

佛山市建设发展集团有限公司 2025 年度第一期中期票据信用评级 报告

中鹏信评【2025】第 Z【234】号 01

让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

佛山市建设发展集团有限公司2025年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AAA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2025-3-6

债券概况

发行规模：5 亿元

发行期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起偿付

发行目的：拟用于偿还公司到期债务融资工具

联系方式

项目负责人：汪永乐
 wangyl@cspengyuan.com

项目组成员：邹火雄
 zouhx@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

评级观点

本次等级的评定主要是基于佛山市建设发展集团有限公司（以下简称“佛山建发集团”或“公司”）所在的佛山市是粤港澳大湾区重要节点城市，近年经济实力持续增强，经济总量排名广东省前三，为公司发展提供有力支撑；佛山市国资委增加对公司直接持股比例，成为控股股东，佛山市政府近年持续强化对公司支持，通过专项资金、重大项目委托、优质资产注入等给予公司战略支撑和赋能，2024 年 12 月佛山市国资委向公司注入轨道交通公司优质股权，实现国有资本的战略性重组，显著提升了公司资本实力，降低杠杆水平；作为佛山市级城市建设运营主平台，公司已逐步形成集产业园区建设运营、城市更新、建筑建材、智慧城市服务为一体的业务体系，助力佛山城市和产业发展，在推进佛山城市能级跃升中发挥着显著的作用，区域重要性不断提升。同时中证鹏元也关注到，随着业务快速扩张，公司在经营性现金流管理、债务规模管控等方面面临挑战，加之建筑建材等市场周期性波动、并购企业协同整合等潜在风险，对公司综合运营能力提出了更高要求等风险因素。

未来展望

中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司作为佛山市重要的市属国有企业的地位将维持，主要业务可持续性较好且竞争力较强，有望继续获得外部支持。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.9	2023	2022	2021
总资产	544.01	505.71	376.84	248.13
所有者权益	112.85	110.50	91.90	76.52
总债务	378.42	340.08	237.17	131.46
营业收入	265.40	315.84	206.19	140.13
净利润	0.18	0.53	2.86	3.77
经营活动现金流净额	-0.55	-30.26	-41.46	-0.31
总债务/EBITDA	--	40.46	27.82	14.05
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	1.42	2.06
总债务/总资本	77.03%	75.48%	72.07%	63.21%
经营活动现金流净额/总债务	-0.15%	-8.90%	-17.48%	-0.24%
EBITDA 利润率	--	2.66%	4.13%	6.68%
总资产回报率	--	1.52%	2.34%	3.46%
现金短期债务比	0.64	0.59	0.41	0.51
销售毛利率	4.57%	4.97%	7.74%	10.24%
资产负债率	79.25%	78.15%	75.61%	69.16%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

正面

- 佛山市区位优势明显，工业基础扎实，经济发展水平较高，为公司发展提供良好的外部环境。**佛山市毗邻深港澳，是珠三角地区西翼经贸中心、综合交通枢纽及粤港澳大湾区重要节点城市，人口吸附能力强，经济财政实力雄厚，经济总量排名广东省前三。佛山市是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，其中医药健康产业是全市十大战略性新兴产业的重中之重，公司负责的佛山云东海生物医药健康产业园为佛北战新产业园的核心起步区，佛北战新产业园是佛山市实施北向战略行动、向北重点发展先导型经济的核心，被列为广东省七个大型工业集聚区之一。
- 佛山市政府持续强化对公司的战略赋能，在重大项目委托、资金及优质资产注入等方面给予公司大力支持。**公司作为佛山市重要的城市建设主体，公司股东及当地政府通过债转股、增资等方式向公司业务发展提供了有力支持。2023年11月，佛山市工贸集团有限公司（以下简称“佛山工贸集团”）将其持有的公司股权全部无偿划转至佛山市国资委，公司控股股东变更为佛山市国资委。2024年12月，佛山市国资委将佛山市轨道交通发展有限公司（以下简称“轨道交通公司”）（评估基准日2024年9月30日的净资产评估值为206.64亿元）38%的股权无偿划转至公司，显著提升公司资本实力，降低资产负债率。
- 公司职能定位较高，主要业务持续性较好，项目建成投运有望增厚公司业绩。**公司为佛山市国资委管理的市属一级国有企业，承担了佛山市重要的产业园区建设运营、城市更新等重要任务，三旧改造、产业园开发、住房租赁等项目储备充足，业务发展较有保障，推进佛山城市能级跃升中发挥着显著的作用。公司承接的佛山云东海生物医药健康产业园2025年被提级管理，且大规模产业园区建成投运及城市更新项目销售结转，有望持续贡献业务收入。

关注

- 公司在经营性现金流管理、债务规模管控等方面存在挑战，较大的项目建设资金需求给公司带来资金压力。**公司三旧改造、产业园建设等项目建设资金沉淀较多，建筑建材业务占用较多营运资金，经营及投资活动现金流持续大额净流出，公司主要通过外部融资平衡资金缺口，债务规模快速攀升；此外，公司有一定规模的对外担保余额，且受限资产规模较大，在流动性困难时，可能会对融资能力有一定影响。
- 公司房屋销售和建筑建材业务面临一定的市场波动风险，并购的上市公司存在一定经营风险。**公司可供销售房产面积较大，受房地产市场景气度等因素的影响，公司房屋销售面临去化压力；建筑建材业务盈利受原材料价格影响较大，且客户回款难度增大。公司收购的文科股份应收款项规模较大，信用减值损失较大，营业利润持续亏损，资产负债率居高不下，且存在较多诉讼及多项被执行人记录，若其经营状况未能明显好转，或导致公司面临较大的投资损失、或有负债风险及商誉减值风险。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
地方产业投资（运营）企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	指标	评分等级	评分要素	指标	评分等级
业务状况	区域环境	7/7	财务状况	杠杆状况	2/9
	经营状况	7/7		盈利状况	弱
				流动性状况	6/7
业务状况评估结果		优秀	财务状况评估结果		较大
调整因素	ESG因素				0
	审计报告质量				0

不良信用记录	0
补充调整	0
个体信用状况	aa-
外部特殊支持	3
主体信用等级	AAA

注：1) 各指标得分越高，表示表现越好；2) 经评估，公司个体信用状况及佛山市政府信用等级较上次评级均未发生变化，此次佛山市政府对公司提供支持的意愿由“极其强”变更为“几乎肯定”，主要基于公司是佛山市国资委管理的市属一级国有企业，近年逐步形成集产业园区建设运营、城市更新、建筑建材、智慧城市服务四大主业为一体的、具有全产业链能力的城市建设平台，其中三旧改造和住房租赁等涉及民生保障和城市发展空间优化，承接重大产业园区建设运营以及拓展建筑建材业务等，助力区域产业升级和重点产业链赋能，在推进佛山城市能级跃升中发挥着显著的作用，承接的佛山云东海生物医药健康产业园被提级管理，佛山市政府持续强化对公司的支持和赋能，公司区域重要性进一步提高。依据《外部特殊支持评价方法和模型》（版本号：cspy_ffmx_2022V1.0），外部特殊支持由上次评级的“+2”调整为“+3”。

一、发行主体概况

公司原名为佛山市建设开发投资有限公司，成立于2012年2月，初始注册资本为0.20亿元，由佛山市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“佛山市国资委”）全额出资。2013年6月佛山市国资委同意公司通过债务转移方式承接佛山彩色显像管公司（现用名：佛山市彩管置业有限公司，以下简称“彩管公司”）对佛山市新元资产管理有限公司（以下简称“佛山新元”）、佛山工贸集团等债权企业的债务。2017年2月，佛山市国资委同意公司实施债转股工作，将佛山新元、佛山工贸集团等企业对公司的债权转为股权；2023年11月，佛山工贸集团将其持有的公司股份无偿转让给佛山市国资委，公司控股股东变更为佛山市国资委。

2024年9月末公司实收资本增至12.63亿元，2024年11月7日公司注册资本增至13.23亿元，股东为佛山市国资委、佛山市投资控股集团有限公司（以下简称“佛山控股集团”）、广东省财政厅，直接持股比例分别为79.00%、18.87%、2.13%，佛山市国资委为公司控股股东及实际控制人，股权结构如附录二所示。

公司是佛山市2022年8月确立的八大市属集团企业之一，业务板块包括产业园区建设运营、城市更新、铝制品及有色金属等建筑建材、以住房租赁及物业管理为主的智慧城市服务业务等。为规划打造公司资产上市平台，2022年4月公司以6.34亿元收购文科股份（002775.SZ）23.00%的股份，合计拥有文科股份26.80%的表决权，公司实现对文科股份控制；2023年2月及2024年9月，公司分别出资2.92亿元、0.30亿元认购文科股份定向增发的1.00亿股股份及增持文科股份0.12亿股股份，截至2024年9月末，公司持有文科股份的股权比例及表决权比例均为37.54%。截至2024年9月末，公司纳入合并报表范围主要一级子公司见附录四。

表1 公司下属重要子公司主要财务指标情况（单位：亿元）

子公司名称	总资产	净资产	资产负债率	营业收入	净利润	销售毛利率
绿建公司	167.10	21.34	87.23%	276.43	2.54	3.15%
城发公司	163.38	25.71	84.26%	13.69	0.41	15.19%
建发智城公司	50.05	18.59	62.86%	5.09	0.30	30.09%
佛山建工	24.06	0.66	97.25%	28.70	0.28	6.42%

注：1) 上表数据为 2023 年度/2023 年末数据；2) 绿建公司、城发公司、建发智城公司、佛山建工分别为佛山建发绿色建材有限公司、佛山建发城市发展有限公司、佛山建发智慧城市科技有限公司、佛山市城市建设工程有限公司的简称。
资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况及募集资金用途

债券名称：佛山市建设发展集团有限公司2025年度第一期中期票据；

发行规模：5亿元；

债券期限和利率：5年期，固定利率；

还本付息方式：按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起偿付；

募集资金用途：本期债券拟募集资金总额为5亿元，拟用于偿还公司到期债务融资工具。

三、运营环境

宏观经济和政策环境

2024年经济修复曲折，结构分化；2025年宏观政策更加积极有为，加大力度扩内需，变局中寻求新突破，推动经济平稳向上、结构向优

2024年国内经济运行有所波动，9月下旬一揽子增量政策主动发力，经济边际改善，全年实际GDP同比增长5.0%，生产需求继续恢复，结构有所分化，物价低位运行，失业率稳中有降。经济转型过程中存在矛盾和阵痛，但也不乏亮点，新质生产力和高技术产业稳步增长，债务和地产风险不断下降。2025年内外部环境更加复杂严峻，美国降息预期收敛，大国博弈和地缘政治持续干扰，全球贸易保护主义有所抬头，海外不确定性仍高。国内新旧动能转换，有效需求不足，经济的活力和动力仍待进一步增强。中央经济工作会议强调“实施更加积极有为的宏观政策”，加大财政货币政策逆周期调节力度，全面扩内需，大力提振消费，因地制宜发展新质生产力。货币政策时隔14年定调为“适度宽松”，将适时降准降息，保持流动性充裕，为实体经济创造良好的货币金融环境。财政政策持续用力、更加给力，提高财政赤字率，增加发行超长期特别国债，支持“两新”和“两重”领域，扩大专项债投向领域和用作项目资本金范围，继续推进化债举措，进一步减轻地方政府负担，同时推进财税体制改革。房地产市场止跌回稳仍需要出台超常规举措和付出较大努力。新质生产力和高质量发展继续推进，DeepSeek席卷全球，我国新动能正在形成，经济发展的积极因素有望不断累积，预计全年经济总量再上新台阶，GDP增速在5.0%左右，结构进一步优化。

详见《[变中求新，变中突破—2025年宏观经济展望](#)》。

区域经济环境

佛山市为珠三角地区西翼经贸中心、综合交通枢纽及粤港澳大湾区重要节点城市，是我国重要的制造业基地，工业体系较为健全，人口吸附力强，经济财政实力雄厚，在广东省内排名靠前，在粤港澳大湾区和广佛同城发展战略下，佛山市将为湾区建设提供重要极点支撑，为公司发展提供有力支撑

佛山市地处珠三角腹地，毗邻深港澳，地理位置优越，是我国重要的制造业基地、粤港澳大湾区重要节点城市、珠三角地区西翼经贸中心和综合交通枢纽，与广州市共同构成“广佛都市圈”和粤港澳大湾区三大极点之一，全市总面积3,797.72平方公里。佛山市人口吸附力较强，2023年末全市常住人口为961.54万人，近年人口表现为净流入，常住人口城镇化率达95.39%，显著高于全省平均水平。

佛山市制造业基础雄厚、门类齐全，已形成十大优势行业，制造业集群化、规模化特征明显，工业

规模居全国第5、全省第2，近年持续推动制造业数字化升级转型，新兴产业发展较快。佛山市拥有国家级特色产业基地26个，各主要行业的本地产业配套率高达90%以上，其中广佛惠超高清视频和智能家电产业集群、广深佛莞智能装备产业集群、佛莞泛家居集群成为国家先进制造业集群。依托于基础雄厚的家电家具、机械装备、食品饮料、陶瓷建材等传统优势产业，当地培育了美的集团、中国联塑（2128.HK）、海天味业（603288.SH）等重点企业，上市企业总数达81家，有70家企业入选广东制造业500强，数量居全省第二。此外，随着佛山市全面实施制造业高质量发展，推进制造业数字化智能化转型，巩固提升新一代电子信息、智能家电、先进材料、软件与信息服务、生物医药与健康等战略性支柱产业，近年新兴产业发展较快。2023年佛山市规模以上工业增加值增速为6.6%，其中先进制造业增加值增长7.6%，占规模以上工业增加值的比重为52.02%，2024年占比提升至52.5%。近年来，佛山市向北大布局，规划推进制造业当家、建设现代产业体系的重要载体——广东（佛山）大型产业聚集区（佛北战新产业园），作为全市有史以来最大规模园区，佛北战新产业园被列为广东省七个大型工业集聚区之一，将加速改变佛山经济格局走向。其中佛山云东海医药健康产业园是佛北战新产业园的核心起步区，医药健康产业是广东重要的战略性支柱产业，也是佛山十大战略性新兴产业的重中之重，入选省重点支持的十大生物医药产业园区，2024年佛山市医药健康产业集群规模突破千亿元，并连续三年保持两位数增长。

佛山市经济财政实力雄厚，近年经济总量在全省排名前三，民营经济活跃，经济发展势头较好，但全市房地产投资受地产行情影响明显回落。依托良好的区位优势及发展强劲的制造业，近年来佛山市经济稳健发展，于2019年成为全国第17个、广东省第3个经济总量超万亿元的城市，2024年全市GDP为13,361.90亿元，同比增长1.3%；2023年全市人均GDP为全国人均GDP的1.55倍，经济发展处于国内较高水平。民营经济方面，2023年佛山民间投资占固定资产投资规模的比重达67.0%，美的集团（000333.SZ）、美的置业集团有限公司、宏旺控股集团有限公司等7家企业入选“2023中国民营企业500强”，其中美的集团跻身“世界企业500强”。佛山市财政实力较强，近年全市实现一般公共预算收入在800亿元左右，2024年全市一般公共预算收入小幅降至767.08亿元。受房地产市场景气度低迷影响，近年佛山市商品房施工面积及房地产开发投资持续减少，政府性基金收入持续大幅下降。

表2 佛山市主要经济、财政指标及同比变化情况（单位：亿元、万平方米）

项目	2023年		2022年		2021年	
	数值	增长率	数值	增长率	数值	增长率
地区生产总值（GDP）	13,276.14	5.0%	12,698.39	2.1%	12,156.54	8.3%
固定资产投资	--	-9.9%	--	-3.6%	--	7.6%
社会消费品零售总额	3,734.48	3.7%	3,593.57	1.0%	3,556.66	8.1%
进出口总额	5,965.80	-10.5%	6,637.8	7.7%	6,160.7	21.7%
一般公共预算收入	800.46	0.44%	796.76	--	808.26	7.26%
政府性基金收入	477.03	--	557.43	-51.94%	1,159.9	3.07%
房地产开发投资	1,276.58	-34.8%	1,956.52	-16.5%	2,342.88	2.3%

竣工面积	559.49	-12.0%	635.99	46.9%	432.81	9.1%
施工面积	7,072.10	-14.6%	8,280.32	-12.3%	9,438.91	-3.2%
人均 GDP（元）	138,071.64		132,935.42		126,465	
人均 GDP/全国人均 GDP	154.52%		155.12%		156.18%	

注：“-”表示未获取该数据，2021年、2022年及2023年人均GDP系根据当年末常住人口数据计算。

资料来源：佛山市2021-2023年国民经济和社会发展统计公报、佛山市2021年、2022年本级政府决算公开、2024年佛山市本级政府预算公开、佛山市统计局官网，中证鹏元整理

在粤港澳大湾区发展国家战略下，佛山市把握“双区”¹建设、“双城”联动和构建“一核一带一区”²区域发展格局等机遇，发挥产业、区位、交通等优势，协同广州市为粤港澳大湾区建设提供极点支撑，同时加强与深圳市等其他城市合作，加速资本、技术等要素集聚。此外，广州市及佛山市拟打造“一区、三轴、一环”³的空间格局，到2025年初步形成高品质现代化国际化都会区，并于2035年基本实现广佛全域同城化。上述发展规划的推出及落实，有望推动广佛全域同城高质量发展，提升区域发展能级及核心竞争力。

四、经营与竞争

公司以城市更新业务起家，按照佛山市关于国资国企改革的相关部署，近年加快投身产业园区建设运营，逐步形成集产业园区建设运营、城市更新、建筑建材、智慧城市服务四大主业为一体的、具有全产业链能力的城市建设平台。近年公司建筑建材业务收入快速增长，但业务盈利能力偏弱。三旧改造业务形成的房屋销售对公司毛利润贡献较大，2024年1-9月该业务收入有所增长，但需持续关注房地产市场景气度对业务的影响。租赁及仓储业务主要依托公司承担的佛山市住房租赁改革试点任务开展，出租率的提升以及新增出租面积推动业务收入规模持续增长，为公司毛利润的重要补充。此外，公司开展的销售预制装配单位、物业管理及安保、房屋装修、商品销售等业务也丰富了公司的收入及利润来源，但规模贡献相对有限。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2024年1-9月			2023年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
有色金属及金属制品贸易	231.26	87.14	1.94	266.50	84.38	2.25
房屋销售	13.89	5.23	30.80	13.52	4.28	20.66
建筑工程及科教文旅	12.20	4.60	11.87	21.16	6.70	13.29
租赁及仓储	3.10	1.17	29.53	3.96	1.25	32.28
销售预制装配单位	0.97	0.37	1.45	2.58	0.82	5.87

¹ “双区”即粤港澳大湾区、深圳中国特色社会主义先行示范区。

² “一核”即珠三角地区，是引领全省发展的核心区和主引擎，强调产业发展的“高端化”；“一带”即沿海经济带，是新时代全省发展的主战场，重点打造粤东粤西沿海产业；“一区”即北部生态发展区，是全省重要的生态屏障，重点关注产业绿色化。

³ “一区”为南北向的广佛全域同城化引领区，“三轴”为东西向的广佛全域同城化发展轴（包括中部核心发展轴、南部新兴发展轴、北部绿色发展轴），“一环”为广佛全域同城化联动发展环。

物业管理及安保	1.09	0.41	12.71	1.54	0.49	12.99
其他业务收入	2.87	1.08	29.00	6.59	2.08	37.61
合计	265.40	100.00	4.57	315.84	100.00	4.97
项目	2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
有色金属及金属制品贸易	163.04	79.07	3.67	118.17	84.33	4.43
房屋销售	19.39	9.40	16.77	15.75	11.24	48.35
建筑工程及科教文旅	12.70	6.16	17.92	0.00	0.00	--
租赁及仓储	2.49	1.21	65.11	0.52	0.37	82.39
销售预制装配单位	2.65	1.29	16.28	1.76	1.26	10.24
物业管理及安保	1.36	0.66	18.31	1.30	0.93	26.63
其他业务收入	4.55	2.21	47.20	2.63	1.88	20.54
合计	206.19	100.00	7.74	140.13	100.00	10.24

资料来源：公司提供

（一）城市更新业务

公司承担了佛山市城市更新任务，以三旧改造为主，目前项目储备充足，业务持续性较好，但资金压力较大，且需持续关注房地产市场景气度对项目去化、业务盈利等影响

公司城市更新业务主要为以三旧改造方式形成的房屋销售业务，主要由子公司城发公司（具备房地产开发二级资质）负责。公司在成立之初主要依托佛山市国资系统内较为丰富的土地储备，以城市更新方式承担佛山市国资体系存量土地的开发建设任务，项目来源主要以政府无偿划拨为主，三旧改造项目主要位于佛山市境内，为了引入合作方的项目资源或项目开发经验，相关项目主要通过合作成立项目公司共同进行开发运作；随着项目建设经验的积累，公司开始通过招拍挂、收并购项目公司股权等方式获取部分城市更新项目，并逐步实现独立开发运作。

由于三旧改造项目开发节奏须与当地规划相匹配，前期审批流程较长，因此新开工面积波动较大，后续项目销售、竣工及收入结转的节奏也同步变动。2023年以来公司重点推动高明壹号、周记地块项目（建投恒福壹号）、灯湖悦园等项目建设，当年公司房屋合同销售金额较高，随着2024年1-9月相关项目逐步进入竣工环节，同期结转的房屋销售收入规模亦有所增长。

表4 公司三旧改造业务发展情况

项目名称	2024年1-9月	2023年	2022年	2021年
新开工面积（万平方米）	7.16	21.92	18.54	42.46
竣工面积（万平方米）	20.75	4.65	21.17	28.55
开发投资额（亿元）	29.78	41.86	27.66	37.99
合同销售面积（万平方米）	9.91	23.12	7.15	10.21
合同销售金额（亿元）	17.40	30.44	9.62	15.62
确认收入金额（亿元）	13.89	13.52	19.39	15.75

资料来源：公司提供

截至2024年9月末，公司主要房产项目剩余可售建筑面积合计104.17万平方米，已取得预售许可证的项目在行业景气度低迷的环境下，面临一定的去化压力。其中，彩管项目住宅及商铺、花曼丽舍、花曼沁园均已基本销售完毕。彩管项目为公司与绿地控股集团有限公司合作开发，项目位于禅城区核心板块，规划建设内容包括佛山新地标写字楼、五星级酒店、大型Shopping Mall、Loft公寓以及住宅等，目前已取得预售证的剩余待售面积为商住公寓，剩余待开发的地块及在建项目主要以写字楼等商业业态为主。周记地块项目（建投恒福壹号）位于佛山市禅城区祖庙街道核心区域，为双地铁上盖物业，项目位置及周边配套较好，项目业态涵盖街区式商业、总部经济办公、服务型公寓、高层住宅等，公司于2022年获得该项目股权，获得债务减免收益2.84亿元。此外，公司建设的悦城峯境、高明壹号、灯湖悦园均于2023年9月开始取得预售许可证，2024年9月末上述三个项目累计合同销售面积占已取得预售许可证面积的比重为37.14%，需持续关注项目去化情况。

表5 截至 2024 年 9 月末公司主要在售三旧改造项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	地区	预售时间/ 开盘时间	总建筑 面积	累计可 售面积	已取得预 售证面积	累计合同 销售面积	剩余可 售建筑 面积	累计合同 销售金额
彩管项目	佛山亚艺 板块	2016/3/23	117.00	105.14	79.84	78.93	26.21	116.10
花曼丽舍 （东亚东 区）*	佛山禅城 区	2018/6/9	15.50	13.35	13.35	13.03	0.32	17.86
花曼沁园 （东亚西 区）*	佛山禅城 区	2020/4/17	9.26	8.00	8.00	7.07	0.93	11.15
誉湖（远大 项目）*	佛山禅城 区	2020/11/21	12.37	10.48	10.48	7.93	2.55	13.17
建投榕华锦 苑（榕华里 项目）	佛山禅城 区	2022/3/25	15.12	14.20	3.89	4.10	10.10	5.07
周记地块项 目（建投恒 福壹号）	佛山禅城 区	2023/1/5	41.50	36.08	15.03	7.11	28.97	25.31
悦城峯境	佛山禅城 区	2023/9/27	12.88	2.83	3.23	2.07	0.76	4.34
高明壹号	佛山高明 区	2023/9/26	17.49	15.31	7.02	2.88	12.43	3.49
灯湖悦园	佛山禅城 区	2023/9/27	25.52	23.48	7.33	1.58	21.90	2.49
合计	--	--	266.64	228.87	148.17	124.70	104.17	198.98

注：“*”为已竣工项目，其余均为在建项目。

资料来源：公司提供

截至2024年9月末，公司主要在建及拟建三旧改造项目规模较大，业务持续性较好，但面临资金压力，且受房地产行情影响，后续新增完工项目能否实现预期收益存在不确定性。2023年公司新增投入建设的项目有灯湖悦园项目、高明壹号项目，均为公司100%自持开发项目。灯湖悦园项目位于千灯湖及祖庙核心商圈交界，为城发公司积极响应政府“高铁进城，重塑佛山城北片区的城市发展格局”号召下开发建设重点项目，未来项目将开发为禅城TOD核心区的商住综合体；高明壹号项目位于佛山市高明

区西江产业新城，为城发公司首进高明区项目，是其为推动西江新城高速发展，而逆市拓疆开发建设的项目。此外，公司还拥有泓创项目（建设安居工程，项目公司为佛山市泓创投资有限公司，公司全资子公司建发智城公司持股76%）和逢涌村-文头岭片级村级工业园（项目公司为佛山市南海区建投众城置业发展有限公司，公司全资子公司产业公司持股51%）两个拟建项目，分别位于禅城区及南海区，用地面积分别为0.84万平方米和59.67万平方米，土地性质分别为工业用地以及林地和建设用地，目前处于项目前期阶段，项目投资额暂未定。

表6 截至2024年9月末公司主要在建三旧改造项目情况（单位：亿元）

项目名称	权益比例	项目土地来源	主要建设内容	总投资	已投资	尚需投资	建设期间
彩管项目	51%	无偿划拨	住宅、公寓、办公、 商铺、幼儿园	126.00	108.98	17.02	2015-2027年
周记地块项目（建投恒福壹号）	51%	合作开发	住宅、商业、办公、 公寓	62.49	45.16	17.33	2021-2026年
灯湖悦园项目	100%	自主改造、协议出让	住宅、商业	36.02	21.90	14.12	2023-2026年
建投榕华锦苑（榕华里项目）	77%	合作开发	住宅、商铺	18.35	16.00	2.35	2021-2024年
悦城峯境项目	100%	招拍挂	住宅、商业	18.00	14.06	3.94	2022-2026年
高明壹号项目	100%	招拍挂	住宅、商业	16.65	9.68	6.97	2023-2028年
城发中心项目	100%	招拍挂	商业、办公	8.38	7.15	1.23	2021-2024年
合计	--	--	--	285.89	222.93	62.96	--

资料来源：公司提供

此外，公司以参股项目公司佛山市广佛里投资开发有限公司（以下简称“广佛里投资”）30%股份的形式与碧桂园（2007.HK）合作开发首期广佛里智慧慢城启动区项目，该项目总投资96.88亿元，建设周期2019年3月-2026年9月，截至2024年9月末已累计投入58.85亿元，盈利模式计划以短期房地产销售和长期物业持有出租相结合。该项目位于佛山市南海区，总用地面积5,250亩，于2017年7月经佛山市人民政府（简称“佛山市政府”）认定为首批市级特色小镇，项目计划分四期开发，拟建成以生物医药、健康养生、休闲旅游为主导的医药产业创新升级示范园区、产城人文融合发展的特色小镇。

（二）产业园区建设运营业务

公司承接了佛山市重要的产业园区项目，项目储备丰富，系公司近年重点发展的业务板块，伴随产业园项目密集建成投运，有望增厚公司业绩

公司产业园区建设运营业务主要由子公司佛山建发产业园区开发有限公司（以下简称“产业公司”）负责，业务模式主要包括“政府+国企”的大型产业园区投资开发模式以及参与市场化的产业用地投资开发产业园区载体两种模式，计划通过招商引资，租售结合，并为园区企业提供增值服务。

近年公司产业园开发项目推进速度不断加快，2025年预计完工面积规模大，有望增厚公司业绩。其中佛山云东海生物医药健康产业园为佛北战新产业园的核心起步区，也是粤港澳大湾区唯一可开发用地

超万亩的医药健康产业园区，2025年佛山市委、市政府将该园区提级作为佛山高新技术产业开发区管理委员会直管园区。佛山云东海生物医药健康产业园规划面积25.1平方公里，重点发展高端医药、高端机械、高端医疗等医药健康产业，由子公司产业公司与三水区、高新区三级国企联动开发，包括科创中心、邻里中心、公共服务中心和大健康产业园四大项目，上述项目将联动形成“研发-办公-生产-配套服务”的医药健康产业全周期完整链条。其中，科创中心主要建设内容为研发和办公等产业载体，人才公寓、配套商住等综合服务载体；邻里中心作为生活服务配套项目，开发为商业、公寓和酒店（酒店式公寓）；公共服务中心项目主要为科研检验等办公区域。同时，公司与佛山市高明区政府下属国企合作开发佛山临空经济区智造产业园，通过采用“用地转租”、“边整理边开发”模式推动佛山市南海区狮山镇风梅岭地块建设，主要建设内容为厂房及宿舍，以智能制造、高端装备、人工智能及新材料为产业招商方向；通过“工改工”的方式升级改造自持的电炉厂地块，拟升级建设成为数字文化产业基地。截至2024年9月末，公司主要园区尚在建设阶段，尚未实现运营收益，需持续关注产业园项目后续招商情况。

表7 截至2024年9月末公司主要在建工业园项目情况（单位：亿元）

项目名称	持股比例	位置	总投资	已投资	尚需投资	建设期间
佛山国家高新区云东海生物港科创中心	70%	佛山市三水区	12.28	7.57	4.71	2025年3月完工
佛山市三水区云东海生物医药产业园公共服务中心	70%	佛山市三水区	2.94	2.00	0.94	2023.06-2025.06
佛山建发森城企业管理有限公司邻里中心项目	70%	佛山市三水区	3.63	1.12	2.51	2023.04-2025.03
建投星中创（风梅岭）智造科技产业项目（一期）	51%	佛山市南海区	7.50	5.84	1.66	2021.12-2024.12
建投星中创（风梅岭）智造科技产业项目（二期）	51%	佛山市南海区	9.40	1.00	8.40	2022.07-2025.12
佛山市电炉厂地块改造项目	100%	佛山市禅城区	4.61	2.35	2.26	2024年12月完工
大沥太平南项目	51%	佛山市南海区	18.27	0.10	18.17	--
桂城万古城项目	51%	佛山市南海区	9.03	1.31	7.72	2023.04-2025.12
云海大健康项目	70%	佛山市三水区	8.48	1.33	7.15	2024.2-2026.9
合计	--	--	76.14	22.62	53.52	--

资料来源：公司提供

（三）智慧城市服务业务

公司承担佛山市住房租赁改革试点任务，近年业务收入规模持续增长，主要在建住房租赁项目投资规模较大，能贡献一定租赁物业，住房租赁业务持续性较好，但项目运营回收期较长，面临一定的资金压力

公司智慧城市服务业务主要包括住房租赁及物业管理服务、安保服务等配套业务，主要由子公司建发智城公司及其下属子公司负责。住房租赁业务方面，佛山市是全国14个纳入首批租赁住房改革试点的城市之一，2016年公司子公司建发智城公司与广东建鑫投融资住房租赁有限公司（控股股东为广东省建筑工程集团控股有限公司，实际控制人为广东省人民政府）共同出资设立佛山市建鑫住房租赁有限公司（以下简称“建鑫公司”，建发智城公司持股60%）作为佛山市市级国有专业化住房租赁平台企业，建

设及运营租赁住房业务。业务模式方面，公司住房租赁业务以“公益化为主、市场化运营”的方式，通过自筹资金购置、新建、改建、长期租赁库存商业物业及整合城中村租赁住房等方式，多渠道筹集较低成本房源作为人才公寓推出市场，公司将可租房源在自有线上平台面向市场招租，租金一般不高于区域平均租金水平。由于公司住房租赁项目建设资金主要来源于自有资金及银行借款，当前项目运营回收周期整体较长，对资金占用较大。

表8 截至 2024 年 9 月末公司已投入运营的住房租赁项目情况（单位：套、平方米）

项目名称	取得方式	套数	可出租面积	投入运营时间
佛山富力广场	购置	108	5,035.85	2017 年
越秀岭南隼庭	购置	410	21,660.55	2018 年
大良建鑫乐家 都荟广场	购置	396	30,610.04	2020 年
农行三处物业-祖庙路	购置	整栋出租	14,506.50	2020 年
南约桂城广场项目	租赁	275	9,951.01	2021 年
乐从葛岸村项目	自建	1,856	115,722.22	2021 年
汇通大厦项目	购置	273	24,526.07	2022 年
合计	--	--	222,012.24	--

注：此次部分数据有所变动，主要系统统计口径调整所致，此次按照产权证上面积统计。

资料来源：公司提供

公司将相关租赁物业计入投资性房地产并以公允价值计量，相关业务成本主要为人员及管理成本，受业务规模扩张、人力管理成本上升等因素影响，近年该业务毛利率有所下降。因大良建鑫乐家·都荟广场全部完成装修转入投资性房地产，2024年9月末公司可出租面积增至22.20万平方米。公司大部分租赁项目出租率较高，其中农行三处物业-祖庙路为整体出租，乐从葛岸村项目于2023年重建，且已于2024年3月恢复运营，故该项目2023年末出租率为0.00%。

表9 近年公司住房租赁项目运营情况（单位：万元）

项目	2023 年		2022 年		2021 年	
	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率
佛山富力广场	140.95	96.30%	139.50	81.48%	155.51	91.67%
越秀岭南隼庭	668.55	96.59%	683.95	88.05%	695.85	95.12%
大良建鑫乐家 都荟广场	268.95	91.38%	214.18	98.28%	123.7	69.83%
农行三处物业-祖庙路	683.49	100.00%	684.55	100.00%	672.51	100.00%
南约桂城广场项目	363.15	94.91%	333.31	96.73%	151.27	61.82%
乐从葛岸村项目	3,583.65	0.00%	4,925.49	100.00%	410.46	100.00%
汇通大厦项目	794.04	99.27%	58.56	0.00%	--	--
合计	6,502.78	--	7,039.54	--	2,209.30	--

注：汇通大厦项目出租率统计口径仅包含公寓，2022 年公寓未对外出租，故出租率为 0.00%，同期租金收入由办公楼产生。

资料来源：公司提供

公司在建住房租赁项目规模较大，有助于住房租赁业务及收入规模增长。其中，乐从葛岸村项目系

公司通过租赁村集体土地直接建设为租赁住房，项目分两期开发，拟打造为集租赁住房、小学、幼儿园、商业房产为一体的租赁住房示范小区，目前该项目一期工程已经投入使用。2024年3月，公司成立佛山市安居置业有限公司，打造佛山市级保障性住房建设平台，其承接的禅城区首个配售型保障性住房建设项目已开工建设，预计2026年建成。

表10截至 2024 年 9 月末公司在建住房租赁项目情况（单位：套、万平方米、亿元）

项目名称	取得方式	套数	可出租面积	计划总投资	累计已投资
乐从葛岸村项目	租赁集体土地新建住房	3,980*	25.28	11.94	5.17
佛山农行三处物业改造项目	收购存量商办物业改建	643	3.90	3.18	2.99
合计	--	4,623	29.18	15.12	8.16

注：“*”表示该数量包含项目已经建成并已出租的数量。

资料来源：公司提供

此外，围绕住房租赁业务，建发智城公司还开展了物业管理服务、安保服务等配套业务。建发智城公司2017年并购佛山建发安邦物业服务集团股份有限公司（以下简称“建发安邦集团”，原名为苏州安邦物业服务股份有限公司、江苏安邦物业服务集团股份有限公司，2024年3月变更为现名，权益比例51%），获得物业管理一级资质，2024年建发安邦集团总部迁址佛山市。截至2023年末，建发安邦集团在苏州、重庆、佛山等地管理物业面积增至约450万平方米，业态涉及住宅、别墅、写字楼、商业、酒店式公寓等，近年物业管理及安保收入有所增长。

（四）建筑建材业务

公司建筑建材相关产品以铝合金型材、电解铜、铝棒、铝锭等为主，近年业务收入持续大幅增长，为营业收入的主要来源，但业务盈利能力较弱，且货款回收期较长，对营运资金形成较大占用

公司建筑建材业务收入由有色金属制品贸易及有色金属贸易构成，主要通过子公司绿建公司与相关领域的民营企业合作成立控股子公司运营。绿建公司本部亦作为公司建材贸易业务的供应链采购平台，负责统一采购铝棒、铝锭等原材料销售给下属控股子公司，同时自营部分镁、锌等黑色金属贸易。

公司有色金属制品贸易以肇庆新亚铝铝业有限公司（以下简称“新亚铝公司”）⁴负责的铝合金型材贸易为主，经营模式为采购原材料委托加工厂家加工成铝型材进行销售。新亚铝公司拥有多家国际知名大型房地产公司的采购目录指定入库品牌“南亚”和“AAG亚铝”，新亚铝公司通过上述品牌销售铝制品，2021-2023年公司有色金属制品贸易收入保持相对稳定。

有色金属贸易业务为采购材料后未经加工直接进行销售的业务，贸易的品种主要为电解铜、铝棒、铝锭等，主要由子公司绿建公司、佛山建投城建供应链管理有限公司（以下简称“供应链公司”）⁵和

⁴ 新亚铝公司系由绿建公司和肇庆和景金属贸易有限公司于 2018 年 2 月共同出资设立的，绿建公司持股比例为 51%，纳入合并报表范围。

⁵ 供应链公司系由绿建公司和佛山市南海区焯韵贸易有限公司（民营企业）于 2020 年 12 月共同出资设立的，绿建公司持股比例为 51%，纳入合并报表范围。

佛山建投华鸿铜业有限公司（以下简称“建投华鸿公司”）⁶负责。

近年公司有色金属贸易业务规模持续大幅增长，收入规模同步提升，但毛利率处于较低水平，业务盈利较弱。

表11公司有色金属及金属制品贸易业务收入情况（单位：亿元）

项目	2024年1-9月		2023年		2022年		2021年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
有色金属贸易	174.35	1.12%	177.86	1.59%	77.43	3.24%	33.88	2.92%
有色金属制品贸易	56.91	4.47%	88.64	3.58%	85.61	4.06%	84.29	5.04%
合计	231.26	1.94%	266.50	2.25%	163.04	3.67%	118.17	4.43%

资料来源：公司提供

有色金属制品贸易方面，公司铝合金型材贸易业务采用以销定产的方式进行，产品销售价格以铝原料价格及加工费确定，其中铝原料价格按照南储商务网约定日期的价格为基准并加上一定的升贴水确定。该业务的销售模式以买断式经销为主，公司在全国授权了300多家经销商、600多个分销点。值得注意的是，公司给予部分客户一定账期或信用额度，账期一般为对账后30-60天，对营运资金形成了较大占用；此外铝制品贸易经销客户数量较多、销售占比较高，且部分客户以商业承兑汇票回款，存在一定规模的商业承兑汇票逾期及客户信用风险。截至2023年末，公司已分别对2020年铝制品贸易业务第一大客户青岛万和装饰门窗工程有限公司和2021年第三大客户陕西亚铝商贸有限公司相关应收款项按照单项分别计提坏账准备2.29亿元、0.51亿元，预期信用损失率分别为60%和80%。

表12公司主要铝制品贸易产品产销情况（单位：万吨、万元/吨）

项目	2023年	2022年	2021年
委托加工量	40.13	35.77	36.53
销量	40.09	35.74	36.61
产销率	99.89%	99.90%	100%
销售均价	2.50	2.68	2.60

资料来源：公司提供

有色金属贸易方面，公司有色金属贸易采购面临一定原材料价格波动风险。公司有色金属贸易相关原材料采购采用同时锁定采购和销售价格的以销定购模式，与供货商及下游客户的主要结算方式均为货到付款。由于销售订单约定的原材料定价日期与实际采购日期存在一定差异，因此公司需要承担一定的原材料价格波动风险，若原材料采购价格剧烈波动，将对公司贸易业务的毛利率产生重大影响。

（五）建筑工程及科教文旅业务

近年公司建筑工程业务规模随着订单承接量及并购文科股份而大幅上升，考虑到文科股份盈利表现较弱，资产负债率居高不下且存在较多诉讼及多项被执行人记录，若其经营状况未能明显好转，或

⁶ 建投华鸿公司系由绿建公司和佛山市兆熙有色金属有限公司（民营企业）于2021年9月共同出资设立的，绿建公司持股比例为51%，纳入合并报表范围。

导致公司面临较大的投资损失、或有负债风险及商誉减值风险

公司建筑工程及科教文旅业务主要由子公司佛山建工和文科股份负责，佛山建工⁷（公司持股60%、中国水利水电第十一工程局有限公司和金中天投资集团有限公司均分别持股20%）拥有建筑工程施工总承包一级资质、市政公用工程施工总承包一级资质，承建的项目主要为公司内部项目；文科股份拥有电力工程施工总承包二级资质、国家风景园林工程设计专项甲级资质、市政公用工程施工总承包壹级及废水甲级资质以及古建筑工程、环保工程、河湖整治工程、建筑工程施工总承包相关企业资质。

2023年文科股份战略定位调整为成为绿色产业综合型领先企业，主业由生态园林调整为绿色产业，业务涵盖生态环境、绿色能源和绿色服务三大业务板块，其中绿色能源和绿色服务业务为其未来重点拓展的业务方向，通过收购具备了光伏电站投资运营及新能源EPC工程承接能力，但目前在起步阶段、收入规模尚小，文科股份收入来源仍主要为生态工程施工业务。由于项目回款不佳，近年文科股份新增计提应收账款坏账损失较大，净利润持续亏损，经营活动现金流持续净流出，资产负债率居高不下，2024年9月末为94.04%。截至2024年末，文科股份累计已签约未完工订单金额合计23.25亿元，其中工程订单金额21.32亿元，业务持续性具有一定保障，但需持续关注项目回款情况及流动性压力。

为缓解文科股份流动性紧张，公司给其提供借款及担保，但需注意，文科股份杠杆水平居高不下，营业利润持续亏损，在地产行业景气度持续低迷、经济下行及地方财政紧张等背景下，若文科股份经营状况未能明显好转，公司对文科股份提供的借款、对外担保将存在较大的坏账及或有负债风险，且商誉亦存在减值风险。截至2024年9月末，文科股份应付公司拆借款4.57亿元（年利率下调至不高于4.5%，计入文科股份其他应付款科目）；公司向文科股份提供连带责任担保的额度为不超过23亿元，2024年9月末文科股份已使用授信13.36亿元；2023年末公司因收购文科股份形成商誉5.75亿元。文科股份账面资产中待完工结算工程建设投入形成的合同资产及应收款规模较大且持续增长，2024年12月文科股份与部分欠款方（恒大系房产企业）进行债权重组，拟接收已建成的房产（含住宅、商业、车位、商铺等）⁸抵偿部分债务（金额合计2.58亿元），需关注上述抵偿资产处置情况，以及文科股份与中国恒大及其关联方剩余款项回收存在不确定性、部分市政园林项目回款缓慢，面临一定坏账风险，且账面中的应付账款规模有所增长，涉诉案件较多，作为被告涉案金额主要以买卖合同纠纷、票据纠纷为主，面临一定的或有负债风险。

公司职能定位高，获得佛山市政府的大力支持，2024年佛山市国资委将轨道交通公司部分股权注入公司，显著提升资本实力，降低杠杆水平

公司作为佛山市重要的城市建设主体，承担了佛山市重要的城市更新、产业园建设运营、住房租赁

⁷ 佛山建工存在三笔被执行人记录，立案时间分别为2015年1月3日、2015年1月13日、2015年1月15日，执行标的金额合计121.36万元。

⁸ 文科股份拟接收已建成的房产（含住宅、商业、车位、商铺等）金额合计4.74亿元，抵偿债务2.58亿元，文科股份需向欠款方支付2.18亿元资金。

等业务，建设资金需求较大，公司股东及当地政府通过债转股、增资等方式向公司提供了有力支持。2017年佛山市国资委及佛山工贸集团等企业将其持有公司共计25.65亿元债权转为股权，其中5.11亿元计入实收资本，其余20.54亿元计入资本公积。2017年佛山市国资委向建鑫公司划拨资本金2.40亿元并计入资本公积。2019-2022年佛山市国资委及其控制的佛山控股集团、佛山市财政局等向公司注入资金合计8.97亿元，注资计入实收资本或资本公积。

为进一步提高盘活利用效率，有效压降相关企业资产负债率，2024年12月佛山市国资委将其持有的轨道交通公司42.1414%、38.00%、7.20%、3.5686%的股权以股权投资方式分别注入佛山市地铁集团有限公司（以下简称“佛山地铁集团”）、公司、佛山市物资集团公司、佛山电建集团有限公司，相关工作完成后，佛山地铁集团持有轨道交通公司51%股权，为其控股股东。轨道交通公司成立于2002年8月，主要承担珠江三角洲城际快速轨道交通广州至佛山段项目（广佛线）、佛山市城市轨道交通二号线一期工程的建设任务，根据资产评估报告（财兴资评字（2024）第672号），轨道交通公司于评估基准日2024年9月30日的净资产评估值为206.64亿元，轨道交通公司相关股权的注入有助于提升公司资本实力，降低资产负债率。

五、 财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的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2021-2023年审计报告及未经审计的2024年1-9月财务报表。

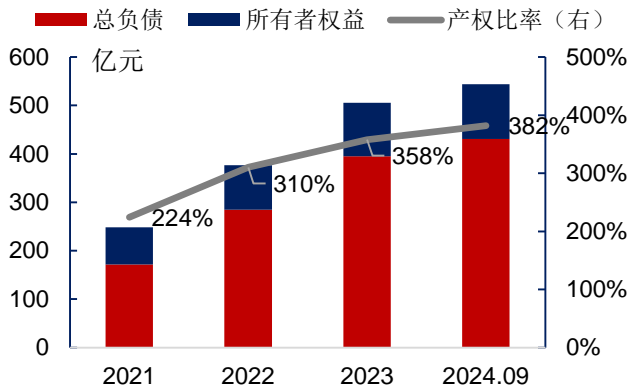
资本实力与资产质量

公司近年资本实力有所增强，但增量更多来自债务融资和政府划转资产，存量资产以三旧改造项目开发成本、应收款项等为主，三旧改造项目存在较大去化压力，应收款项回款时间不确定且存在一定坏账风险，受限资产规模较大，资产流动性及收益性较弱

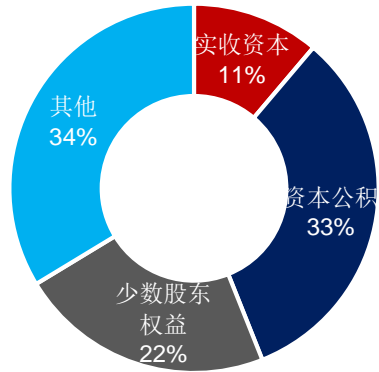
公司作为佛山市重要的城市建设平台，近年得到佛山市政府在注入资金等方面的支持，此外公司2022年以来发行的永续债及永续信托规模较大，使得所有者权益大幅增长；而同期三旧改造、产业园等项目建设融资推动公司债务融资规模亦增长较快。综合影响下，公司产权比率高位上行，所有者权益对负债的保障程度低。从权益结构看，公司所有者权益主要为股东出资款、永续债、政府划入的子公司股权及子公司评估增值等，由于公司通过合作方式成立控股子公司开展三旧改造、产业园开发、建材贸易等业务，故少数股东权益占比也相对较高；公司因受佛山市国资委安排承接4家企业的历史债务并进行债转股，彩管公司划入公司时形成大额负未分配利润，导致未分配利润持续为负。

图1 公司资本结构

图2 2024年9月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理



资料来源：公司未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司资产规模持续大幅增长，主要以三旧改造项目等开发成本、应收款项及货币资金为主。截至2023年末，公司存货为以房地产及产业园项目投入成本为主的开发成本129.44亿元；以完工待售地产项目为主的开发产品25.77亿元，其他主要为与铝制品贸易相关的产成品及委外物资。

公司应收账款主要为应收有色金属及金属制品贸易业务客户的货款和应收地产园林项目款等，其中地产园林项目应收款主要源自子公司文科股份。截至2023年末，公司应收账款中按照单项计提坏账的账面余额达26.70亿元，主要为应收中国恒大及其关联方款项18.74亿元，计提坏账准备14.99亿元（计提比率为80%），期末累计计提坏账准备比率达73.65%；公司按照信用风险特征组合计提坏账准备的账面余额为53.58亿元，其中账龄1年以上的应收账款余额占比15.43%，整体坏账计提比例为5.50%，应收对象以民营企业为主，回款风险相对较大。公司合同资产主要系子公司文科股份已完工待结算项目款，伴随上述款项增加，2023年末公司合同资产大幅增长，后续能贡献相关收入。

其他资产方面，公司其他流动资产随质押定存及大额存单等变动而有所波动；投资性房地产主要系用于出租的房屋建筑物，伴随汇通大厦项目完工及大良建鑫乐家·都荟广场完成装修转入投资性房地产，近年投资性房地产持续增长，2023年末尚未办妥房产证的投资性房地产占期末投资性房地产账面价值的比重超过20%，主要由于因资产划拨时办证资料不完整导致。公司固定资产主要为房屋及建筑物，伴随资产的不不断购入，近年固定资产持续大幅增长，2023年末尚未办妥产权证的资产价值合计1.11亿元。公司其他非流动资产主要包括购置资产支付的款项、对外拆借资金以及并购文科股份形成的PPP项目等相关合同资产。

受限资产方面，截至2023年末，公司受限资产合计123.66亿元，占期末总资产的比重为24.45%，受限资产规模较大。

表13 2023 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值
货币资金	48.78
存货-开发成本	43.16
其他流动资产	18.97

投资性房地产	6.34
其他非流动资产	4.48
无形资产	0.80
长期股权投资	0.53
应收账款	0.36
固定资产	0.25
合计	123.66

资料来源：公司 2023 年审计报告

表14公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2024年9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	125.39	23.05%	90.57	17.91%	47.45	12.59%	36.56	14.73%
应收账款	57.22	10.52%	57.67	11.40%	50.19	13.32%	35.11	14.15%
存货	183.92	33.81%	175.89	34.78%	143.69	38.13%	87.82	35.39%
合同资产	19.66	3.61%	19.75	3.90%	15.73	4.17%	0.00	0.00%
其他流动资产	17.13	3.15%	33.55	6.63%	14.44	3.83%	15.35	6.18%
流动资产合计	423.41	77.83%	395.18	78.14%	283.38	75.20%	201.32	81.14%
投资性房地产	24.87	4.57%	21.57	4.27%	16.43	4.36%	14.52	5.85%
固定资产	16.47	3.03%	11.25	2.23%	8.16	2.17%	3.61	1.45%
在建工程	9.34	1.72%	13.16	2.60%	6.04	1.60%	3.17	1.28%
其他非流动资产	21.17	3.89%	12.87	2.54%	14.87	3.95%	5.21	2.10%
非流动资产合计	120.60	22.17%	110.53	21.86%	93.46	24.80%	46.81	18.86%
资产总计	544.01	100.00%	505.71	100.00%	376.84	100.00%	248.13	100.00%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

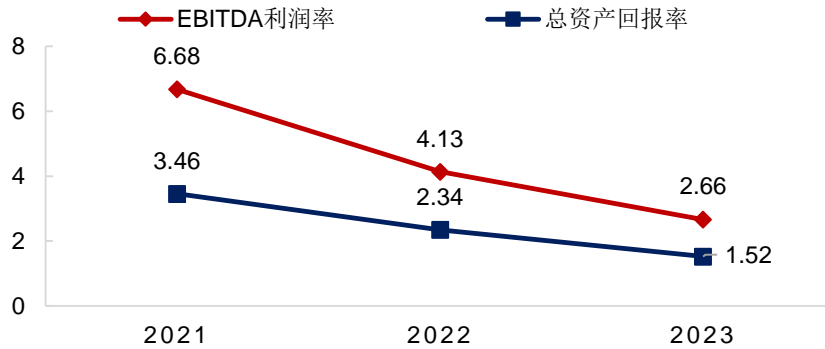
近年公司营业收入持续大幅增长，业务持续性较好，建筑建材、城市更新及住房租赁业务为主要毛利润来源，但销售毛利率有所下滑，且信用减值对利润造成一定侵蚀，未来随着产业园区及城市更新项目建成投运，或对公司盈利具有一定助益

公司为佛山市重要的城市建设平台，主要从事产业园区建设运营、城市更新、建筑建材等业务，收入来源多元化；毛利润主要来自房屋销售、有色金属及金属制品贸易、建筑工程及科教文旅等业务。近年来，随着电解铜、铝锭等有色金属贸易量增长，公司营业收入持续上升，但原材料价格波动导致有色金属及金属制品贸易毛利率下行，进而使得销售毛利率有所下滑；同时，公司期末总资产规模大幅增长，综合导致EBITDA利润率及总资产回报率均有所下降。公司管理费用、财务费用等期间费用增加，且信用减值损失（主要为应收账款坏账损失）规模较大，一定程度侵蚀了公司的利润水平。

2024年1-9月公司房屋销售、建筑建材等收入大幅增长拉动营业收入提升，净利润亦表现为大幅增长。此外，公司尚有较大规模的在建三旧改造项目、产业园项目以及租赁住房项目，业务持续性较好，

伴随产业园及城市更新项目建成投运，或对公司盈利具有一定助益。

图3 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模快速增长，负债水平高位上行，现金对短期债务覆盖不足，叠加项目建设资本开支需求大，面临较大的资金压力

近年公司总负债规模持续大幅增长，且以刚性债务为主。因三旧改造、产业园等项目建设资金需求较大以及新并表子公司，公司对外融资规模快速扩张。公司短期债务规模较大，债务期限结构亟待改善。公司债务类型主要包括银行融资、债券融资和非标融资，其中银行借款规模较大，以抵押借款、保证借款及信用借款为主，授信方包括政策性银行、国有五大行、股份制银行和广东当地银行等；公司本部债券融资均为无担保发行，2025年2月19日子公司文科股份存续可转债（文科转债）余额9.49亿元，当前文科股份股价低于转股价，若文科股份未来股价持续低迷，将面临一定的可转债偿付压力。公司非标融资主要为融资租赁款、公司控股的三旧改造项目向合作方拆借的有息资金等。

表15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2024年9月		2023年		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	30.13	6.99%	32.33	8.18%	37.10	13.02%	30.32	17.67%
应付票据	114.41	26.54%	94.72	23.97%	34.70	12.18%	18.48	10.77%
应付账款	47.34	10.98%	55.66	14.08%	42.77	15.01%	15.10	8.80%
一年内到期的非流动负债	40.75	9.45%	9.81	2.48%	6.98	2.45%	6.69	3.90%
其他流动负债	20.20	4.69%	20.71	5.24%	40.22	14.11%	26.75	15.59%
流动负债合计	296.88	68.86%	247.90	62.73%	179.14	62.87%	122.86	71.59%
长期借款	81.72	18.95%	95.01	24.04%	59.34	20.83%	21.16	12.33%
应付债券	27.74	6.43%	28.41	7.19%	29.37	10.31%	18.15	10.57%
非流动负债合计	134.27	31.14%	147.30	37.27%	105.79	37.13%	48.75	28.41%
负债合计	431.15	100.00%	395.21	100.00%	284.94	100.00%	171.61	100.00%
总债务	378.42	87.77%	340.08	86.05%	237.17	83.23%	131.46	76.60%

其中：短期债务	200.71	53.04%	152.55	44.86%	112.16	47.29%	71.49	54.38%
长期债务	177.71	46.96%	187.53	55.14%	125.01	52.71%	59.98	45.62%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

公司流动性需求主要来自债务还本付息和项目开支，2021-2023 年公司经营活动现金流持续净流出，考虑到三旧改造、产业园建设以及有色金属及金属制品贸易等业务板块营运资金需求较大，需新增大量外部融资，预计中短期内公司债务规模将持续攀升，资产负债率或面临上升压力。总债务快速增长推动利息支出增加等，导致 EBITDA 利息保障倍数大幅下降。

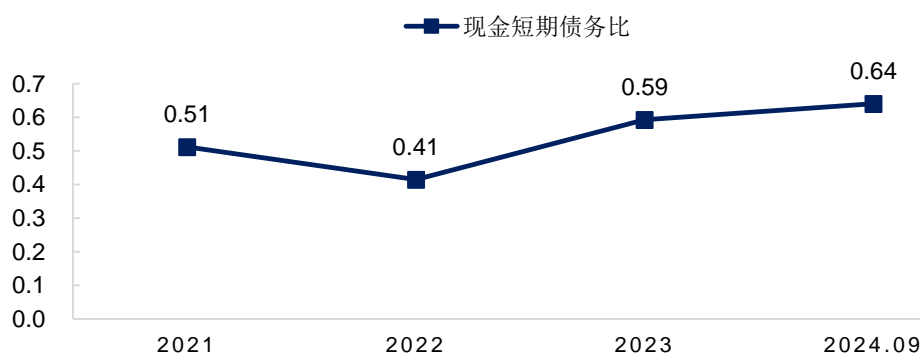
表16公司偿债能力指标

指标名称	2024年9月	2023年	2022年	2021年
经营活动现金流净额（亿元）	-0.55	-30.26	-41.46	-0.31
资产负债率	79.25%	78.15%	75.61%	69.16%
总债务/EBITDA	--	40.46	27.82	14.05
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	1.42	2.06
总债务/总资本	77.03%	75.48%	72.07%	63.21%
经营活动现金流净额/总债务	-0.15%	-8.90%	-17.48%	-0.24%

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

近年公司现金短期债务比有所波动，且处于较低水平，现金类资产对短期债务的覆盖偏弱。截至 2024 年 9 月末，公司及下属子公司获得贷款授信额度共计 610.82 亿元，未使用额度为 265.19 亿元，备用流动性规模尚可，且考虑到公司的职能定位较为重要，预计未来其再融资渠道将保持畅通，但需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

图4 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

六、 其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2022年1月1日至报告查询日⁹，公司本部及子公司建发智城公司、城发公司、绿建公司、佛山建工均不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部及子公司文科股份公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。文科股份不存在未结清不良类信贷记录，2022年已结清长期借款中存在2笔关注类贷款，借款金额合计1.00亿元，授信机构均为中国银行股份有限公司深圳市分行，根据中国银行股份有限公司深圳福田支行2022年11月9日出具的相关说明，截至2022年11月9日，公司在该银行贷款已正常结清，不存在违约事项；文科股份已结清短期借款中存在3笔关注类贷款，借款金额合计3.00亿元，授信机构均为中国农业发展银行深圳市分行，该等借款均已于2022年正常还款。

根据中国执行信息公开网，截至查询日（2025年3月3日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

或有事项分析

截至2024年9月末，公司对外担保余额合计15.81亿元，占当期末净资产的14.01%；担保对象为广佛里投资和佛山市益航运营管理有限公司（控股股东及实际控制人均为佛山市国资委），其中广佛里投资系公司与碧桂园合作开发的广佛里智慧慢城特色小镇项目的项目公司，子公司产业公司持有广佛里投资30%的股权，深圳市碧基实业发展有限公司持股70%。公司上述对外担保大多未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

此外，中证鹏元关注到，根据中国执行信息公开网查询结果，截至2025年2月19日，文科股份存在5笔被执行记录，详见下表，执行标的金额合计3,611.72万元。诉讼方面，截至2024年6月末，文科股份涉及的重大诉讼（仲裁）事项金额合计7.60亿元，其中文科股份作为原告请求支付工程款、设计款等涉案金额合计为5.66亿元，文科股份作为被告涉案金额为1.94亿元，主要系买卖合同纠纷、票据纠纷等；2024年9月末文科股份计提的预计负债规模为301.77万元。

表17截至 2025 年 2 月 19 日子公司文科股份被执行情况（单位：元）

执行法院	立案时间	案号	执行标的
哈密市伊州区人民法院	2024年09月29日	(2024)新2201执3322号	33,078,854
广州市黄埔区人民法院	2024年10月16日	(2024)粤0112执9466号	1,500,000
深圳市福田区人民法院	2025年01月03日	(2025)粤0304执502号	711,398
南京市江宁区人民法院	2025年01月23日	(2025)苏0115执390号	117,954
邯郸市丛台区人民法院	2025年02月06日	(2025)冀0403执304号	709,022
合计		--	36,117,228

资料来源：中国执行信息公开网站，中证鹏元整理

⁹ 公司本部查询日为2024年12月11日，子公司建发智城公司、城发公司、绿建公司、佛山建工、文科股份查询日分别为2025年1月10日、2025年1月10日、2025年1月3日、2025年1月10日、2025年1月14日。

七、 外部特殊支持分析

公司是佛山市政府下属重要国有企业，截至 2024 年 11 月 7 日，佛山市国资委直接持有公司 79.00% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，佛山市政府提供特殊支持的意愿几乎肯定，主要体现在以下方面：

（1）公司与佛山市政府的联系非常紧密。公司控股股东及实际控制人均为佛山市国资委，作为佛山市重要的城市建设主体，佛山市政府对公司经营战略及业务运营拥有绝对的控制权，在资产及股权注入、财政补贴及业务运营等给予公司较大力度的支持。展望未来，公司业务发展着眼于佛山市城市升级，与佛山市政府的联系大体上稳定。

（2）公司对佛山市政府至关重要。公司聚焦城市建设，承担了佛山市重要的产业园区建设运营、城市更新以及佛山市住房租赁改革试点任务，为佛山市唯一的市级国有专业化住房租赁平台企业，城市更新和住房租赁涉及民生保障领域，此外，公司承接了区域重大项目开发运营，助力佛山城市和产业发展，区域重要性进一步提高。公司为佛山市属八大集团企业之一，已通过发行债券融资，拥有较大规模的银行借款等存量债务，且控股了上市公司文科股份，若公司发生债务违约，将会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性不利影响。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

在本期债券存续期内，中证鹏元将根据监管部门规定出具定期跟踪评级报告。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

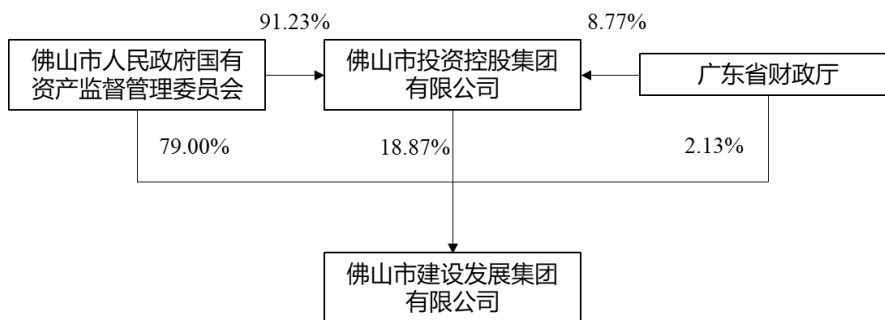
本评级机构将通过监管部门指定的网站和本评级机构网站披露跟踪评级结果与跟踪评级报告。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年9月	2023年	2022年	2021年
货币资金	125.39	90.57	47.45	36.56
应收账款	57.22	57.67	50.19	35.11
存货	183.92	175.89	143.69	87.82
流动资产合计	423.41	395.18	283.38	201.32
非流动资产合计	120.60	110.53	93.46	46.81
资产总计	544.01	505.71	376.84	248.13
短期借款	30.13	32.33	37.10	30.32
应付票据	114.41	94.72	34.70	18.48
应付账款	47.34	55.66	42.77	15.10
一年内到期的非流动负债	40.75	9.81	6.98	6.69
流动负债合计	296.88	247.90	179.14	122.86
长期借款	81.72	95.01	59.34	21.16
应付债券	27.74	28.41	29.37	18.15
非流动负债合计	134.27	147.30	105.79	48.75
负债合计	431.15	395.21	284.94	171.61
总债务	378.42	340.08	237.17	131.46
其中：短期债务	200.71	152.55	112.16	71.49
长期债务	177.71	187.53	125.01	59.98
所有者权益	112.85	110.50	91.90	76.52
营业收入	265.40	315.84	206.19	140.13
营业利润	1.32	1.30	1.40	5.18
净利润	0.18	0.53	2.86	3.77
经营活动产生的现金流量净额	-0.55	-30.26	-41.46	-0.31
投资活动产生的现金流量净额	-28.13	-25.43	-35.68	-14.94
筹资活动产生的现金流量净额	27.20	62.92	78.80	29.51
财务指标	2024年9月	2023年	2022年	2021年
EBITDA（亿元）	--	8.40	8.53	9.36
销售毛利率	4.57%	4.97%	7.74%	10.24%
EBITDA 利润率	--	2.66%	4.13%	6.68%
总资产回报率	--	1.52%	2.34%	3.46%
资产负债率	79.25%	78.15%	75.61%	69.16%
总债务/EBITDA	--	40.46	27.82	14.05
EBITDA 利息保障倍数	--	0.87	1.42	2.06
总债务/总资本	77.03%	75.48%	72.07%	63.21%
经营活动现金流净额/总债务	-0.15%	-8.90%	-17.48%	-0.24%
现金短期债务比	0.64	0.59	0.41	0.51

资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 11 月 7 日）



资料来源：公司提供

附录三 2024年9月末纳入公司合并报表范围主要一级子公司情况

一级子公司名称	持股比例	主营业务
佛山建发产业园区开发有限公司	100.00%	房地产开发与物业租赁
佛山建发城市发展有限公司	100.00%	房地产开发与物业租赁
佛山建发智慧城市科技有限公司	100.00%	房地产投资与开发、物业租赁与管理
佛山建发绿色建材有限公司	100.00%	市政工程的建设与维护
佛山市城市建设工程有限公司	60.00%	房屋建筑及市政工程建设与施工
广东文科绿色科技股份有限公司	37.54%	风景园林规划设计、工程施工
佛山市安居置业有限公司	100.00%	住房租赁、物业管理等

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/(计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(本年资产总额+上年资产总额)/2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

附录五 信用等级符号及定义

中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在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。

注：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。

债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

注：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。

展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



中证鹏元公众号



中证鹏元视频号