9 家公司已上市（含新三板）；同期末，在管基金通过二级股票减持退出、一级转让、分红等形式实现现金回收合计约 15.96 亿元。新兴股权投资业务为公司带来较好的投资收益，但直接投资项目投资周期较长及多数基金尚未进入退出期/延长期，项目退出收益情况以及投资业绩实现情况仍需关注。

中诚信国际认为，2022 年以来厦门建发受业务规模扩张和美凯龙纳入合并范围等因素影响资产债务规模持续提升，偿债指标表现一般，但较好的经营盈利及获现能力、良好的银企关系以及多元的融资渠道能够为债务接续提供保障，整体偿债能力很强。

2022 年以来供应链运营、房地产业务扩张和美凯龙纳入合并范围等因素带动资产、债务规模持续上升，经营盈利及获现能力保持在较好水平。此外，合并范围的扩大对公司的财务管控能力及风险控制能力提出更高要求。

业务规模扩张带动公司 2022 年末总资产规模扩大。其中，公司房地产和供应链业务规模的持续

扩张使得以开发成本为主的存货、以应收房地产联营企业款项为主的其他应收款和以预付采购货款、预付土地出让金的预付款项均呈上升态势。由于房地产业务一级土地开发项目应收款增加，以及供应链运营业务赊销增加，应收账款增长明显但其周转率仍保持在高水平。同时，由于公司存货中土地储备占比较高，存货周转率处于同业企业中偏低水平。非流动资产方面，在参股企业利润积累及公司房地产合作项目投资增加的带动下，公司长期股权投资同比上升；在建工程增长主要为公司自持地产项目增多所致，其他非流动金融资产主要为建发新兴股权投资和基金投资，2022 年末规模进一步上升。

公司总负债中合同负债和有息债务的占比较大。公司合同负债主要为预收售房款和供应链业务预收货款，2022 年末较年初进一步增加。有息债务方面，公司债务规模进一步上升，但增速有所放缓。所有者权益方面，随着房地产合作项目的少数股东投入资本增加以及利润积累，2022 年末公司所有者权益规模较年初扩大，使得资产负债率和总资本化比率均下降。**中诚信国际**关注到，公司所有者权益中其他权益工具及少数股东权益居多，权益稳定性一般；且公司债务控制情况亦需持续关注。

2023 年三季度美凯龙纳入公司合并范围，加之贸易业务季节性因素和房地产业务持续发展等因素的影响，截至 2023 年 9 月末公司资产及债务规模较年初大幅上升，财务杠杆亦微幅上升。**中诚信国际**认为，美凯龙家居商场管理规模优势显著且自持物业规模可观，但目前业务经营面临一定挑战、财务指标仍有一定优化空间，合并范围的扩大对公司的财务管控能力及风险控制能力提出更高要求。

公司供应链运营和房地产业务扩张，带动 2022 年营业总收入及经营性业务利润保持上升，当期房地产业务计提存货跌价准备大幅提高，资产减值损失和信用减值损失对当期利润形成明显侵蚀，使得利润总额下降并拉低公司相关盈利指标。2023 年前三季度，得益于美凯龙纳入合并范围以及贸易、房地产及医药流通等业务规模扩大等因素，公司营收规模保持增长；由于美凯龙纳入合并范围后确认 95.87 亿元重组收益，当期公司营业外收入大幅增加，叠加投资收益增加，综合影响下当期净利润规模同比大幅上升。整体来看，公司经营性业务盈利能力保持在较好水平。

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

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、X、%）

	2020	2021	2022	2023.9/2023.1~9
营业总收入	4,423.72	7,195.76	8,473.74	6,133.44
营业毛利率	5.65	3.68	3.91	3.25
经营性业务利润	121.08	130.77	165.00	73.63
净利润	108.01	136.80	103.78	159.72
资产总额	4,379.71	6,588.39	7,235.63	10,004.30

负债总额	3,184.44	4,848.80	5,232.74	7,327.84
所有者权益	1,195.27	1,739.59	2,002.89	2,676.46
存货周转率	2.10	2.43	2.29	1.94*
应收账款周转率	44.94	63.35	53.16	37.47*
资产负债率	72.71	73.60	72.32	73.25
总资本化比率	61.94	56.15	52.55	52.90
经营活动净现金流	98.79	-2.75	151.95	229.46
投资活动净现金流	-23.14	-143.09	-65.85	-221.56
筹资活动净现金流	151.69	485.99	-37.96	-46.74

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司偿债指标表现一般，但良好的银企关系、多重外部融资渠道及较强的外部融资能力可实现到期债务续接，整体偿债能力较强。

2022 年，公司债务增速有所放缓，但债务规模仍然很大，经营活动净现金流及 EBITDA 的偿债指标表现一般，但受益于经营活动现金流改善，其对利息支出形成可形成一定覆盖。

表 9：近年来公司偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.9/2023.1-9
总债务	1,533.18	1,920.29	1,970.74	2,746.73
短期债务	356.78	526.41	572.70	1,137.64
短期债务/总债务	23.27%	27.41%	29.06%	41.42%
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务	0.03	-0.04	0.04	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	1.35	-0.03	1.47	--
总债务/EBITDA	10.58	11.34	12.33	--
EBITDA 利息保障倍数	1.99	1.80	1.55	--
FFO/总债务	0.03	0.02	0.05	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 9 月末，公司共获得银行授信总额 5,504.27 亿元，未使用的授信额度为 2,686.62 亿元，具备很强的财务弹性。资金管理方面，公司设立资金部负责具体银行账户结算、融资和担保的管理工作，资金部负责非上市行业集团公司资金归集，提高资金使用效率，上市公司资金独立管理。此外，公司下属建发股份、建发国际投资集团有限公司（证券代码：01908.HK）、建发物业管理集团有限公司（股票代码：02156.HK）和建发合诚工程咨询股份有限公司（股票代码：603909.SH）等 4 家上市公司，拥有直接股权融资渠道；公司亦公开发行债务融资工具，且融资成本处于同行业较低水平。多元畅通的融资渠道为公司的偿债能力提供了良好支撑。未来，虽面临复杂多变的市场环境，但公司供应链业务和房地产业务等板块或将继续保持扩张态势，投融资需求仍较大，中诚信国际将对公司的资金铺排情况保持关注。

本期债券存在续期选择权、递延支付利息选择权、赎回选择权条款，基于上述对受评主体偿债能力的分析，假设在本期债券所设特殊条款极端不利情况下，本期债券可能面临公司无限次递延利息支付、行使续期权和赎回权的风险。

本部情况

公司本部利润总额全部来自于长期股权投资的投资收益，2022 年投资收益同比下降主要系当年无处置长期股权投资⁵和建发地产等子企业贡献收益减少所致。2023 年前三季度，受持有长期股权

⁵ 2021 年，公司本部处置长期股权投资取得投资收益 7.04 亿元。

投资的收益增加影响，公司投资收益上升，推升利润总额同比大幅增加。

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

受公司本部与非上市板块主体的资金往来影响，公司本部经营活动现金流呈波动态势。公司本部投资活动现金流亦呈波动态势，主要系使用闲置资金进行理财，净收回投资规模变化所致。公司本部外部授信充足且本部持有一定规模的优质企业股权，可为债务偿付提供较好保障。

表 10：近年来公司本部财务情况（亿元、X）

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

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

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

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

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

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020 年~2023 年 12 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

预测与假设⁶

假设

- 2023 年，预计厦门建发供应链业务规模或将保持增长态势。
- 2023 年，预计厦门建发房地产业务拿地仍较保持一定规模，债务规模或将继续上升。
- 2023 年，预计厦门建发仍将保持稳健的财务政策。
- 2023 年，公司完成收购美凯龙股权事项，预计资产负债结构等财务指标将发生变化。

预测

表 11：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率(%)	56.15	52.55	49~50
总债务/EBITDA(X)	11.34	12.33	12.5~13.5

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

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

表 12：截至 2023 年 9 月末公司债务到期分布情况（亿元）

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

注：截至 2023 年 9 月末，公司其他权益工具为 230.93 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析⁷

环境方面，公司房地产开发业务面临着建设施工可能发生安全事故及对环境产生损害的问题，对此，公司精准化加强工程项目过程安全管理，持续完善大安全管理体系。

⁶ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

⁷中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

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

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

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

特殊调整

公司持有较大规模的优质股权资产，能够带来一定规模的分红，截至 2022 年末公司参股的厦门航空有限公司、厦门国际银行等⁸企业的长期股权投资期末账面规模为 93.34 亿元。此外，公司所持有的投资性房地产亦能带来较为丰厚的租金收入。以上资产能够带来较好的现金流入，并提高公司整体流动性。

外部支持

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

评级结论

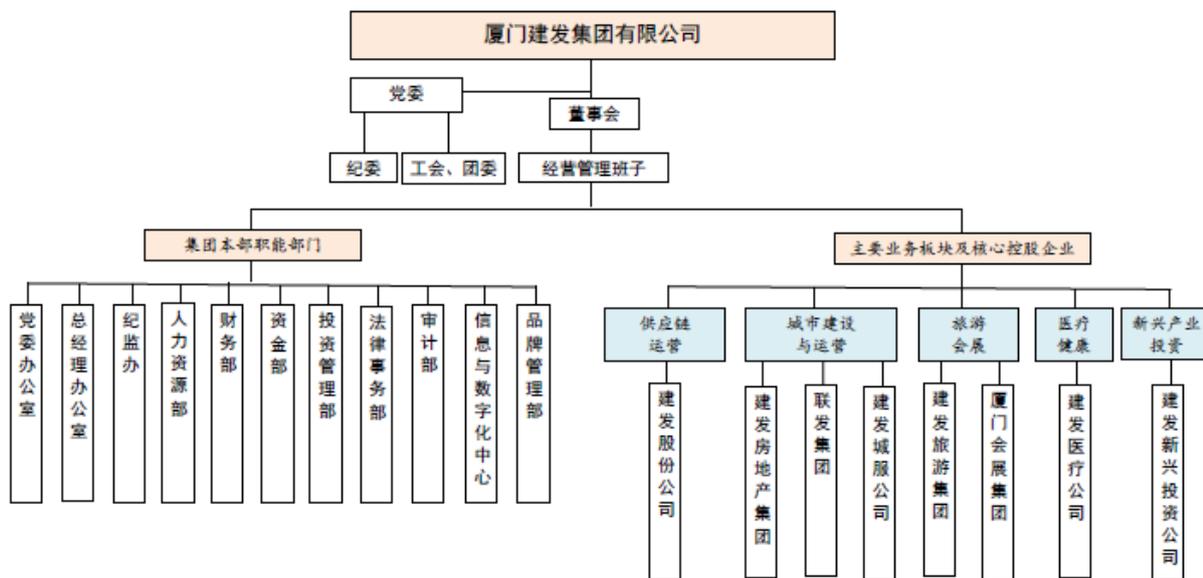
综上所述，中诚信国际评定“厦门建发集团有限公司 2024 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券（第一期）”的信用等级为 **AAA**。

⁸ 此外还包括君龙人寿保险有限公司、厦门国际信托有限公司、厦门法拉电子股份有限公司、厦门农村商业银行股份有限公司。

附一：厦门建发集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 9 月末）



序号	主要控股子公司	业务范围	实收资本（亿元）	表决权比例（%）
1	厦门建发股份有限公司	进出口贸易等	30.05	45.15
2	厦门建发旅游集团股份有限公司	酒店投资、管理	16.00	100.00
3	厦门建发会展控股有限公司	会展业务	1.50	100.00
4	厦门建发新兴产业股权投资有限责任公司	股权投资与咨询	20.00	100.00
5	厦门建发医疗健康投资有限公司	投资、管理	10.00	100.00
6	厦门建发城服发展股份有限公司	投资与资产管理	2.00	100.00
7	厦门华益工贸有限公司	商品贸易	0.07	100.00
8	武夷山大红袍山庄开发有限公司	房地产开发与经营	5.30	46.00
9	福建嘉悦投资发展有限公司	房地产开发与经营	0.10	100.00
10	上海兆御投资发展有限公司	房地产业	1.00	100.00
11	建发集团（香港）有限公司	投资和资产管理	0.01	100.00
12	厦门建发优客会网络科技有限公司	信息传输、软件和信息技术服务业	0.20	100.00
13	厦门建发金融投资有限公司	股权投资、咨询、管理	1.00	100.00
14	厦门建发文创体育投资有限公司	对第一产业、第二产业、第三产业的 投资	2.00	100.00
15	厦门国际酒业运营中心有限公司	酒、饮料及茶叶类预包装食品 批发及零售	0.07	100.00
16	宁夏建发实业发展有限公司	批发和零售业	0.10	100.00



资料来源：公司提供

附二：厦门建发集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

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

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

附三：厦门建发集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

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

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

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
资本结构	
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
盈利能力	
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn