

信用等级公告

联合[2018]2202 号

中海地产集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中海地产集团有限公司主体长期信用状况和拟 2019 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

中海地产集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中海地产集团有限公司拟 2019 年面向合格投资者公开发行人公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十二月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中海地产集团有限公司

2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 35 亿元（含）

债券期限：品种一发行期限为 6 年，附第 3 年末公司赎回选择权、公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权；品种二发行期限为 7 年，附第 5 年末公司赎回选择权、公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 12 月 27 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
资产总额(亿元)	1,908.92	2,293.67	2,873.88	3,687.91
所有者权益(亿元)	636.80	870.24	944.03	1,028.84
长期债务(亿元)	151.23	182.12	328.97	468.25
全部债务(亿元)	164.84	215.94	392.40	501.05
营业收入(亿元)	723.14	729.84	510.35	290.33
净利润(亿元)	142.87	115.57	111.66	65.99
EBITDA(亿元)	191.72	161.45	155.29	--
经营性净现金流(亿元)	-15.80	227.31	-448.16	-4.30
营业利润率(%)	26.56	21.76	30.06	32.27
净资产收益率(%)	25.23	15.34	12.31	--
资产负债率(%)	66.64	62.06	67.15	72.10
全部债务资本化比率(%)	20.56	19.88	29.36	32.75
流动比率(倍)	1.57	1.65	1.65	1.57
EBITDA 全部债务比(倍)	1.16	0.75	0.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	27.68	19.85	12.11	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	5.48	4.61	4.44	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、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。3、2018 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中海地产集团有限公司（以下简称“公司”或“中海地产”）的评级反映了公司作为中国海外发展有限公司（以下简称“中国海外发展”，证券代码：0688.HK）在境内的重要控股平台，其在行业地位、品牌影响力、全国化区域布局、项目储备、股东支持、成本控制以及债务负担等方面具备的显著竞争优势。同时，联合评级也关注到房地产行业政策波动、在建项目资金需求量较大和关联方往来款规模较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

2016 年 3 月，随着股东中国海外兴业有限公司对公司增资的完成，公司整体资本实力得到提升且资本结构进一步优化。未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是中国海外发展境内的重要控股平台，股东实力很强，在资源共享以及资金方面获得了股东的大力支持。

2. 公司是国内房地产行业龙头企业，在品牌影响力、经营规模和开发经验等方面居于国内领先地位。

3. 公司土地储备规模较大，区域分布广泛，且主要位于二线城市，土地质量较高，为公司塑造品牌形象和提升盈利能力奠定了良好的基础。

4. 公司资产质量好，债务负担较轻且债务结构合理；2016 年，股东增资完成后，资本结构得到进一步优化。

5. 公司期间费用控制能力很强，对非经常性损益的依赖程度较弱，整体盈利能力和盈利质量在行业内处于领先水平。

关注

1. 公司的土地储备以二线城市为主；2017年以来，全国楼市调控长期化，楼市调控政策可能对公司未来核心区域项目销售存在较大影响。

2. 公司在建和拟建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金的需求将保持较大规模；此外，部分项目可能存在一定的去化压力。

3. 公司关联方往来款规模较大，对资金形成一定的占用；2017年，因新增土地储备较多，公司经营活动现金流净额由净流入转为大规模净流出。

分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦12层（100022）

Http: //www. unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告仅用于相关决策参考，并非是联合评级对本报告使用人进行投资、借贷等交易行为的建议，也不能作为本报告使用人进行投资等行为的依据。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

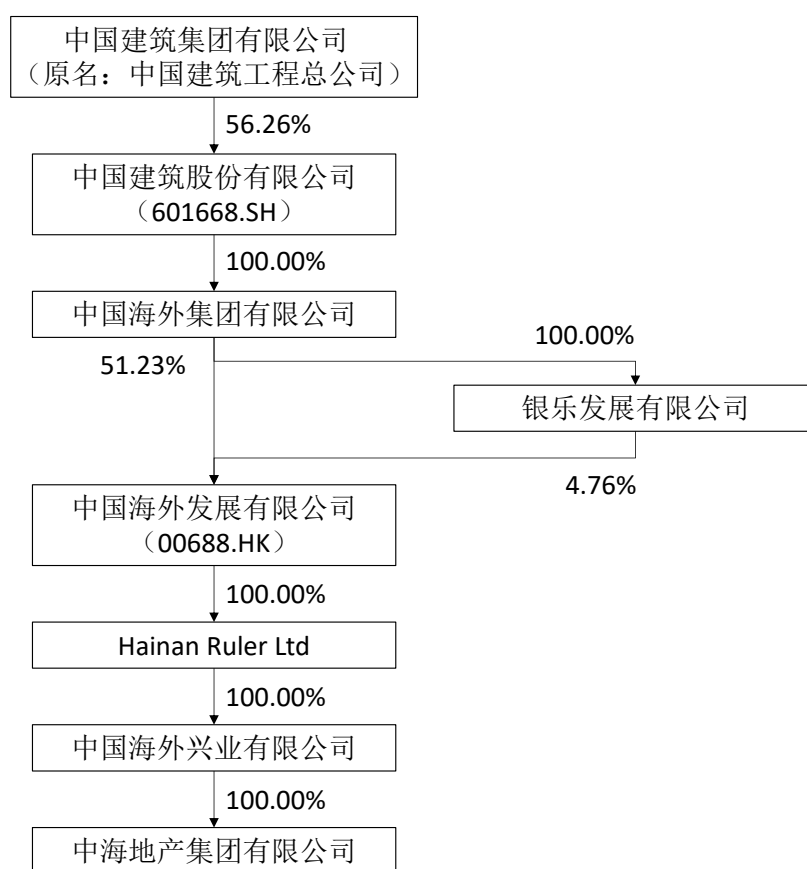
一、主体概况

中海地产集团有限公司（以下简称“公司”或“中海地产”）前身是经深圳市人民政府深办函【1988】337号文“关于中国海外建筑工程有限公司在深圳组建分公司请示的批示的批复”批准，由中国海外建筑工程有限公司（以下简称“中海建筑”）独资设立的外商投资企业，设立时名称为中国海外工程有限公司深圳分公司，注册资本500万元，于1988年9月在深圳市工商行政管理局注册登记。

1991年2月，公司更名为中国海外建筑（深圳）有限公司。1992年7月，公司股东中海建筑在香港联交所上市，并更名为中国海外发展有限公司（以下简称“中国海外发展”，证券代码：0688.HK）。1997年11月，中国海外发展将公司股权转让给其在香港注册的全资子公司中国海外兴业有限公司（以下简称“中海兴业”）。2002年5月，公司更名为深圳中海实业有限公司，并引入新的投资者；同年8月，公司更名为中海地产股份有限公司。2006年11月公司转为有限责任公司，相应更为现名。2010年10月，公司股东广州中海地产有限公司将其持有的2.57%的股权转给中海兴业，公司再次变更为外资企业，并于2012年1月办理工商变更手续，获批为台港澳法人独资企业。

自成立以来，公司历经数次增资及股权转让，2015年11月，公司注册资本增至200.00亿元，并最终转为外商（台港澳侨）投资企业，中海兴业为公司唯一股东，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至2018年9月底，公司注册资本和实收资本均为200.00亿元，公司股权结构如下图。

图1 截至2018年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：对外资向内地各省市投资的建设项目进行总承包，承担项目组织和施工管理业务，按照项目公司原则通过土地有偿使用方式获得的土地可准予房地产开发与经营业务。

截至 2018 年 9 月底，公司下设综合管理部、企业传讯部、人力资源部、财务资金部、监察审计部、信息化管理部、法律事务部、投资管理部等 14 个职能部门（详见附件 1）；纳入合并范围的子公司 165 家；在职员工 4,851 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 2,873.88 亿元，负债合计 1,929.85 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）944.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 903.40 亿元。2017 年，公司实现营业收入 510.35 亿元，净利润（含少数股东损益）111.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 102.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额-448.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-328.80 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 3,687.91 亿元，负债合计 2,659.07 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）1,028.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 978.00 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 290.33 亿元，净利润（含少数股东损益）65.99 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 58.94 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 134.19 亿元。

公司注册地址：深圳市福田区福华路 399 号中海大厦十二楼；法定代表人：颜建国。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期公司债券名称为“中海地产集团有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行规模为不超过 35 亿元（含 35 亿元）。本期债券分为两个品种，品种一发行期限为 6 年，附第 3 年末公司赎回选择权、公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权；品种二发行期限为 7 年，附第 5 年末公司赎回选择权、公司票面利率调整选择权和投资者回售选择权；两个品种间可以进行相互回拨，回拨比例不受限制。本期债券票面利率将由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除发行费用后拟全部用于支付公司对股东中国海外发展的其他应付款项，同时由中国海外发展授权公司将此笔募集资金划转给全资子公司中信房地产集团有限公司¹，以偿还其到期的公司债。

三、行业分析

目前公司主要收入来源于房地产开发与销售，属于房地产行业。

1. 行业概况

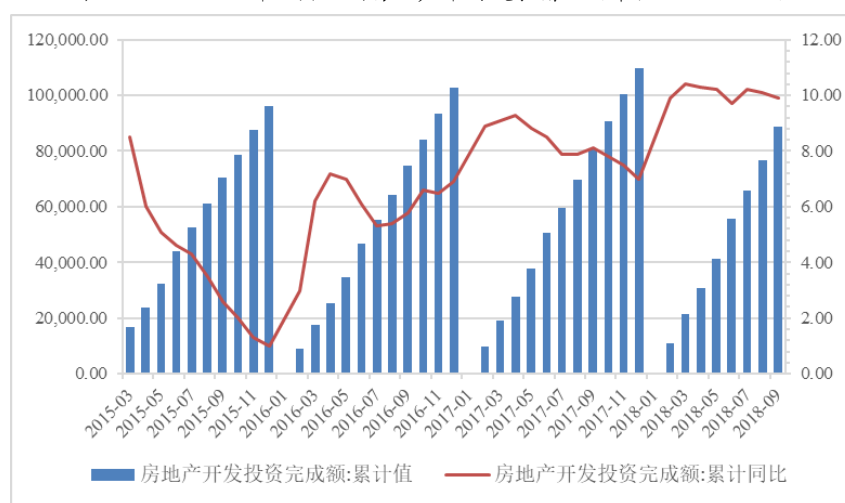
房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过

¹ 中信房地产集团有限公司与公司同受同一最终控制方控制，间接控股股东均为中国海外发展，实际控制人均为国务院国有资产监督管理委员会。

十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 10,2581.00 亿元，名义同比增长 6.88%；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元（占比为 68.44%），同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点；办公楼投资 6,761 亿元（占比 6.16%），同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点；商业营业用房投资 15,639 亿元（占比 14.24%），同比减少 1.26%。2018 年 1~9 月，全国房地产开发投资 88,665.04 亿元，同比增长 9.90%，增速从 7 月开始回落，较 1~8 月回落 0.20 个百分点，但在土地购置费和新开工持续高增长下继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年 9 月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓；2016 年以来房地产投资增速有所回升，但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2015 年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于上年，但楼面均价上涨幅度较大。其中，各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金上升 1% 外，二、三线城市土地出让金分别下降 7% 和 19%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19% 和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18% 和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1% 和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一、三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%；二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三、四线城市内部热度分化。

2018 年 1~9 月，全国 300 个城市土地供需双涨，土地供应量 88,834 万平方米，同比增长 23%；土地成交面积 73,993 万平方米，同比增长 19%。土地出让金总额同比增长 13%，整体成交楼面均价及溢价率下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年 1~9 月，一线城市供地节奏放缓，推出面积同比下降 25%，出让金总额下降 24%；二线城市供求量有所增加，土地出让金总额同比小幅增长 9%，但受政策调控影响，平均溢价率下降 19 个百分点；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，并出台相应的土拍政策，除土地溢价率下降 23 个百分点外，土地供应量、成交面积、出让金、楼面均价分别同比增长 24%、20%、37%和 9%。

表 1 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
推出面积	113,235	103,212	111,907	88,834
同比	-18	-9	8	23
成交面积	85,671	85,885	95,036	73,993
同比	-21	-3	8	19
出让金	21,793	29,047	40,623	30,125
同比	-10	31	38	13
楼面均价	1,384	1,904	2,374	2,219
同比	14	40	26	-8
土地平均溢价率	16	43	29	16
同比	上升 6 个百分点	上升 27 个百分点	下降 14 个百分点	下降 17 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，近三年，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。2018年1~9月，土地市场整体上行，整体成交楼面均价及溢价率走低，房企拿地趋于理性。

（2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中票发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有

制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

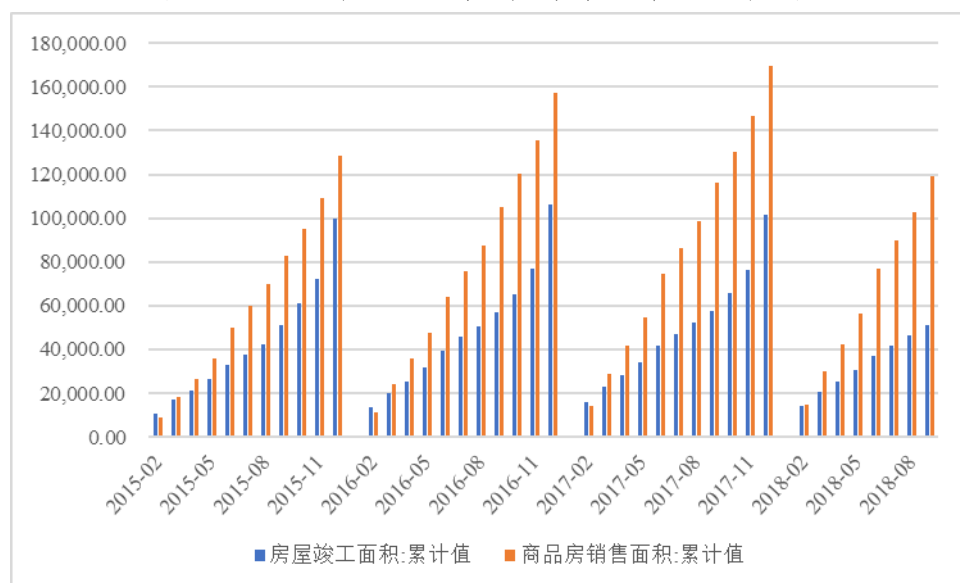
2018 年 1~9 月，房地产开发企业到位资金 121,882.17 亿元，同比增长 7.80%。其中，国内贷款 18,041.19 亿元，同比下降 5.10%；自筹资金 40,595.81 亿元，同比增长 11.40%；定金及预收款 40,258.98 亿元，同比增长 16.30%；个人按揭贷款 17,522.34 亿元，同比下降 1.20%。

总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大。

（3）市场供需情况

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

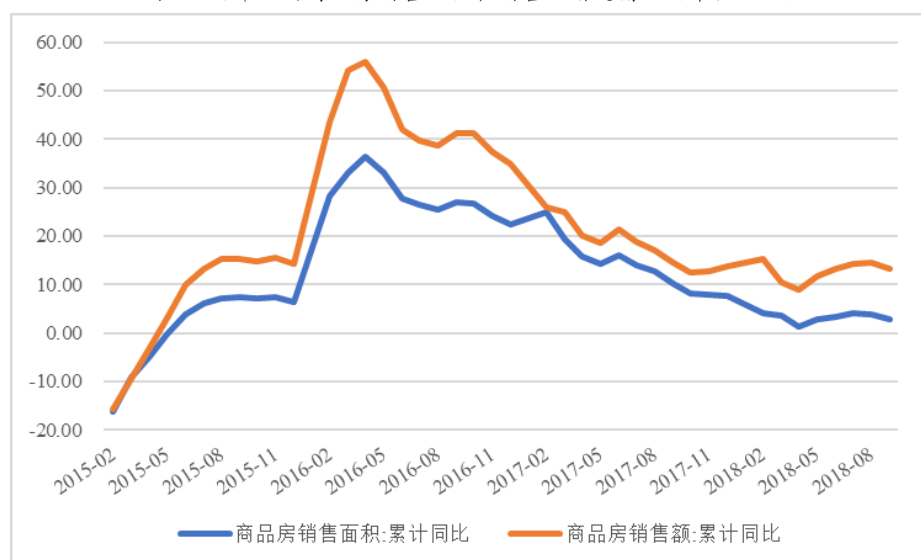
图3 2015~2018年9月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%。其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128.00万平方米，同比增长6.1%。其中，住宅竣工面积77,185.00万平方米，同比增长4.6%。

图4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，

同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年 1~9 月，全国房地产销售面积 119,312.77 万平方米，同比增长 2.90%，增速较上年同期下降 7.40 个百分点；全国房地产销售金额 104,132.23 亿元，同比增长 13.30%，增速较上年同期下降 1.30 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化。2018 年前三季度，房地产销售面积和金额同比双降。

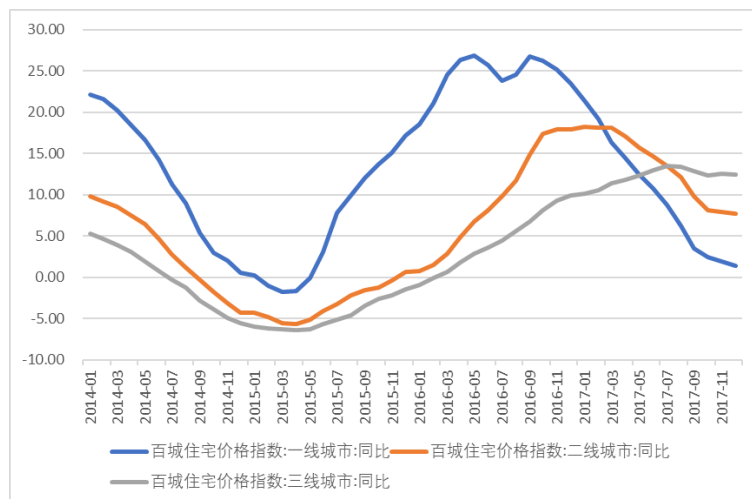
(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

图 5 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源: Wind 资讯

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 2 2014~2017 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	17.19	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	23.15	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	10.51	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	13.74	14.62	15.94	20.03

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	中国恒大	6	保利地产
2	碧桂园	7	中海地产
3	万科地产	8	华夏幸福
4	绿地控股	9	华润置地
5	融创中国	10	龙湖地产

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又

通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》
2016 年 2 月	央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例
2016 年 6 月	国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制

的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是港股上市公司中国海外发展的全资控股子公司，是中国海外发展在中国大陆房地产开发的主体。公司拥有中国一级房地产开发资质，已形成以长三角、珠三角、环渤海、东北、中西部为重点区域的全国性均衡布局，业务覆盖内地近 30 个经济活跃城市，为逾百万客户提供了数十万套中高端精品物业。

截至 2018 年 9 月底，公司资产规模超过 3,500 亿元，在北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、成都、长春等 34 个城市拥有土地储备规划建筑面积 3,710.81 万平方米，居全国同类型房地产开发企业前列。根据集团发展战略，公司开发项目主要分布于国内一线城市和经济发达的二线省会城市，产品线涵盖了从中低端刚需型到高端改善型各个档次。

公司持续打造“中海地产”品牌。经历 30 余年的品牌经营与实践，“中海地产”已发展成为中国房地产行业领导品牌。2004~2017 年，公司连续获得国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院共同评选的中国房地产行业领导公司品牌、中国房地产企业品牌价值第一名（2017 年品牌价值 529.21 亿元）；截至 2017 年底，公司连续 14 年获得经济观察报评选的中国蓝筹地产企业称号。

总体看，公司经营规模较大，土地储备丰富，项目覆盖全国重要城市，品牌影响力较大，具备很强的竞争力。

2. 人员素质

截至2018年9月底，公司董事、监事及高级管理人员等共计4人，其中董事3名、监事1名、高级管理人员3人（3名高管兼任董事）。公司高管均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长兼总经理颜建国先生，1966年生，本科学历，北京大学光华管理学院MBA。颜先生

于1989年加入中国建筑集团有限公司（原名“中国建筑工程总公司”，以下简称“中国建筑集团”），曾两次获派驻中海地产工作。其中，1990年至1992年间，历任中海地产深圳公司地盘工程师、部门负责人等职务；2001年至2011年再次获派驻中海地产工作，历任中海地产广州公司助理总经理、上海公司副总经理、苏州公司总经理、上海公司总经理、中海地产董事副总经理兼华北区域总裁。2011年至2014年6月，颜先生历任中国建筑集团办公厅主任，首席信息官及助理总经理等职务。2014年6月至2016年12月5日，颜先生历任龙湖地产有限公司执行董事、高级副总裁等职务。颜先生拥有约27年建筑企业、房地产企业投资及管理经验。2016年12月28日起颜先生任公司董事、总经理，2017年1月1日起任中国海外发展执行董事兼行政总裁，2017年6月13日起获选为中国海外发展董事局主席，2017年6月26日起任公司董事长。

截至2018年9月底，公司员工总数4,851人。其中管理人员282人，占员工总数的5.81%；财务、审计及法务人员307人，占员工总数的6.33%；营销人员495人，占员工总数的10.20%；工程人员1,890人，占员工总数的38.96%；其它专业技术人员1,877人，占员工总数的38.69%。硕士及以上学历1,160人，占员工总数的23.91%；本科学历3,231人，占员工总数的66.60%；大专及以下学历460人，占员工总数的9.48%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

五、公司管理

1. 治理结构

作为中国海外发展的全资下属公司，公司按照《公司法》、《外资企业法》和其他有关法律、法规的规定，建立了基本的法人治理结构。

公司股东享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使公司经营方针、投资、发行债券和利润分配等重大事项的表决权。

公司设董事会，董事会成员3人，董事长1人，任期三年，董事长及董事由股东委派及撤换，届满经继续委派可连任；董事会对股东负责，主要职责包括执行股东的决定、决定公司的经营计划和投资方案、制订公司的利润分配方案等。

公司不设监事会，设监事1人，由股东委派，任期四年，任期届满，连选可连任。监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司实行董事会领导下的经理负责制，公司设经理1人，副经理若干人，由董事会聘任，对董事会负责；公司经理主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司作为单一股东企业，法人治理结构较简单，符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理水平

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在建设施工、安全质量、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。根据自身经营管理需要，公司建立了三级管控制度，其中公司层面对所有重大经营决策进行审核批准，公司各地区公司（城市公司）作为公司经营和管理的基层单位，每个地区公司负责区域内的若干项

目，对公司实际运营负责，区域公司则负责区域内地区公司的日常管理和部分考核评价。三级管控体系中，区域公司不是法人实体，各个地区公司则具备独立法人资格。为了加强工程建设和营销管理，公司还设置了两家纵向管理的专业公司，分别为中海地产营销管理（深圳）有限公司和中海地产工程管理（深圳）有限公司，专业公司在业务上直接领导和管理下属区域和地区公司的工程管理和营销部门或子公司。公司层面下设综合管理部、企业传讯部、人力资源部、财务资金部、监察审计部、信息化管理部、法律事务部、战略管控部、设计管理部、投资管理部和拓展部等部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

公司通过战略管控委员会对项目的进度、成本、价格、利润和物资采购进行管理。对每一个拟投资项目，地区公司将相关方案上报战略管控委员会评审会进行评审，形成项目目标下达给区域公司和地区公司，对项目的进度、成本、价格、利润等进行框架性的规定。项目执行过程中，若上述指标超过了评审会设定的目标，需要经过公司进行核准。

公司建立了完善的内部管理信息系统，公司总部能够监控所有在建项目的建设、成本、销售等情况，及时发现问题并快速进行分析和纠正。

采购管理方面，公司制订了《集中采购管理制度》，对由公司总部主办的工程物资招标采购进行了严格规范，规定了由公司相关领导组成的集中采购委员会负责集中采购工作的战略部署、定标决议，是集中采购管理工作的决策机构；由财务资金部、法律事务部、设计部、战略管控部、各区域公司等相关部门组成的集中采购招投标工作小组负责集中采购项目招标评审，形成初步意见供集中采购委员会决策；战略管控部是集中采购委员会的常设机构，负责签订集中采购合作框架协议、合共价格审批等日常工作。《集中采购管理制度》对投标单位需要满足的各种条件进行了详细的规定，同时也对招标文件的制定、招标过程的管控以及供应商的日常管理进行了规范。

开发建设管理方面，公司制定了《项目策划管理办法》、《工程规范》、《工程质量管理手册》、《施工安全管理制度》、《项目成本管理制度》等规章制度。其中《工程质量管理手册》主要规范工程质量实测过程中的程序、取样方法、测量操作、数据处理等具体步骤和要求；《工程规范》对各类施工工艺的具体用料、应达到的施工要求等进行了详细的描述和规范；《施工安全管理制度》对施工安全管理的目标、管理体系以及施工安全的事前、事中和事后控制作出规定；《项目成本管理制度》综合规范了土地成本、前期成本、建安成本、销售费用、管理费用、其他直接成本等项目成本要素，要求各个项目均应围绕实现战略管控委员会确定的成本利润率为第一原则，实行全过程成本管理和动态成本监控。

财务管理方面，公司建立了《销售财务管理制度》、《预算管理制度》、《资金管理制度》等相关制度体系。《预算管理制度》主要对预算的编制、执行、分析、调整和考核进行规定，明确了公司预算管理由行政总裁领导，分管副总裁负责领导预算管理的日常工作；公司通过预算指标会议的形式审批预算管理指标体系构成，审定地区公司和区域公司年度预算经营指标，并有权在市场环境和产业政策等发生重大变化时进行预算指标的重大调整。《资金管理制度》明确了公司按照预算控制、集中管理、统一调度、有效使用、防范风险、提高效率的原则进行资金管理；公司及其下属公司实行现金零库存管理，严禁使用现金进行支付，各个子公司全面推行网银支付；各地区公司不得以任何理由向系统以外的任何单位或个人提供任何形式、任何数量的资金支持，禁止对外提供任何担保、借款或者资金承诺等行为；资金调度由公司财务资金部统筹安排，未经批准，禁止地区公司之间一切形式的跨地区资金调剂与调动。

地区公司管理方面，除按照上述财务管理制度对下属企业进行资金管控外，公司还制定了《地区公司重要财务岗位管理办法》、《地区公司领导班子及其成员考核办法》、《地区公司领导班子

成员任职资格管理办法》等相关制度，对下属企业的核心成员进行管理、考核，确保下属子公司稳定正常运营。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度严谨规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

自成立以来，公司凭借长期品牌积累与专业化管理，已形成长三角、珠三角、环渤海、东北、中西部为重点区域的全国性均衡布局；旗下的“中海地产”品牌已发展成为跨地域的全国性地产品牌，业务覆盖内地 30 余个经济活跃城市。公司于 2017 年 3 月通过收购实现了对中建国际建设有限公司（以下简称“中建国际”）同一控制下的企业合并，审计报告根据相关准则对 2016 年数据进行了追溯调整，但经营部分 2016 年数据以未追溯调整的为准，2017 年数据以全年并表数据为准，可能与财务部分出现部分差异。

从公司主营业务收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源。2015~2017 年，公司房产开发收入分别为 711.57 亿元、586.55 亿元和 490.43 亿元，年均复合下降 16.98%，主要系可结转面积下降所致；物业出租收入分别为 6.15 亿元、6.14 亿元和 9.18 亿元，年均复合增长 22.18%，其中 2016 年小幅下降主要系公司转让济南环宇城和沈阳环宇城所致，2017 年增幅较大主要系佛山环宇城项目 2017 年全年运营收入大幅增加、2017 年 3 月通过收购转入中建大厦以及物业租金水平有所上涨的共同影响所致；受项目承接数量及合同额下滑的影响，公司承包工程收入分别为 8.70 亿元、4.35 亿元和 1.21 亿元，年均复合下降 62.71%。

毛利率变化方面，2015~2017 年，公司房产开发业务毛利率分别为 34.31%、27.16%和 33.26%，毛利率波动主要与结转项目区域分布有关；物业出租毛利率分别为 83.95%、90.50%和 77.89%，呈波动下降态势，其中 2016 年上涨主要系单位租金有所增长所致，2017 年快速下降主要系 2016 年新增物业尚处于前期运营期，2017 年投入较高拉低整体毛利率水平所致。

表5 2015~2017年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产开发	711.57	98.06	34.31	586.55	98.27	27.16	490.43	97.93	33.26
物业出租	6.15	0.85	83.95	6.14	1.03	90.50	9.18	1.83	77.89
承包工程	8.70	1.20	18.38	4.35	0.73	24.40	1.21	0.24	35.54
减：合并抵消	0.81	0.11	0.00	0.18	0.03	0.00	--	--	--
合计	725.61	100.00	34.58	596.86	100.00	27.80	500.82	100.00	34.08

资料来源：公司提供

注：公司于2017年3月通过收购实现了对中建国际建设有限公司同一控制下的企业合并，2017年公司年报相应期初数据进行追溯调整，但上表2016年数据为未追溯调整前口径，2017年数据以模拟全年报表数据为准，与审计报告存在一定差异。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 290.33 亿元，同比增长 2.83%；同期，随着项目结转收入的增加、结转项目毛利率的提升以及所得税费用的减少，公司实现净利润 65.99 亿元，同比增长 14.01%。

总体看，受房地产项目结转进度的影响，公司主营业务收入持续下滑，但公司综合盈利能力仍处于相对较高水平。

2. 土地储备

公司土地投资策略一直以来由集团高度集中管理，并实施审慎的土地获取政策，公司土地储备一般满足未来 4~5 年左右开发需求。拿地区域上，公司目前聚焦于主流城市，以省会城市、计划单列市、经济发达地区以及人口较多一线、二线城市为主；在选定城市的基础上，优选城市核心区域，同时对于公司历史销售业绩较为突出的城市，公司将在拿地资源上有所倾斜，以维持在当地市场的领先地位。

拿地方式上，公司采取多样化的方式获取土地资源，目前土地储备获取方式以“招、拍、挂”为主。同时，面对一线城市土地溢价率过高情况，公司保持理性态度，选择创新手段积极吸纳地块以维持在一线城市的市场份额；2015 年 12 月，公司通过一、二级土地联动开发的方式在北京石景山区获取 141.39 万平方米项目，获取成本 185.26 亿元，折合楼面价约 1.31 万元/平方米，较低的土地成本为公司未来北京市场的销售和利润奠定良好基础。

公司以自主拿地为主，合作开发的项目多以关联方为主；2016 年以来，受开发进度加快和项目周转速度加快影响，公司加快土地获取步伐。2016 年，公司购置土地建筑面积约为上年的 2 倍，当期购置土地 14 块；当年新购置土地主要位于济南（建筑面积占比 62.32%）、长春（建筑面积占比 6.23%）、南昌（建筑面积占比 4.98%）和宁波（建筑面积占比 4.45%）等，以省会及重点二线城市为主。2017 年，受销售目标以及土地市场行情的双重影响，公司明显加快了土地购置的节奏，购置土地建筑面积约为上年的 2 倍，当期在 28 个城市购置土地 55 块；当年新购置土地主要位于长春（建筑面积占比 11.62%）、成都（建筑面积占比 13.04%）、西安（建筑面积占比 12.72%）、北京（建筑面积占比 6.13%），其余占比较小不再列示。受新增土储区位的影响，2015~2017 年，公司新增土储楼面均价分别为 6,289.34 元/平方米、4,054.19 元/平方米和 6,333.38 元/平方米。2018 年 1~9 月，公司在北京、广州、杭州、昆明、青岛、深圳、武汉、沈阳、长沙、重庆、天津、济南、南昌、宁波、南京、哈尔滨、长春和乌鲁木齐等城市共获取 30 个地块，总投资额为 588.60 亿元，继续保持积极拿地的节奏，具体情况如下表所示。

表6 公司土地储备获取情况（单位：万平方米、万元、元/平方米）

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
新增土地储备建筑面积	398.50	742.21	1,379.95	816.50
土地投资金额	250.63	300.90	873.97	588.60
新增土储楼面均价	6,289.34	4,054.19	6,333.38	7,208.74

数据来源：公司提供

注：公司以自主拿地为主，上述数据未按权益折算；新增土地储备面积和金额均为全口径数据。

截至 2018 年 9 月底，公司在 34 个城市拥有土地储备规划建筑面积 3,710.81 万平方米，为 2017 年签约销售面积的 7.28 倍，为 2017 年新开工面积的 3.73 倍，可以满足公司未来 3~5 年左右的开发需求；土地储备权益规划建筑面积为 3,237.81 万平方米，土地储备充足。从城市分布²来看，截至 2018 年 9 月底，公司土地储备二线城市约占总储备的 57.23%，其中济南、西安和沈阳等城市未竣工建筑面积规模较大；同期，北京、上海、深圳及广州四个一线城市土地储备占比合计为 13.33%，具体情况如下表所示。

² 本文中一线城市包括北京、上海、广州、深圳，二线城市包括成都、重庆、杭州、南京、沈阳、成都、苏州、天津、武汉、西安、长沙、大连、济南、宁波、青岛、无锡、厦门、郑州，三线城市包括：长春、常州、哈尔滨、福州、昆明、合肥、东莞、石家庄、呼和浩特、南昌、温州、佛山、贵阳、南宁、海口、湖州、唐山、临沂、嘉兴、绍兴、南通、徐州、泉州、太原、烟台、乌鲁木齐、潍坊、珠海、洛阳、中山、兰州、金华、淮安、吉林、威海、淄博、银川、扬州、芜湖、盐城、宜昌、西宁、襄阳、绵阳、漳州、肇庆、镇江等。

表7 截至2018年9月底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

城市类型	一线城市	二线城市	三线城市	总计
土地储备规划建筑面积	494.83	2,123.62	1,092.37	3,710.81
一线、二线、三线占比	13.33	57.23	29.44	100.00
土地储备权益规划建筑面积	387.02	1,869.13	981.65	3,237.81
权益占比	11.95	57.73	30.32	100.00

资料来源：公司提供

注：公司土地储备统计口径为未竣工部分的建筑面积，包括合营/联营的非并表项目

总体看，公司土地储备规模较大，以二线城市为主，土地储备区域分布较为合理，质量较高；由于公司政策调整，自2016年以来公司新增土地储备规模大幅增长，能够满足未来3~5年左右的开发需求。此外，公司在一线城市以一二级联动的方式创新土地获取途径，以规避经营风险。

3. 成本控制及项目开发情况

公司开发业务均以地区公司为经营实体，年度开发计划制定思路为以销定产，以收定支，同时结合整体战略布局及房地产市场分析等因素。开发模式上，公司以自主开发为主，同时随着土地市场竞争加剧，公司逐渐通过合营、联营模式进行项目获取和开发，合作方主要为关联方。

区域分布方面，公司着力完善全国性布局，避免将资源集中在单一城市或区域，以平衡经济和市场波动带来的风险。目前，公司房地产开发业务已形成长三角、珠三角、环渤海、东北、中西部为重点区域的布局，先后进入内地30余个经济活跃城市。

（1）成本控制

公司项目开发以利润回报为首要经营目标，在前期、开发、销售等环节均执行较为严格的成本控制。开发阶段，地区公司按照战略委员会确定的开发成本推进项目建设，运营管理部实时跟踪、监管、修正，确保项目最终盈利指标的实现；销售阶段，公司以自有营销团队销售为主，且不同项目有相应的营销费效比目标，从而实现整体销售费用的控制。

采购方面，公司采购方式包括集中采购和分散采购两种，以集中采购为主。公司积累较丰富的供应商体系，通过将合约拆解成多个细标，并多次比较以获取最具优势的价格，带动整体成本的下降。受益于很强的期间费用控制能力，公司盈利水平在行业内处于领先水平。

（2）项目开发

2015~2017年，公司新开工面积分别为438.40万平方米、275.80万平方米和994.40万平方米，呈波动增长态势，其中2016年有所下降主要系公司2016年之前采取稳健的土地储备政策，新增土储较少使得新开工面积有所下滑所致，2017年大幅提升主要系2016年公司获取大量土地储备于2017年新开工所致；2015~2017年，公司竣工面积呈持续下降态势，主要系公司达竣工条件的项目规模降低所致。2018年1~9月，公司继续加大开工力度，新开工面积为964.57万平方米，但竣工面积较低为192.18万平方米，主要系公司预计竣工项目多集中在下半年所致；截至2018年9月底，公司期末在建面积为2,049.40万平方米，具体情况如下表所示。

表8 公司项目开发情况

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
新开工项目数（个）	26	20	53	42
新开工面积（万平方米）	438.40	275.80	994.40	964.57
竣工项目数（个）	34	42	28	14
竣工面积（万平方米）	656.60	650.20	418.60	192.18

期末在建项目数（个）	45	37	62	90
期末在建面积（万平方米）	1,075.50	701.20	1,277.00	2,049.40

资料来源：公司提供

注：竣工面积为所有竣工项目建筑面积

截至 2018 年 9 月底，公司主要在建房地产开发项目共计 80 个，总建筑面积为 2,862.36 万平方米，总可售面积为 2,114.41 万平方米；预计总投资为 2,739.69 亿元，截至 2018 年 9 月底，公司累计已投资 2,005.90 亿元，尚需投资 733.78 亿元，具体情况如下表所示。2015~2017 年，公司实现签约销售额分别为 651.27 亿元、607.10 亿元和 694.57 亿元；综合考虑到近三年的物业销售回款规模，公司主要在建房地产开发项目整体投资压力可控。

表9 截至2018年9月底公司主要在建房地产开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

城市	总建筑面积	总可售面积	已售面积	待售面积	总投资金额	累计投资额	尚需投资额
北京	318.34	233.13	107.53	125.60	633.89	517.67	116.23
慈溪	23.00	22.69	4.27	18.42	35.94	22.09	13.85
大连	53.25	14.85	6.88	7.97	50.13	31.91	18.22
东莞	21.79	13.27	0.00	13.27	42.11	35.06	7.06
佛山	88.88	65.46	14.04	51.42	90.61	68.55	22.06
福建	16.85	7.51	0.00	7.51	31.55	25.63	5.92
福州	116.75	88.52	42.18	46.34	124.55	105.72	18.83
广州	23.35	10.38	0.00	10.38	34.57	19.04	15.53
哈尔滨	25.93	19.96	18.61	1.35	13.12	9.52	3.60
杭州	22.85	11.62	3.46	8.15	55.31	48.83	6.48
湖北	19.14	6.19	0.00	6.19	46.49	32.66	13.82
济南	409.06	365.47	238.53	126.94	255.31	173.00	82.32
昆明	81.44	54.95	0.00	54.95	93.31	56.70	36.60
南昌	37.68	28.58	21.12	7.46	29.30	21.78	7.52
南京	68.72	37.35	0.83	36.52	103.27	71.76	31.51
宁波	59.03	37.45	12.51	24.94	107.45	81.23	26.22
厦门	14.18	9.64	0.00	9.64	42.37	31.88	10.49
上海	44.23	22.58	0.00	22.58	96.34	76.75	19.59
沈阳	359.61	296.34	169.54	126.80	188.94	124.34	64.61
苏州	27.75	19.66	0.00	19.66	41.15	33.53	7.61
天津	17.05	0.00	0.00	0.00	15.57	2.80	12.77
乌鲁木齐	120.52	90.29	49.65	40.64	54.50	32.94	21.56
无锡	77.27	56.34	38.20	18.14	45.98	39.00	6.98
武汉	18.48	13.32	13.25	0.07	18.54	15.65	2.89
西安	18.74	15.03	9.59	5.44	11.35	6.26	5.09
烟台	85.81	68.06	64.91	3.15	37.23	31.02	6.21
漳州	13.03	9.16	0.45	8.71	16.03	12.41	3.61
长春	469.87	346.13	219.78	126.35	233.91	159.31	74.60
长沙	17.43	12.96	4.98	7.97	13.73	9.32	4.41
肇庆	39.80	29.55	2.33	27.22	31.94	19.34	12.60
镇江	33.82	26.41	5.14	21.27	41.45	28.87	12.58
郑州	41.18	29.43	3.92	25.52	37.29	23.03	14.26

中山	17.53	8.75	0.00	8.75	16.40	8.47	7.94
重庆	60.03	43.38	7.43	35.96	50.06	29.86	20.21
合计	2,862.36	2,114.41	1,059.12	1,055.29	2,739.69	2,005.90	733.78

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：上表不包括非并表项目及拟建项目，数据口径与土地储备统计口径有所不同

截至 2018 年 9 月底，公司主要在建项目中沈阳、济南、长春和北京为在建项目中总可售面积前四的城市，比重分别为 14.02%、17.28%、16.37%和 11.03%；沈阳、长春、济南和北京为在建项目中待售面积前四的城市，比重分别为 12.02%、11.97%、12.03%和 10.15%。从投资规模看，截至 2018 年 9 月底，北京和济南在建项目预计总投资规模和尚需投资规模较大。公司主要在开发项目中二线城市占比较高，目前地产景气度波动较大，支撑地产价格增长的动力将弱于以往，加速项目开发并维持高利润水平的难度加大；但考虑到公司在部分区域获取的土地成本较低且地段较为优质，未来盈利空间仍有一定的保障。

截至 2018 年 9 月底，公司主要拟建项目 27 个，主要分布在济南、成都、青岛、大连和长春等地，总建筑面积合计 1,013.65 万平方米，预计总投资 970.82 亿元，尚需投资 585.68 亿元，公司未来将保持一定的融资需求。考虑到公司债务水平较低，财务弹性良好，未来融资压力可控。

总体看，公司整体在建及拟建面积较大，能够保证公司未来一段时间的销售需要；同时，公司对开发资金有一定的需求。此外，我国房地产行业景气度和区域出现分化，公司部分项目或将面临一定的去化压力。

4. 房产销售情况

公司下辖项目的销售以自主销售为主，经过多年发展，公司拥有一支专业销售队伍。公司对销售费用进行了严格管理，每年营销费用控制在销售额的 1% 以内。公司要求下属房地产项目实现各类不同品质房源的均匀销售，以确保较为稳定的经营利润水平。

销售价格方面，公司参考周边对标项目价格、成本利润率目标及市场行情走势等因素确定楼盘销售价格，一般较周边楼盘略有溢价以体现公司品牌价值。销售手段方面，出于维护公司品牌形象的考虑，公司很少采用降价促销等方式加快楼盘回款，而是在蓄客阶段做好充分准备，通过提升项目内在质量和客户品牌认同度的方式提升销售速度。公司楼盘去化速度依不同项目略有不同，但整体上从开始预售到楼盘交房不超过 18 个月。

2016 年，公司实现签约销售面积 458.80 万平方米，较上年大幅下降，主要系上年新增土地储备较少使得当年销售节奏放缓所致；实现签约销售均价为 1.32 万元/平方米，较上年有所增长，主要系当年房地产市场景气度较高使得各地房价均有所上涨所致；受上述因素的影响，2016 年，公司实现签约销售金额为 607.10 亿元。2017 年，公司实现签约销售面积 509.40 万平方米，较上年增幅较大，主要系公司自 2016 年以来加大土地储备和新开工力度使得当年达预售状态的项目增加所致；实现签约销售均价为 1.36 万元/平方米，较上年略有增长，主要系公司推出高均价项目拉升整体销售均价所致；受上述因素的影响，2017 年，公司实现签约销售金额为 694.57 亿元。结转面积及收入的分析可详见经营概况部分，具体情况如下表所示。近三年，公司签约销售回款率基本均维持在 90% 左右，回款质量较好。2018 年 1~9 月，公司实现签约销售金额为 695.27 亿元，与 2017 年全年的签约销售金额持平，签约销售均价为 1.77 万元/平方米，结转收入 290.33 亿元。

表10 公司销售概况

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~9 月
达预售项目（个）	68	73	87	140
签约销售面积（万平方米）	563.90	458.80	509.40	393.21
签约销售金额（亿元）	651.27	607.10	694.57	695.27
签约销售均价（万元/平方米）	1.15	1.32	1.36	1.77
结转收入面积（万平方米）	578.00	510.00	371.00	234.61
结转收入（亿元）	711.57	586.55	490.43	290.33

资料来源：公司提供

注：合同销售面积及合同销售金额统计未包含联营、合营项目；结转面积是结转收入部分的可售面积

截至 2018 年 9 月底，公司主要在建房地产项目的待售面积合计 1,055.29 万平方米，详见第三小节主要在建房地产项目情况表，乌鲁木齐可能存在一定的去化压力；若以公司 2017 年的签约销售面积来看，仅能维持公司未来 2 年左右的销售，但同时考虑到公司拟建项目的规模，公司未来销售有一定的基础支撑。

总体看，公司销售组织有序、管理得当，可售房源主要位于一、二线城市，长期去化压力不大，但短期限购等政策的实施可能会对公司造成一定影响，另外需关注部分城市的去化压力。

5. 自持物业情况

公司持有部分商业物业，主要为写字楼和商业物业，以出租为主。截至 2017 年底，公司自持物业的建筑面积合计 66.65 万平方米，公允价值为 222.11 亿元，主要在北京、佛山、沈阳和上海四个城市，具体情况如下表所示。2016 年，公司新增佛山环宇城、中海国际中心、北京 H 地块 E 栋写字楼和北京中海大厦等，以上项目运营尚不成熟，对物业收入的贡献较小；转让济南环宇城和沈阳环宇城 2 个项目。2017 年 3 月，公司通过收购新增中建大厦项目。

表11 截至2017年底公司主要自持物业情况（单位：万平方米、亿元）

物业名称	位置	建筑面积	业态	初始成本	公允价值	2015 年 收入	2016 年 收入	2017 年 收入
中海地产广场	北京	8.65	写字楼及商业	1.74	31.86	1.43	1.44	1.43
中海凯旋写字楼	北京	2.47	写字楼	7.40	11.44	1.22	1.25	1.44
中海广场	北京	14.51	写字楼及商业	18.29	78.85	2.74	2.98	3.24
石景山-中海大厦	北京	4.23	写字楼及商业	5.50	16.84	--	--	0.14
北京 H 地块	北京	2.76	写字楼及商业	7.41	12.87	--	--	--
环宇城	佛山	13.06	商业	14.04	17.94	--	0.07	0.69
中海国际中心	沈阳	11.46	写字楼及商业	6.77	11.82	--	--	0.19
中建大厦	上海	9.51	写字楼及商业	10.03	40.49	1.68	1.68	1.89
合计	--	66.65	--	71.18	222.11	7.07	7.41	9.02

数据来源：公司提供

注：1、济南环宇城及沈阳环宇城已于2016年9月转让，未在上表列示

2、中建大厦为2017年3月通过收购转入，但上表列示了中建大厦2015~2017年每年的租金收入明细

3、受注释1和2的影响，上表租金收入合计值与公司近三年审计报告中物业出租收入可能存在不一致。

总体看，公司自持物业主要为写字楼和商业地产，整体规模不大，但能够为公司贡献较好的现金流并形成收入的有益补充。

6. 经营效率

由于公司 2017 年实施积极的拿地策略，受土地投资规模大幅增加的影响，2017 年公司各经营指标下滑较快。2015~2017 年，公司存货周转率分别为 0.47 次、0.54 次和 0.25 次；流动资产周转率分别为 0.44 次、0.39 次和 0.22 次；总资产周转率分别为 0.39 次、0.35 次和 0.20 次。公司各项经营效率指标相对较弱，但这与公司 2016 年开始转变经营风格，积极拿地的战略有一定关系。

总体看，考虑公司 2017 年的拿地规模，公司经营效率尚可。

7. 重大事项

2017 年 3 月 6 日，公司子公司深圳市海泽工程管理有限公司（原名“中海地产工程管理（深圳）有限公司”）向苏州竹辉兴业有限公司支付现金对价 11.67 亿元的方式，收购其持有的中建国际建设有限公司（以下简称“中建国际”）100%的股权，因上述公司合并前后均受中国建筑集团有限公司最终控制，该项企业合并属于同一控制下的企业合并。

截至 2017 年 3 月 6 日，中建国际资产总额 234.83 亿元，负债总额 200.36 亿元，所有者权益合计 34.47 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 19.28 亿元；主要业务为施工总承包，主要子公司分布在北京、上海、西安、新疆和长沙等地。

总体看，公司对中建国际实施的同一控制下的企业合并有助于公司资源整合和业务的一体化。

8. 经营关注

（1）公司土地储备及在建面积规模大，部分城市可能存在一定的去化压力

公司土地储备及在建面积规模大，随着房地产市场出现市场分化，部分中西部城市可能存在一定的去化压力；另外，近期房地产政策收紧，限购限价等政策可能对一、二线城市的库存去化和回款速度带来不利影响。

（2）未来开发资金需求规模较大

公司在建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金将保持一定需求；此外，目前市场环境下，公司融资成本可能会有所上升。

9. 未来发展

公司将继续在积极吸纳土地，持续发展创新局面，并持续实现有质量的业绩增长，实现国有资产的保值增值；而且，随着房地产金融的逐渐发展，企业的运营模式也会逐渐向“轻资产”进行转变，使得行业的运营模式得到不断的创新。

投资策略方面，公司将按照财务状况变化，利用市场每次变化的契机，把握好投资机会，吸纳优质土地。产品管理方面，公司将贴近市场，适度调节开发速度，把握销售节奏，推出稀缺性强、差异化大的高质量产品，充分利用品牌优势，创新营销推广，加强营销力度，强化现金流管理，实现资产效益最大化。公司将继续构建以住宅为主、商业地产为辅的业务结构，平衡长、短线投资资源配置，逐步提高投资物业比重，以获得长期稳定回报，增强平衡市场风险能力。

财务管理方面，公司将会进一步加强财务管理，加快销售回款，控制好营销、行政和财务费用。公司仍然将会大力扩展融资渠道，充分利用国际、香港的融资平台，并加快资金周转，强化资源保障能力，改善公司的债务结构，为公司业务发展提供强而有力的资金支持。

总体看，公司未来的经营方针稳健可行，具有明显自身经营特色，能够保证未来几年公司的健康发展。

七、财务分析

公司 2015~2017 年的财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2018 年三季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则——基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）的披露规定编制。

合并范围方面，2016 年公司合并财务报表范围新增加 4 家子公司，减少 1 家子公司；2017 年公司合并财务报表范围新增加 62 家子公司，减少 2 家子公司。因 2017 年公司发生同一控制下的企业合并（被合并方为中建国际），公司对 2016 年合并范围的财务数据进行了追溯调整，因此本报告 2016 年财务数据采用 2017 年财务报表年初数。总体看，2016 年公司财务数据与 2015 年财务数据可比性不强，下文分析不作对比；而 2017 年公司财务数据与 2016 年财务数据具有较强的可比性，鉴于此，以下主要将公司 2017 年财务数据和 2016 年财务数据进行对比分析。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 2,873.88 亿元，负债合计 1,929.85 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）944.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 903.40 亿元。2017 年，公司实现营业收入 510.35 亿元，净利润（含少数股东损益）111.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 102.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额-448.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-328.80 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 3,687.91 亿元，负债合计 2,659.07 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）1,028.84 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 978.00 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 290.33 亿元，净利润（含少数股东损益）65.99 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 58.94 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 134.19 亿元。

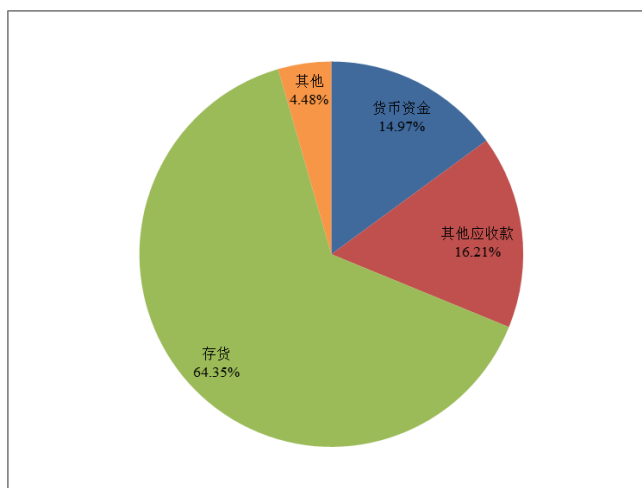
1. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额年均复合增长率为 22.70%，呈逐年增长态势，主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底，公司资产总额 2,873.88 亿元，较年初增长 25.30%；从资产构成看，流动资产占比 89.34%，非流动资产占比 10.66%，以流动资产为主。

（1）流动资产

2015~2017 年，公司流动资产年均复合增长率为 22.16%，呈逐年增长态势，主要系存货增长较快所致。截至 2017 年底，公司流动资产总额为 2,567.61 亿元，较年初增长 29.69%；主要由货币资金（占 14.97%）、其他应收款（占 16.21%）和存货（占 64.35%）构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司货币资金年均复合增长率为 15.21%，呈波动增长态势。截至 2017 年底，公司货币资金余额为 384.25 亿元，较年初下降 42.01%，主要系公司当年购地支出较大所致；公司货币资金全部由银行存款构成；因预售房产监管资金、按政府规定交纳保证金等而受限的货币资金 52.49 亿元，占货币资金总额的 13.66%，占比一般。

2015~2017 年，公司其他应收款年均复合增长率为-2.74%，呈波动减少态势。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 416.18 亿元，较年初增长 69.72%，主要系关联方往来款增加所致；其他应收款主要由关联方往来款（占 86.04%）、保证金加押金加备用金（占 7.11%）和外部往来款（占 6.39%）构成，对公司资金形成一定占用；公司未对其他应收款计提坏账准备；从账龄期限来看，一年以内占 81.88%，1~2 年占 10.09%，2~3 年占 4.88%，3 年以上占 3.15%，账龄整体较短；从集中度看，公司前五大其他应收款合计占比 43.30%，集中度高，考虑到款项性质主要为关联方往来款，回款风险不大，具体情况如下表所示。

表 12 截至 2017 年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	账龄	金额	占比	款项性质
南京海润房地产开发有限公司	3 年以内	60.63	14.57	关联方往来款
中信房地产集团有限公司	2 年以内	44.53	10.70	关联方往来款
苏州中海海隆房地产有限公司	1 年以内	35.27	8.48	关联方往来款
北京中信新城逸海房地产开发有限公司	1 年以内	23.53	5.65	关联方往来款
中国海外兴业有限公司	1 年以内	16.65	4.00	关联方往来款
合计	--	180.61	43.40	--

资料来源：公司年报

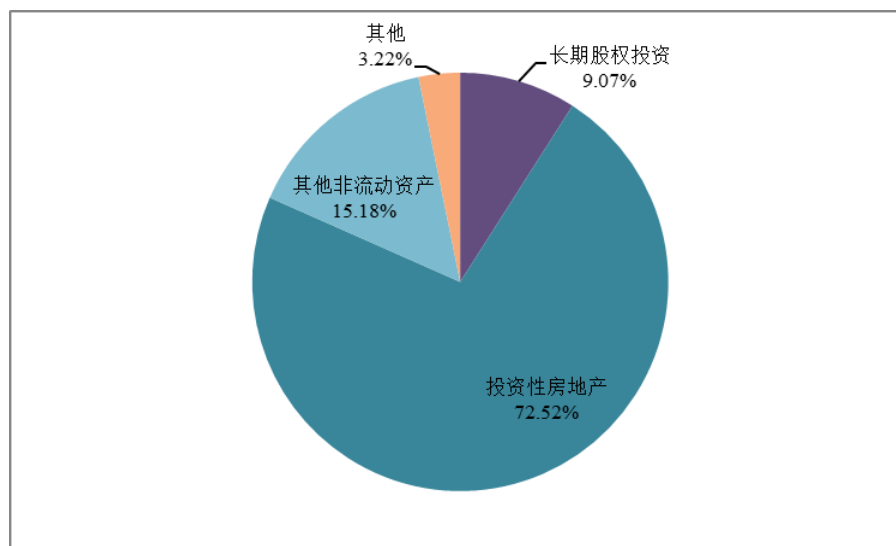
2015~2017 年，公司存货账面价值年均复合增长率为 32.83%，呈逐年增长态势，主要系公司积极拿地且对在建项目投入持续增加的共同影响所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 1,652.24 亿元，由开发成本（占比 93.66%）和开发产品（占比 6.21%）构成，未计提存货跌价准备。公司开发项目中二线城市占比较高，限购限售限价等政策可能会影响公司的回款和去化速度；另外，我国房地产出现区域分化，公司部分项目或将面临一定的去化压力。

（2）非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长率为 27.49%，呈波动增长态势，主要系投资性房

地产增加所致。截至 2017 年底，公司非流动资产合计 306.27 亿元，较年初下降 2.42%；主要由长期股权投资（占 9.07%）、投资性房地产（占 72.52%）和其他非流动资产（占 15.18%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司长期股权投资年均复合增长率为 59.86%，呈逐年增长态势，主要系公司与其他企业的合作项目逐渐增多，新增多家合营企业以及权益法下确认的投资收益增加所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 27.79 亿元，其中当年追加投资 13.31 亿元（主要为 2017 年新增 7.35 亿元的北京南悦房地产开发有限公司股权投资、3.20 亿元的北京金良兴业房地产开发有限公司股权投资以及 2.31 亿元的长沙禧荣置业有限公司股权投资，其余较为分散）；2017 年确认投资收益 3.57 亿元，预计随着非并表合作开发项目的投资收益确认，公司长期股权投资规模将会持续扩大。

2015~2017 年，公司投资性房地产（按公允价值法计量）年均复合增长率为 27.90%，呈逐年增长态势。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值合计 222.11 亿元，较年初增长 4.17%，系评估增值所致。

公司其他非流动资产为委托贷款。2015~2017 年，公司其他非流动资产年均复合增长率为 6.50%，呈波动增长态势。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 46.50 亿元，较年初下降 42.59%，系委托贷款减少所致。

截至 2017 年底，公司因预售房产监管资金、按政府规定交纳保证金等而受限的货币资金 52.49 亿元，因为关联方抵押借款质押而受限的投资性房地产 40.49 亿元，受限资产合计 92.98 亿元，占资产总额的 3.24%，受限比例低。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 3,687.91 亿元，较年初增长 28.33%，主要系当期公司收回委托贷款且新增融资，外部往来款和开发成本增加，货币资金、其他应收款和存货相应增加所致；其中，流动资产占 91.14%，非流动资产占 8.86%，较年初变化不大。

总体看，随着公司开发规模持续扩大，公司资产规模稳定快速增长，资产受限比例低；公司流动资产中货币资金较充足，其他应收款对公司资金形成一定占用。公司主要在开发项目中二线城市占比较高，回款和去化速度可能会受到政策影响；考虑到目前地产景气度波动较大，区域出现分化，公司部分项目或存在一定的去化风险。整体看，公司资产质量良好。

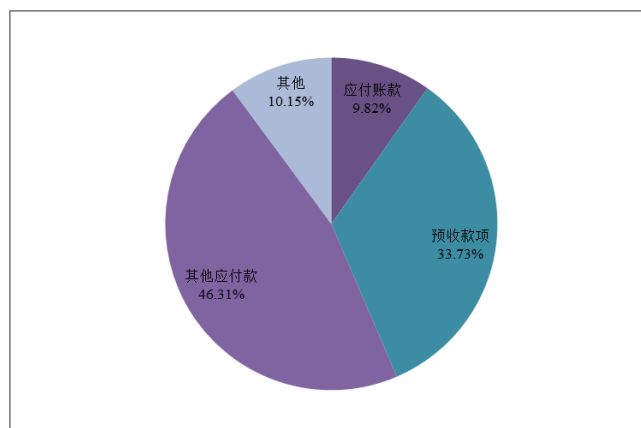
2. 负债及所有者权益

(1) 负债

2015~2017 年，公司负债年均复合增长率为 23.17%，呈逐年增长态势。截至 2017 年底，公司负债合计 1,929.85 亿元，较年初增长 35.58%，系流动负债和非流动负债均增长所致；其中，流动负债 1,559.17 亿元（占 80.79%）、非流动负债 370.67 亿元（占比 19.21%），以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债年均复合增长 19.22%，呈逐年增长态势。截至 2017 年底，公司流动负债 1,559.17 亿元，较年初增长 29.62%，主要系预收款项和其他应付款增加所致；公司流动负债主要由应付账款（占 9.82%）、预收款项（占 33.73%）和其他应付款（占 46.31%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司应付账款年均复合下降 1.39%，呈波动减少态势。截至 2017 年底，公司应付账款 153.08 亿元，较年初下降 12.25%，主要系应付工程进度款减少所致；公司应付账款主要由工程进度款（占 82.58%）和工程保证金（占 16.39%）构成。

2015~2017 年，公司预收款项年均复合增长率为 31.32%，呈逐年增长态势，主要系公司房地产存货增加且销售情况良好，相应的签约销售金额大幅增加所致。截至 2017 年底，公司预收款项为 525.85 亿元，较年初大幅增长 48.59%，主要来自于北辛安棚户区改造、济南中海华山珑城、武汉中海光谷锦城等项目，可为未来收入结转提供较好的支撑力度。

2015~2017 年，公司其他应付款年均复合增长率为 10.99%，呈波动增长态势，主要系公司合作项目增加使得关联方往来款大幅增长所致。截至 2017 年底，公司其他应付款为 721.99 亿元，主要为关联方往来款，其中账龄超过 1 年的重要其他应付款为 142.03 亿元，占比较大。

2015~2017 年，公司非流动负债年均复合增长率为 45.49%，呈逐年增长态势，主要系长期借款增加所致。截至 2017 年底，公司非流动负债为 370.67 亿元，较年初增长 68.04%；由长期借款（占 50.98%）、应付债券（占 37.77%）和递延所得税负债（占 11.25%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款年均复合增长率为 62.88%，呈波动增长态势。截至 2017 年底，公司长期借款为 188.97 亿元，较年初大幅增长 348.67%，主要系公司经营规模扩大带动新项目增加从而使得开发贷规模迅速扩张所致。截至 2017 年底，公司未扣除一年内到期部分的长期借款中保证借款 73.90 亿元（占 32.73%），信用借款 151.90 亿元（占 67.27%）；根据公司提供的主要银行借款明细表，公司长期借款到期期限较为分散，集中偿付压力不大。

2015~2017 年，公司应付债券分别为 80.00 亿元、140.00 亿元和 140.00 亿元，具体情况如下表

所示；此外，公司于 2018 年 2 月完成了“18 中海地产 MTN001”（票面利率 5.60%，发行规模 30.00 亿元，期限 3 年）的发行。

表 13 截至 2017 年底公司应付债券构成（单位：亿元、年、%）

债券名称	发行时间	发行金额	期末余额	债券期限	票面利率
15 中海 01	2015-11-19	70.00	70.00	3+3	3.40
15 中海 02	2015-11-19	10.00	10.00	5+2	3.85
16 中海 01	2016-8-23	60.00	60.00	5+5	3.10
合计	--	140.00	140.00	--	--

资料来源：公司年报

2015~2017 年，公司递延所得税负债年均复合增长率为 32.12%，呈逐年增长态势，主要系公允价值变动导致的应纳税暂时性差异增加所致。截至 2017 年底，公司递延所得税负债为 41.70 亿元，较年初增长 8.43%。

全部债务方面，由于经营规模的扩大以及在建项目的持续投入增加，2015~2017 年，公司全部债务分别为 164.84 亿元、215.94 亿元和 392.40 亿元，年均复合增长率为 54.29%，呈逐年增长态势；截至 2017 年底，公司全部债务中的长期债务占比 83.84%，短期债务占比 16.16%。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 66.64%、62.06%和 67.15%；全部债务资本化比率分别为 20.56%、19.88%和 29.36%；长期债务资本化比率分别为 19.19%、17.31%和 25.84%，2017 年债务负担有所加重，但仍属较低水平且债务结构较为合理。

截至 2018 年 9 月底，公司负债合计 2,659.07 亿元，较年初增长 37.79%，主要系预收款项、其他应付款（主要为关联方往来款）和长期借款增加所致；其中流动负债 2,141.73 亿元（占 80.54%）、非流动负债 517.33 亿元（占 19.46%），流动负债和非流动负债占比较年初变化不大。截至 2018 年 9 月底，公司全部债务 501.05 亿元，较年初增长 27.69%，主要系长期借款增加所致；其中，短期债务 32.80 亿元，较年初下降 48.29%，主要系偿还一年内到期的长期借款所致；长期债务 468.25 亿元，较年初增长 42.34%，主要系公司长期借款增加所致。截至 2018 年 9 月底，随着公司债务规模的增长，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为 72.10%、32.75%和 31.28%，分别较年初增加 4.95 个百分点、3.39 个百分点和 5.44 个百分点，债务负担较年初有所加重，但仍处于较低水平。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，受公司经营规模的扩大，公司预收售楼款、应付关联方往来款、发行债券和新增借款的共同影响，公司负债规模逐年快速增长；公司债务负担虽有所加重但仍处于较低水平。

（2）所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益年均复合增长率为 21.76%，主要系公司股东注资和未分配利润大幅增长所致。截至 2017 年底，公司所有者权益为 944.03 亿元，其中，归属于母公司所有者权益为 903.40 亿元，占所有者权益总额比例为 95.70%；公司归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 22.14%，资本公积占 0.01%，其他综合收益占 1.80%，盈余公积占 3.47%，未分配利润占 72.59%。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益 1,028.84 亿元，较年初增长 8.98%，主要系因投资性房地产公允价值计量差额形成的其他综合收益以及未分配利润和少数股东权益增加所致；其中归属于母公司的所有者权益 978.00 亿元，较年初增长 8.26%，占所有者权益总额比重微幅下降为 95.06%，公司所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益主要由实收资本和未分配利润构成。受益于公司股东注资以及利润规模的稳定增长，公司所有者权益增长幅度较大，公司资本实力进一步增强。

3. 盈利能力

2015~2017 年，公司分别实现营业收入 723.14 亿元、729.84 亿元和 510.35 亿元，年均复合下降 15.99%；同期，公司分别实现净利润 142.87 亿元、115.57 亿元和 111.66 亿元，年均复合下降 11.60%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用总额分别为 19.57 亿元、20.49 亿元和 20.58 亿元，年均复合增长率为 2.56%，呈逐年增长态势，主要系公司业务规模扩大带动管理费用大幅增长所致；2017 年，公司期间费用中销售费用为 8.97 亿元、管理费用为 8.03 亿元、财务费用为 3.58 亿元。2015~2017 年，公司销售费用年均复合下降 2.98%；管理费用年均复合增长率为 17.88%，主要系随着公司经营规模的扩大，公司人员需求增加，相应的职工薪酬、办公费及专业顾问费等增加所致；财务费用分别为 4.25 亿元、3.24 亿元和 3.58 亿元，2017 年较 2016 年变化不大。2015~2017 年，公司期间费用总额占当年签约销售额的比重分别为 3.04%、3.38%和 2.96%，费用控制能力很强。

从利润构成来看，2015 年和 2017 年公司无资产减值损失，2016 年公司资产减值损失（主要为存货跌价损失）为-5.03 亿元；2015~2017 年，公司公允价值变动收益（均为按公允价值计量的投资性房地产公允价值变动）分别为 11.29 亿元、4.14 亿元和 9.79 亿元，占当年营业利润的比重分别为 6.07%、2.70%和 6.69%，对公司营业利润有一定影响；公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益，三年分别为 2.11 亿元、5.47 亿元和 3.58 亿元，占营业利润的比重分别为 1.13%、3.57%和 2.45%，对营业利润影响不大；营业外收入分别为 0.23 亿元、1.20 亿元和 0.29 亿元，对利润总额影响小。

从各项盈利指标看，2015~2017 年，公司营业利润率波动增长，分别为 26.56%、21.76%和 30.06%，2017 年公司营业利润率大幅提升主要系公司结转项目毛利率提升所致；公司总资本收益率分别为 21.30%、13.01%和 9.93%，总资本报酬率分别为 10.46%、7.68%和 6.01%，净资产收益率分别为 25.23%、15.34%和 12.31%，均呈现逐年下降态势，2017 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率下降主要系利润规模下降，而预收售楼款、债务规模、未分配利润增加所致。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 290.33 亿元，同比增长 2.83%；同期，随着项目结转收入的增加、结转项目毛利率的提升以及所得税费用的减少，公司实现净利润 65.99 亿元，同比增长 14.01%。

总体看，公司营业收入和净利润规模受结转进度而有所波动，费用控制能力很强，对非经常性损益的依赖程度较弱，整体盈利能力和盈利质量较好。

4. 现金流

从经营活动情况来看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入分别为 983.65 亿元、1,672.18 亿元和 4,519.93 亿元，年均复合增长率为 114.36%，主要系公司收到的往来款和收到退回的拍地保证金规模扩大所致；经营活动现金流出分别为 999.45 亿元、1,444.87 亿元和 4,968.09 亿元，年均复合增长率为 122.95%，主要系购地规模扩大、支付的往来款项以及押金、保证金、维修金支出规模扩大的共同影响所致。受上述因素的影响，2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-15.80 亿元、227.31 亿元和-448.16 亿元，2017 年由净流入转为净流出。

从投资活动情况来看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入分别为 28.04 亿元、60.90 亿元和 37.01 亿元，年均复合增长率为 14.90%，呈现波动增长态势，2017 年公司投资活动现金流入下降主要系当年处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金大幅减少所致；投资活动现金流出分

别为 24.70 亿元、81.04 亿元和 27.39 亿元，年均复合增长率为 5.30%，2017 年公司投资活动现金流出下降主要系发放委托贷款的规模减少所致。受上述因素的影响，2015~2017 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为 3.33 亿元、-20.14 亿元和 9.62 亿元，2017 年由净流出转为净流入。

从筹资活动情况看，2015~2017 年，公司筹资活动现金流入分别为 117.59 亿元、171.14 亿元和 189.23 亿元，年均复合增长率为 26.86%，2017 年公司筹资活动现金流入同比增长 10.57%，主要系银行借款增加所致；公司筹资活动现金流出分别为 58.04 亿元、58.94 亿元和 79.49 亿元，年均复合增长率为 17.03%，呈逐年增长态势，2017 年公司筹资活动现金流出同比增长 34.86%，主要系偿付利息和分红增加的共同影响所致。2015~2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 59.54 亿元、112.20 亿元和 109.74 亿元，年均复合增长率为 35.76%，呈持续净流入状态。

2018 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-4.30 亿元，上年同期为-286.08 亿元，主要系公司预收购房款大幅增加及支付的关联方往来资金大规模减少所致；投资活动产生的现金流量净额为 39.97 亿元，同比增长 142.83%，主要系当期收回的委托贷款规模增加而未新增发放委托贷款，且投资支付的现金大幅减少所致；筹资活动产生的现金流量净额为 97.07 亿元，同比增长 46.69%，主要系公司取得借款收到的现金大幅增加以及新发行中期票据所致。

总体看，2015~2017 年，受公司购地支出增加影响，公司经营活动现金流净额由净流入转为大规模净流出；投资规模不大，存在一定的外部融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.57 倍、1.65 倍和 1.65 倍，比较稳定；速动比率分别为 0.71 倍、0.81 倍和 0.59 倍，呈波动下降态势，其中 2017 年有所下滑主要系公司土储规模扩大使得现金消耗增加，以及预收售楼款和关联方往来款增加使流动负债规模扩大所致。2015~2017 年，公司现金短期债务比分别为 21.27 倍、19.59 倍和 6.06 倍，2017 年该指标迅速下滑，主要系公司购地支出较大使货币资金减少所致，但公司现金对短期债务的覆盖程度仍属很高。整体看，公司短期偿债指标整体虽有所下滑，但短期偿债能力仍属很强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 191.72 亿元、161.45 亿元和 155.29 亿元，规模逐年减少。2017 年公司 EBITDA 构成中，折旧占 0.07%、摊销占 0.01%、计入财务费用的利息支出占 5.53%、利润总额占比 94.39%，公司 EBITDA 以利润总额为主。2015~2017 年，EBITDA 利息倍数分别为 27.68 倍、19.85 倍和 12.11 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度高。2015~2017 年，EBITDA 全部债务比分别为 1.16 倍、0.75 倍和 0.40 倍。整体看，公司长期偿债能力仍属很强。

截至 2018 年 9 月底，公司共取得银行授信额度 725.80 亿元，已使用额度 330.62 亿元，未使用的额度为 395.18 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保余额为 6.40 亿元，被担保方为关联企业，占净资产比例为 0.62%，对外担保比例很小。

截至 2018 年 9 月底，公司无将会实质性影响自身经营及财务状况等的重大未决诉讼、仲裁或行政处罚。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10440304000231401），截至 2018 年 12 月 18 日，公司已结清业务中，因银行操作失误，存在 2 笔欠息，金额合计 90.07 万元，均已于 2014 年 1 月 16 日前结清；公司未结清及已结清业务中无不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司长、短期偿债能力指标表现较好，现金类资产较充足，公司偿债能力极强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 9 月底，公司全部债务总额为 501.05 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 35 亿元（含），占目前公司全部债务的 6.99%，公司债务规模有所扩大。

以 2018 年 9 月底财务数据为基础，若募集资金总额为 35 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，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为 72.36%、34.25% 和 32.85%，较发债前分别提高 0.26 个百分点、1.50 个百分点和 1.57 个百分点，债务负担略有加重，但仍属行业较低水平。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 155.29 亿元，为本期债券发行额度（35 亿元）的 4.44 倍，EBITDA 对本期债券额度的覆盖程度高。2017 年，公司经营活动产生的现金流入量为 4,519.93 亿元，为本期债券发行额度的 129.14 倍，对本期债券覆盖程度极高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型房地产开发企业，品牌影响力大，综合竞争力强；公司土地储备充足，产品定位中高端，盈利能力很强，未来能够持续取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

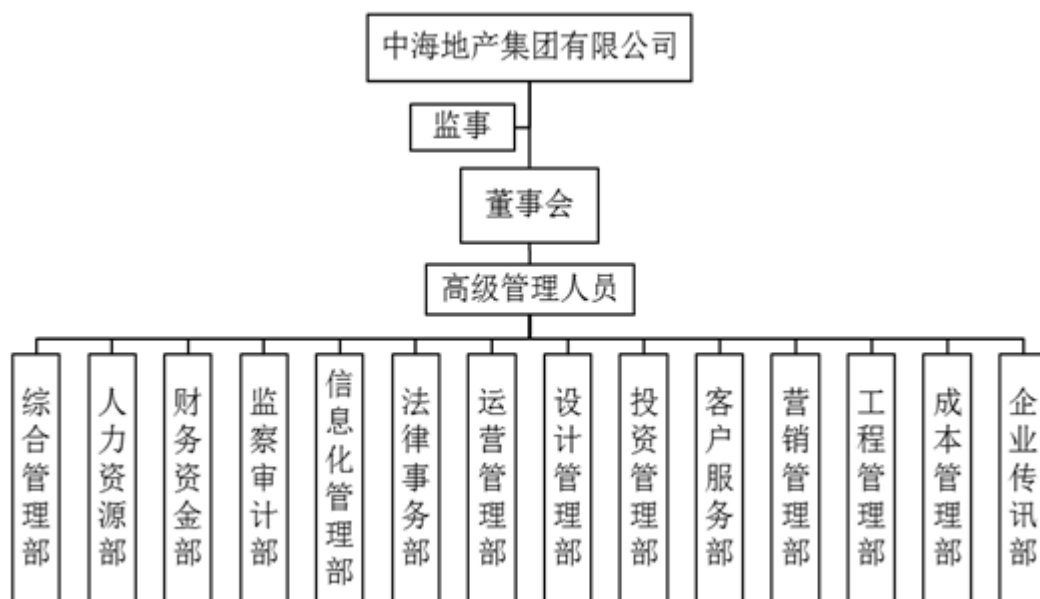
九、综合评价

公司作为中国海外发展在境内的重要控股平台，其在行业地位、品牌影响力、全国化区域布局、项目储备、股东支持、成本控制以及债务负担等方面具备的显著竞争优势。同时，联合评级也关注到房地产行业政策波动、在建项目资金需求量较大和关联方往来款规模较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

2016 年 3 月，随着股东中国海外兴业有限公司对公司增资的完成，公司整体资本实力得到提升且资本结构进一步优化。未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 中海地产集团有限公司 组织架构图



附件 2 中海地产集团有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
资产总额（亿元）	1,908.92	2,293.67	2,873.88	3,687.91
所有者权益（亿元）	636.80	870.24	944.03	1,028.84
短期债务（亿元）	13.61	33.82	63.43	32.80
长期债务（亿元）	151.23	182.12	328.97	468.25
全部债务（亿元）	164.84	215.94	392.40	501.05
营业收入（亿元）	723.14	729.84	510.35	290.33
净利润（亿元）	142.87	115.57	111.66	65.99
EBITDA（亿元）	191.72	161.45	155.29	--
经营性净现金流（亿元）	-15.80	227.31	-448.16	-4.30
流动资产周转次数（次）	0.44	0.39	0.22	--
存货周转次数（次）	0.47	0.54	0.25	--
总资产周转次数（次）	0.39	0.35	0.20	--
总资本收益率（%）	21.30	13.01	9.93	--
总资产报酬率（%）	10.46	7.68	6.01	--
净资产收益率（%）	25.23	15.34	12.31	--
营业利润率（%）	26.56	21.76	30.06	32.27
费用收入比（%）	2.71	2.81	4.03	7.55
资产负债率（%）	66.64	62.06	67.15	72.10
全部债务资本化比率（%）	20.56	19.88	29.36	32.75
长期债务资本化比率（%）	19.19	17.31	25.84	31.28
EBITDA 利息倍数（倍）	27.68	19.85	12.11	--
EBITDA 全部债务比（倍）	1.16	0.75	0.40	--
流动比率（倍）	1.57	1.65	1.65	1.57
速动比率（倍）	0.71	0.81	0.59	0.56
现金短期债务比（倍）	21.27	19.59	6.06	15.37
经营现金流动负债比率（%）	-1.44	18.90	-28.74	-0.20
EBITDA/本期发债额度（倍）	5.48	4.61	4.44	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、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。3、2018 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中海地产集团有限公司 2019 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中海地产集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中海地产集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中海地产集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中海地产集团有限公司的相关状况，如发现中海地产集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中海地产集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中海地产集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中海地产集团有限公司、监管部门等。

