

中海企业发展集团有限公司

2025 年度第一期中期票据

信用评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2025〕2110号

联合资信评估股份有限公司通过对中海企业发展集团有限公司及其拟发行的 2025 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定中海企业发展集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，中海企业发展集团有限公司 2025 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二五年四月二日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中海企业发展集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

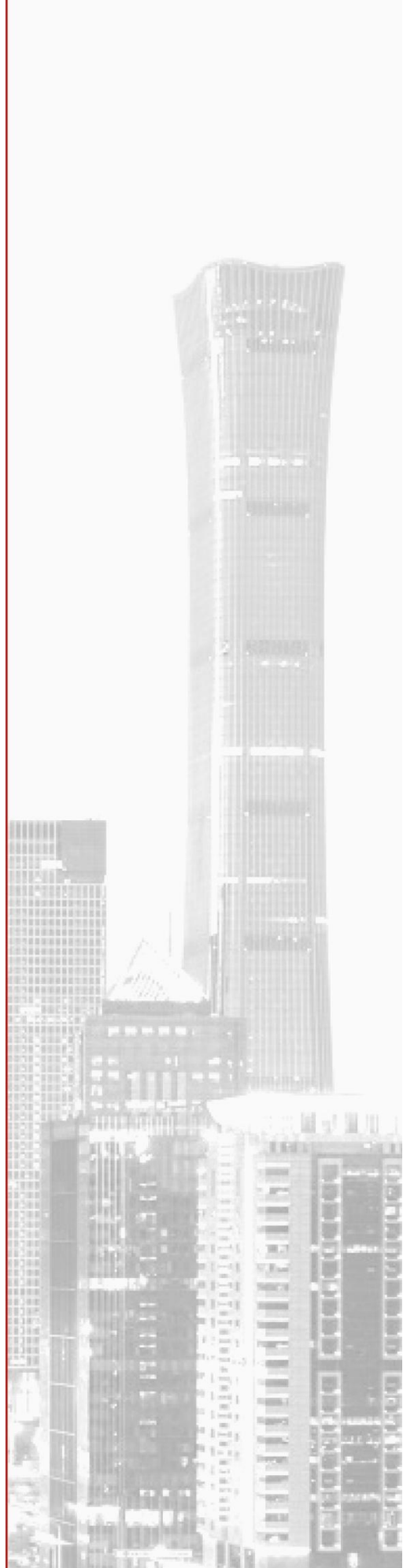
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中海企业发展集团有限公司

2025 年度第一期中期票据信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/02

债项概况 本期债项发行金额上限为 20 亿元。其中，品种一期限为 5 年期，初始发行规模 10 亿元；品种二期限为 10 年期，初始发行规模 10 亿元，两个品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制。本期债项按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债项无担保，募集资金中 18 亿元拟用于置换前期偿还“22 中海企业 MTN001A”本金的自有资金、2 亿元拟用于项目建设。

评级观点 中海企业发展集团有限公司（以下简称“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）在境内的重要业务平台，在近年来房地产市场下行的环境下，凭借领先的开发运营能力和产品竞争力，展现出很强的抗风险能力，行业地位进一步突出。经营方面，2021—2023 年，公司保持较大的土地投资力度，新增项目城市能级很高，期末土地储备大部分位于一二线城市，2023 年签约销售面积及金额同比增幅较大；财务方面，公司货币资金充裕，盈利能力很强，债务负担很轻，财务及融资政策稳健；偿债指标方面，公司短期及长期偿债指标表现很强。本期债项对公司现有债务结构影响不大，公司对本期债项的偿还能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

评级展望 公司土地储备优质，具备很强的规模优势和品牌认可度，融资渠道畅通，财务政策稳健，未来公司有望继续保持领先的行业竞争力。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：房地产行业景气度持续恶化，公司签约销售回款或土地储备规模显著下降。

优势

- **公司股东实力很强，可为公司提供大力支持。** 公司是中国海外发展境内业务的主要平台，中国海外发展经营及财务实力很强，且为大型中央企业中国建筑集团有限公司的子公司，公司股东实力很强。公司在中国海外发展体系中有重要地位，可获得股东大力支持。
- **公司具备突出的开发运营能力和产品竞争力，拥有优质的土地储备，抵御房地产行业下行的抗风险能力很强。** 公司具有丰富的房地产开发经验和应对行业下行的经验，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。公司土地储备主要位于高能级的一二线城市，均衡的全国化布局有利于公司在不同阶段获取城市轮动带来的市场机会。2023 年，公司签约销售规模同比实现较快增长，在房地产行业深度调整的背景下，公司展现出很强的抗风险能力。
- **公司资本实力强，债务负担很轻，财务及融资政策稳健，持续盈利能力很强。** 近三年，公司货币资金充裕，资本实力强；债务负担很轻，集中兑付压力不大；资产受限程度很低，财务及融资政策稳健，长短期偿债指标表现很强。在房地产行业利润率趋势性下行的背景下，公司突出的成本费用管控能力可有效保障公司项目的盈利空间，未来持续获利能力很强。

关注

- **房地产市场运行存在一定不确定性。** 2023 年及 2024 年前三季度房地产市场延续 2021 年下半年以来的低迷状态，行业整体销售下滑，市场信心有待恢复，未来房地产市场运行仍存在一定不确定性。
- **公司存在一定的项目建设及补库存资金需求。** 公司在建和拟建项目规模较大，未来对建设开发资金仍有一定需求；同时，基于规模发展需要，公司持续存在补库存需求。

本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 房地产企业信用评级方法 V4.0.202208				
评级模型 房地产企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208				
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：不适用。

外部支持变动说明：不适用。

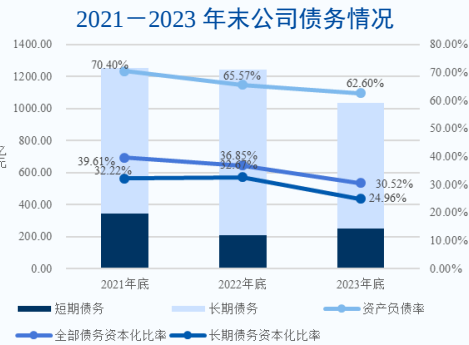
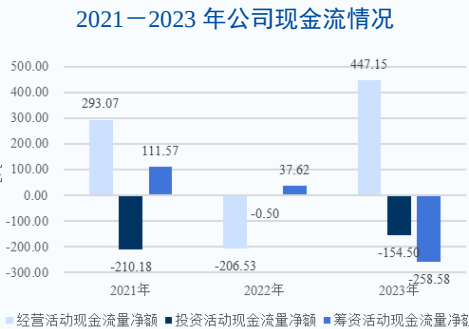
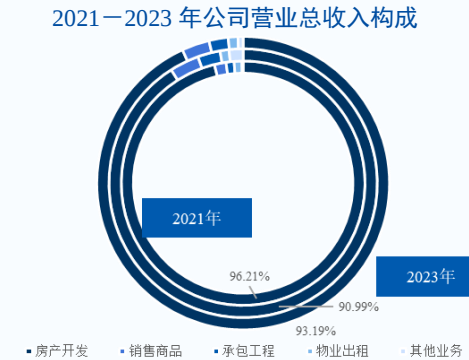
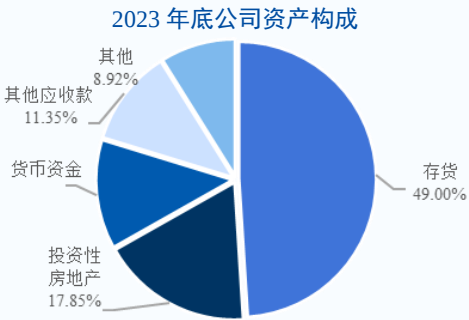
主要财务数据

合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
现金类资产（亿元）	945.30	774.79	809.41	613.39
资产总额（亿元）	6448.88	6195.26	6283.76	5996.45
所有者权益（亿元）	1909.04	2133.07	2350.19	2470.85
短期债务（亿元）	344.61	209.72	250.74	225.99
长期债务（亿元）	907.50	1035.06	781.59	755.16
全部债务（亿元）	1252.11	1244.78	1032.33	981.15
营业总收入（亿元）	1711.40	1394.79	1415.04	842.23
利润总额（亿元）	353.39	267.46	259.04	148.37
EBITDA（亿元）	368.23	289.09	276.99	--
经营性净现金流（亿元）	293.07	-206.53	447.15	-135.19
营业利润率（%）	19.58	21.07	18.33	20.75
净资产收益率（%）	13.87	9.58	8.41	--
资产负债率（%）	70.40	65.57	62.60	58.79
调整后资产负债率（%）	66.18	60.43	57.10	52.88
全部债务资本化比率（%）	39.61	36.85	30.52	28.42
流动比率（%）	146.81	171.76	161.64	175.15
经营现金流动负债比（%）	8.33	-7.11	14.83	--
现金短期债务比（倍）	2.74	3.69	3.23	2.71
EBITDA 利息倍数（倍）	7.97	5.20	6.13	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.40	4.31	3.73	--

公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
资产总额（亿元）	3164.11	2955.78	2514.44	2669.68
所有者权益（亿元）	701.47	752.22	788.90	790.07
全部债务（亿元）	922.54	888.94	789.06	759.21
营业总收入（亿元）	1.11	0.65	1.12	0.60
利润总额（亿元）	57.43	51.70	37.81	-0.16
资产负债率（%）	77.83	74.55	68.63	70.41
全部债务资本化比率（%）	56.81	54.17	50.01	49.00
流动比率（%）	145.61	156.42	189.08	150.96
经营现金流动负债比（%）	2.48	-23.54	-20.59	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2021—2023 年末合并口径其他应付款、长期应付款等科目中的债务部分已分别调增短期债务和长期债务，非债务性质的款项已在计算全部债务时剔除；2024 年 9 月底合并口径债务计算未经调整；3. 公司本部口径债务计算未经调整；4. 2021—2023 年财务数据使用期末审定数，2024 年三季度财务数据未经审计，相关指标未予年化

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理



同业比较（截至 2023 年底/2023 年）

企业	级别	签约销售金额 (亿元)	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业总收入 (亿元)	利润总额 (亿元)	资产负债率 (%)	全部债务资本 化比率 (%)	全部债务 /EBITDA (倍)
公司	AAA	1828	6283.76	2350.19	1415.04	259.04	62.60	30.52	3.73
保利发展	AAA	4222	14369.12	3370.27	3468.94	246.26	76.55	51.54	10.68
华润置地控股	AAA	1709	7589.48	1504.25	1295.19	166.81	80.18	47.89	6.44
招商蛇口	AAA	2936	9085.08	2966.90	1750.08	139.89	67.34	42.75	10.68

注：1. 保利发展控股集团股份有限公司简称“保利发展”，华润置地控股有限公司简称“华润置地控股”，招商局蛇口工业区控股股份有限公司简称“招商蛇口”；2. 公司、保利发展和招商蛇口签约销售金额为全口径数据，华润置地控股签约销售金额为权益口径数据
资料来源：联合资信根据公开资料整理

主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/11/15	罗星驰 杨哲	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208） 房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
AAA/稳定	2015/08/07	刘洪涛 刘晓亮	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：罗星驰 luoxc@lhratings.com

项目组成员：杨哲 yangzhe@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、主体概况

中海企业发展集团有限公司（以下简称“公司”）是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）在境内重要的业务平台。历经数次增资及股权转让，截至 2024 年 9 月底，公司注册资本和实收资本均为 200.00 亿元，中国海外兴业有限公司（以下简称“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（以下简称“国务院国资委”）。

公司主营房地产开发业务，按照联合资信行业划分标准属于房地产开发经营行业。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 6283.76 亿元，所有者权益 2350.19 亿元（含少数股东权益 153.80 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 1415.04 亿元，利润总额 259.04 亿元。

截至 2024 年 9 月底，公司合并资产总额 5996.45 亿元，所有者权益 2470.85 亿元（含少数股东权益 175.42 亿元）；2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 842.23 亿元，利润总额 148.37 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区粤海街道海珠社区文心五路 11 号汇通大厦 10 层；法定代表人：张智超。

二、本期债项概况

公司于 2024 年 12 月 24 日获准注册中期票据，注册金额 100 亿元。本期债项为本次中期票据的首期发行，发行金额上限为 20 亿元。其中，品种一期限为 5 年期，初始发行规模 10 亿元；品种二期限为 10 年期，初始发行规模 10 亿元，两个品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制。本期债项按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债项无担保，募集资金中 18 亿元拟用于置换前期偿还“22 中海企业 MTN001A”本金的自有资金、2 亿元拟用于项目建设。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年经济运行稳中有进，主要发展目标顺利实现。面对外部压力加大、内部困难增多的复杂严峻形势，各地区各部门坚持稳中求进工作总基调，国民经济运行总体平稳。宏观政策认真落实中央经济工作会议和 4 月、7 月、9 月政治局会议精神，降低实体经济融资成本，财政政策持续加码，推进经济体制改革，加快资本市场“1+N”政策体系建设，采取多种措施稳定楼市股市。

2024 年国内生产总值 1349084 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。分季度看，一季度增长 5.3%，二季度增长 4.7%，三季度增长 4.6%，四季度增长 5.4%。9 月 26 日中央政治局会议部署一揽子增量政策，四季度 GDP 同比增速明显回升。信用环境方面，人民银行先后四次实施比较重大的货币政策调整。运用多种货币工具，促进社会融资规模合理增长；设立科创再贷款、保障性住房再贷款、两项资本市场支持工具；引导债市利率，保持汇率稳定。人民银行 2025 年将落实好适度宽松的货币政策，择机降准降息，加快金融改革步伐，做好金融五篇大文章，进一步为稳楼市股市提供流动性资金支持。

展望 2025 年，出口可能受阻，加快经济体制改革、扩大内需、促进转型的任务更加迫切。2025 年经济增长目标依然有能力保持在 5.0% 左右，要落实好二十届三中全会决定，加快释放中长期增长动能。宏观政策要按照 12 月政治局会议安排，落实好更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，不断推进 9 项工作任务，将扩大消费作为经济工作重点。

完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察（2024 年年报）》](#)。

四、行业分析

2024 年前三季度，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下销售降幅有所收窄，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。在房地产市场供求关系发生重大变化的大背景下，2024 年以来，中央以“去库存”作为政策导向，宽松政策频出，在降低购房门槛及购房成本的同时鼓励“收储”，加快构建房地产发展新模式，继续推动已出台金融政策的落地见效，促进地产市场止跌回稳。宽松政策的频出阶段性提振了市场需求，但持续性的需求端信心修复预计仍需一定时间。完整版房地产行业分析详见 [《2024 年三季度房地产行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司积累了丰富的房地产开发运作经验及资源，品牌知名度高，行业地位突出，成本控制能力很强，融资成本低，具备很强的竞争实力和抗风险能力。

作为中国海外发展房地产板块在中国境内的重要控股平台，公司地产开发业务经营历史长，具有丰富的房地产开发经验。公司采取全国性布局策略，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，业务以房地产开发为主，物业出租和承包工程为辅，覆盖内地 30 余个经济活跃城市，旗下“中海地产”品牌已发展成为跨地域的全国性地产品牌。

公司具有房地产开发一级资质，采用“小总部、大区域、属地化管理、专业化运营”为核心的管控运营模式。公司坚持中高端市场精品定位，品牌认可度持续提高，销售规模处于行业前列。2023 年和 2024 年 1—9 月，中国海外发展持续位列克而瑞权益销售金额排行榜第 2 名，公司作为中国海外发展的境内主要运营主体，保持行业领先的规模优势和品牌认可度。

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，通过在各城市深耕发展，降低运营成本。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，对不同项目的销售费用进行精细化管理。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。公司积累了丰富的供应商体系，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，带动整体成本处于较低水平。此外，公司股东中国海外发展是中国建筑业龙头企业中国建筑集团有限公司在香港的控股公司。得益于建筑行业背景，公司具备突出的成本管控能力。

2023 年，公司发行公司债券规模合计 60 亿元，票面利率处于 2.90%~3.25%；2024 年 1—9 月，公司发行公司债券及中期票据规模合计 60 亿元，票面利率处于 2.68%~3.05%。公司融资能力强，融资成本低。

2 人员素质

公司管理团队经验丰富且较稳定。

截至 2024 年 9 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 4 人。

公司董事长兼总经理张智超先生，2001 年毕业于东南大学建筑工程专业，拥有约 20 年房地产开发及企业管理经验。张智超先生于 2017 年 5 月起出任公司助理总裁及北京区域公司总经理，于 2019 年 1 月起出任公司副总裁，于 2020 年 3 月起出任公司董事长兼总经理。

3 信用记录

公司过往履约记录良好。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2025 年 3 月 13 日，公司本部无未结清的不良和关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中无不良和关注类信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 4 月 2 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构完善，运作规范。

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，公司设总经理 1 人、副经理若干人，由董事会聘任，对董事会负责；公司总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。

2 管理水平

公司内部管理制度健全，财务制度严谨规范，对子公司和分支机构管理严格，整体管理运作情况良好。

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，在建设工程施工、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；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。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。

投资管理方面，公司总部或各地区分公司房地产项目投资的论证、谈判、决策、方案制定由公司投资决策委员会统筹，项目的执行、履约等情况由投资管理部统一管理。公司制定了完整的项目投资申报、立项、调研、审批、实施、考核流程，并具备完善的项目指标评测、利润测算等体系。

采购和招标管理方面，公司根据业务需要与质量管理原则，制定了《集中采购管理制度》《招标管理制度》和《工程合约管理制度》，总公司、子公司及各地区分公司所需各类物资、材料、工程建设服务由总部统一询价供应。公司对产品和服务的选购、定购、验收环节分别制定了严格的工作原则，对于新产品采购须邀请三家以上供应商参与报价，并以质量最优、服务最好、价格最低作为选定原则。对于长期合作的供应商，公司根据历史采购价格、服务质量、产品使用情况设立了详细的信息库和考评机制，对于有不良记录的供应商采取一票否决制。

建设方管理方面，公司制定了一系列建设方管控制度，包括《项目策划管理办法》《项目发展计划及进度管理制度》《施工现场形象标识系统实施细则》《住宅精装修工程管理办法》《工程规范》《施工安全管理制度》《工程质量管理》和《开发项目移交物业验收管理办法》，为施工进度、施工安全、工程质量和项目品质提供保障。

七、经营分析

1 经营概况

受房地产行业下行影响，2021—2023 年公司营业总收入波动下降，毛利率有所下降但仍处于行业较高水平；2024 年前三季度公司收入规模同比有所增长。未来公司毛利率有望继续保持行业较高水平。

公司项目业态以住宅为主，产品体系涵盖从高端改善型到中低端刚需型各个档次。公司以独立开发为主，合作开发项目占比较低。

2021—2023 年，受房地产行业下行影响，公司营业总收入波动下降，年均复合下降 9.07%，房地产开发收入占比保持在 90% 以上。同期，从各板块来看，公司房地产开发毛利率小幅下降，但仍处于行业较高水平；物业出租收入受市场经营环境影响波动下降，但随着新投入运营的物业逐步培育，毛利率逐年上升；公司承包工程业务规模相对较小，受项目施工和结转进度影响收入规模波动增长，毛利率逐年上升；随着供应链业务的快速发展，公司销售商品收入波动增长、毛利率逐年上升，但公司供应链业务主要定位于 B2B 建材交易综合服务平台，受房地产及建材行业整体景气度影响较大。

2024 年 1—9 月，公司实现营业总收入 842.23 亿元，同比增长 9.11%；综合毛利率为 22.57%，较 2023 年毛利率有所上升。后续随着 2021 年土地市场高位时期获取的项目大部分完成结转，公司毛利率有望继续处于行业较高水平。

图表 1 • 2021—2023 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	1646.56	96.21%	22.89%	1269.05	90.99%	22.83%	1318.62	93.19%	19.95%
物业出租	17.93	1.05%	71.09%	15.03	1.08%	78.31%	15.29	1.08%	87.17%
承包工程	18.20	1.06%	12.38%	37.81	2.71%	33.69%	30.00	2.12%	34.09%
销售商品	26.25	1.53%	5.67%	49.38	3.54%	7.27%	43.26	3.06%	7.94%
其他	2.46	0.14%	69.25%	23.53	1.69%	-27.79%	7.88	0.56%	7.09%
合计	1711.40	100.00%	23.08%	1394.79	100.00%	23.18%	1415.04	100.00%	20.54%

注：1. 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；2. 2022 年公司其他收入主要来自投资性房地产处置收入
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 土地储备

2021—2023 年，公司土地投资力度较大，新增土地储备主要位于一二线城市；2024 年前三季度公司拿地规模相对较小。截至 2024 年 9 月底，公司土地储备较充裕且基本位于一二线城市，随着新增货值的陆续释放，未来土地储备质量有望进一步改善，公司在中海体系中的规模占比有望提升。考虑到规模发展需要，公司仍将持续存在补库存需求。

在拿地区域上，公司聚焦于主流城市，以直辖市、省会城市、计划单列市、经济发达地区以及人口较多的一二线城市为主，且近年来继续加大一线城市投资占比，以维持在一线城市的市场份额。公司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，土地储备获取方式以“招、拍、挂”为主，收并购、参与旧改及棚改和合作开发等方式为辅。

2022 年，公司土地投资金额同比下降 10.02%，随着拿地城市能级进一步提升，新增土储楼面均价显著上涨；2023 年，公司土地投资金额同比增长 41.12%，新增土储楼面均价基本保持稳定，大部分新增项目由公司独立开发。2023 年公司新增项目分布在 19 个一二线城市，土地投资金额前五大城市分别为广州（占 19.82%）、北京（占 18.90%）、上海（占 17.96%）、深圳（占 9.07%）和天津（占 6.07%）。2023 年中国海外发展新增土储大部分以公司为平台获取（2022 年公司新增土地储备面积占当年中国海外发展新增土储的约 73%），随着新增货值的陆续释放，未来公司在中海体系中的规模占比将有望提升。从中国海外发展层面来看，2023 年中国海外发展新增土储面积同比增长 3.38%，补货节奏较为平稳。2024 年 1—9 月，公司新增项目主要位于北京、西安和成都等一二线城市，受房地产行业景气度低迷影响，公司拿地规模与往年相比相对较小。

图表 2 • 2021—2023 年及 2024 年 1—9 月公司土地储备获取情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
新增土地储备建筑面积（万平方米）	981.67	538.52	761.11	152.54
土地投资金额（亿元）	1088.52	979.46	1382.26	163.08
新增土储楼面均价（万元/平方米）	1.11	1.82	1.82	1.07

注：1. 新增土储楼面均价=土地投资金额/新增土地储备建筑面积；2. 统计口径为全口径
 资料来源：公司提供

截至 2024 年 9 月底，公司未竣工土地储备规划建筑面积 1613.56 万平方米，其中一线城市占 30.16%，二线城市占 68.81%，三线城市¹仅占 1.03%，公司布局的城市能级很高；从城市分布来看，土储面积较大的城市包括北京（占 11.47%）、武汉（占 10.05%）、广州（占 7.68%）、成都（占 7.20%）、太原（占 6.80%）、上海（占 6.26%）和深圳（占 4.74%）等。随着近两年公司采取“优中选优”的投拓策略，增加一线城市拿地占比，未来公司土地储备质量有望进一步提升。公司土地储备规模较充裕，但考虑到公司规模发展的需要，公司仍将持续存在补库存需求。

¹ 根据公司对一二三线城市分类标准，公司土地储备分布的一线城市包括北京、上海、广州和深圳；二线城市包括成都、大连、佛山、福州、杭州、济南、南昌、南京、宁波、青岛、厦门、沈阳、石家庄、苏州、太原、天津、武汉、西安、长春、长沙、郑州和重庆；三线城市为肇庆。

3 项目开发

受市场景气度等因素影响，2021—2023 年，公司新开工面积逐年减少，但竣工面积保持很大规模。2024 年前三季度公司新开工及竣工规模相对较小。截至 2024 年 9 月底，公司项目尚需投资金额较大，虽有部分存量项目受当地市场环境的不利影响，但考虑到公司财务弹性良好、融资渠道畅通，未来资本支出压力可控。

2021—2023 年，随着房地产市场景气度下行，公司新开工面积逐年减少。其中，2023 年公司有部分于下半年新获取的项目拟于次年开工，加之位于武汉、佛山、济南、长春和太原等城市的部分存量项目根据当地市场环境放缓开发节奏，当年公司新开工面积同比下降 51.84%。公司在产品交付力方面表现良好，竣工面积虽有所波动但仍保持很大规模。2024 年 1—9 月，房地产市场景气度弱，公司新开工和竣工面积相对较小。截至 2024 年 9 月底，公司在建面积较上年底有所下降，在建及拟建项目尚需投资额合计约 1118.50 亿元，考虑到公司财务弹性良好、融资渠道畅通，未来资本支出压力可控。

图表 3 • 2021—2023 年及 2024 年 1—9 月公司项目开发情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
新开工面积（万平方米）	1140.85	838.27	403.73	247.20
竣工面积（万平方米）	1281.63	895.12	1115.54	256.86
期末在建面积（万平方米）	1781.95	1823.47	1048.68	891.16

注：统计口径为全口径
资料来源：公司提供

4 项目销售

2022 年公司签约销售金额降幅与全国平均水平相近；随着优质可售资源增加，2023 年公司签约销售面积及金额同比增幅较大。2024 年前三季度公司销售规模较上年有所缩减。截至 2024 年 9 月底，公司可售房源主要位于一二线城市，长期去化压力不大，剩余可售面积预计可满足未来约 2 年的销售需要。

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，对中介渠道的依赖度相对较低。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。

自 2021 年下半年起，全国房地产市场显著降温，2022 年公司签约销售金额同比下降 27.11%，降幅与全国商品房销售额降幅相近。2023 年，随着一线城市优质可售货源增加，公司签约销售面积及金额分别同比增长 30.88%和 22.44%，签约销售均价小幅下降但仍处于较高水平。从中国海外发展层面来看，2023 年中国海外发展实现合约物业销售金额 3098.1 亿元（同比增长 5.1%），公司签约销售金额占中国海外发展的约 59%。2024 年 1—9 月，公司签约销售金额占 2023 年全年的 55%，受房地产市场持续低迷影响，预计全年销售额同比将有所下降。

图表 4 • 2021—2023 年及 2024 年 1—9 月公司项目销售情况

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
签约销售面积（万平方米）	748	434	568	262
签约销售金额（亿元）	2049	1493	1828	1009
签约销售均价（万元/平方米）	2.74	3.44	3.22	3.85

注：统计口径为全口径
资料来源：公司提供

截至 2024 年 9 月底，公司全口径总可售面积（含在建、拟建及当期竣工未售项目）合计 2297.57 万平方米，其中剩余可售面积 1089.00 万平方米。若以公司 2023 年的签约销售面积来看，公司剩余可售面积能维持公司未来约 2 年的销售需要。

5 经营效率

2021—2023 年，公司经营效率指标波动下降，但仍处于行业较高水平。

2021—2023 年，随着公司项目结转规模的波动，公司存货周转次数和总资产周转次数均波动下降。与同行业相比，2023 年公司经营效率仍处于较高水平。

图表 5 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	保利发展	华润置地控股	招商蛇口
存货周转次数（次）	0.37	0.33	0.32	0.36
总资产周转次数（次）	0.23	0.24	0.18	0.20

注：保利发展控股集团股份有限公司简称“保利发展”，华润置地控股有限公司简称“华润置地控股”，招商局蛇口工业区控股股份有限公司简称“招商蛇口”
资料来源：Wind

6 未来发展

公司未来发展战略稳健，较充裕且优质的土地储备可为 2024 年的销售提供有力支撑。

作为中国海外发展的境内主要运营主体，公司将执行中国海外发展的未来发展战略规划，保持投资定力，聚焦高能级城市的优质资产，重点布局北上广深四个一线城市，使得货量结构优势更加突出，并密切追踪相关并购机会。公司将坚持财务稳健基础上的高质量发展策略，保持在住宅开发业务方面的产品力以及利润水平，提升在市场下行期的比较优势。

考虑到公司土地储备规模及质量，2024 年公司可售货值充裕且结构良好，可为销售回款提供有力支撑。

八、财务分析

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2021—2023 年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2024 年前三季度财务报表未经审计。

1 资产质量

2021—2023 年末及 2024 年 9 月底，公司资产总额和构成整体变化不大；公司存货计提跌价准备的规模很小，但受行业景气度低迷影响，整体去化压力有所加大；资产受限程度很低，再融资空间大。

图表 6 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	5166.62	80.12%	4986.88	80.50%	4872.68	77.54%	4580.61	76.39%
货币资金	945.30	14.66%	774.79	12.51%	809.41	12.88%	613.29	10.23%
其他应收款（合计）	969.17	15.03%	856.03	13.82%	713.79	11.36%	695.92	11.61%
存货	2926.30	45.38%	3067.76	49.52%	3078.82	49.00%	2995.57	49.96%
非流动资产	1282.26	19.88%	1208.38	19.50%	1411.08	22.46%	1415.83	23.61%
投资性房地产	906.85	14.06%	968.77	15.64%	1121.39	17.85%	1122.09	18.71%
资产总额	6448.88	100.00%	6195.26	100.00%	6283.76	100.00%	5996.45	100.00%

注：占比指占资产总额的比例
资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理

2021—2023 年末，公司资产总额变化不大，年均复合下降 1.29%，主要资产构成如上表所示。截至 2023 年底，公司货币资金较上年底小幅增长，规模充裕。公司作为中国海外发展内地业务的财务中心，对中国海外发展旗下的中国内地房地产关联企业进行集中资金管控，从而产生了较大规模的关联方往来款，公司其他应收款波动主要系关联方往来款波动所致。公司存货主要位于一二线城市，截至 2023 年底公司对存货累计计提跌价准备 6.16 亿元，减值风险较可控；存货账面价值中开发产品占 31.81%，金额较上年底增加 380.21 亿元，主要系已竣工并计划于 2024 年一季度交付结转的规模较大，以及行业景气度低迷、整体去化压力有所加大所致。公司投资性房地产以公允价值法计量，主要为一二线城市的写字楼和购物中心；公司投资性房地产中有较大规模的在建项目和新建成项目，租金收入对公允价值的覆盖程度较低（截至 2023 年底投资性房地产公允价值约为当年租金收入的 73.34 倍），投资性房地产增长主要系在建自持物业项目持续开发所致。

截至 2024 年 9 月底，公司资产总额较上年底下降 4.57%，资产结构变化不大。其中，公司货币资金较上年底下降 24.23%，主要系压降应付账款及有息债务所致，货币资金规模仍属充裕。

截至 2023 年底，公司受限资产账面价值占资产总额的 1.92%，受限程度很低，再融资空间大。

图表 7 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占该科目的比例	受限原因
货币资金	0.37	0.05%	保证金
投资性房地产	110.68	9.87%	抵押贷款
存货	9.50	0.31%	抵押贷款
合计	120.55	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

近三年，公司所有者权益规模有所增长，但权益结构稳定性一般。

2021—2023 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 10.95%，主要系未分配利润增加所致。截至 2024 年 9 月底，公司所有者权益 2470.85 亿元，较上年底增长 5.13%，主要由未分配利润（占 76.61%）、实收资本（占 8.09%）、少数股东权益（占 7.10%）和其他综合收益（占 5.55%）构成，权益结构稳定性一般。

（2）负债

近三年，公司负债总额持续下降；2023 年公司主动进行有息债务规模压降，截至 2024 年 9 月底公司债务负担很轻，债务期限结构合理。未来公司计划继续严格控制有息债务规模，提升公司在房地产深度调整阶段的财务安全性。

图表 8 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2021 年底		2022 年底		2023 年底		2024 年 9 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	3519.25	77.52%	2903.34	71.47%	3014.49	76.64%	2615.23	74.18%
应付账款	540.37	11.90%	508.53	12.52%	590.24	15.01%	363.99	10.32%
其他应付款（合计）	1615.30	35.58%	1161.22	28.59%	1189.59	30.24%	1148.70	32.58%
一年内到期的非流动负债	324.65	7.15%	217.33	5.35%	241.31	6.13%	207.97	5.90%
合同负债	802.92	17.69%	803.02	19.77%	803.29	20.42%	750.76	21.29%
非流动负债	1020.58	22.48%	1158.85	28.53%	919.07	23.36%	910.36	25.82%
长期借款	598.99	13.19%	531.31	13.08%	399.05	10.14%	414.28	11.75%
应付债券	303.84	6.69%	464.73	11.44%	359.78	9.15%	333.67	9.46%
负债总额	4539.83	100.00%	4062.20	100.00%	3933.57	100.00%	3525.60	100.00%

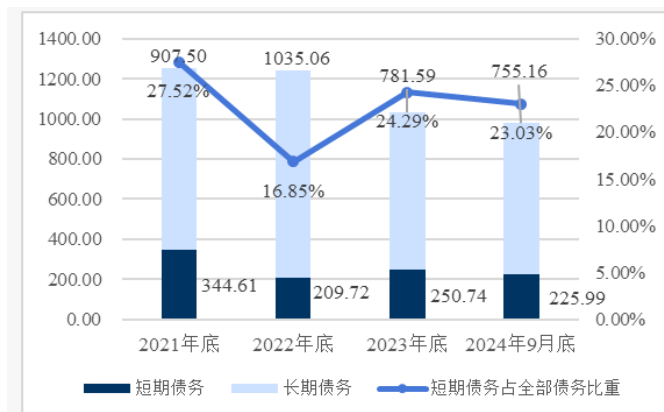
注：占比指占负债总额的比例

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理

2021—2023 年末，公司负债总额逐年下降，年均复合下降 6.92%，主要负债构成如上表所示。公司应付账款主要为工程进度款，受开发规模和支付节点的影响波动较大，截至 2024 年 9 月底应付账款较上年底下降 38.33%，随着在建面积下降，支付压力减轻。公司其他应付款主要包括关联方往来款、外部往来款和土地增值税清算准备金等，截至 2023 年底公司对中国海外发展的其他应付款 97.11 亿元。公司合同负债主要为预收售楼款，随着销售金额下降及结转收入同比增长，截至 2024 年 9 月底公司合同负债规模有所下降。

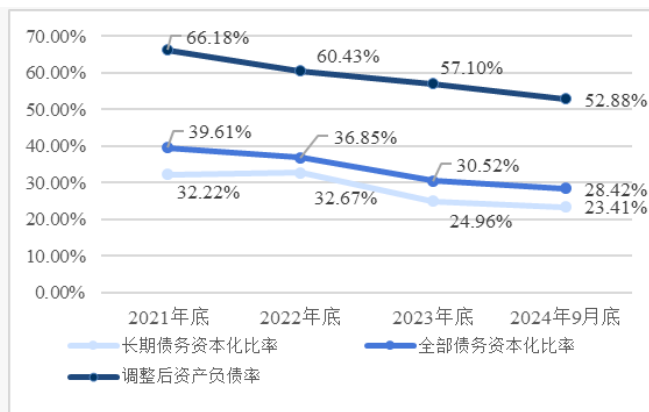
有息债务方面，2021—2022 年末，公司全部债务规模基本保持稳定；截至 2023 年底，公司全部债务较上年底下降 17.07%，主要系公司在房地产行业深度调整阶段基于财务安全性考虑，主动压降有息负债规模所致。截至 2024 年 9 月底，公司全部债务较上年底下降 4.96%，其中短期债务占 23.03%，债务期限结构合理。从债务指标来看，截至 2024 年 9 月底，公司资产负债率、调整后资产负债率和全部债务资本化比率分别为 58.79%、52.88%和 28.42%，整体债务负担很轻。公司以银行贷款和债券融资为主，未来公司计划继续严格控制有息债务规模，预计债券融资方面可能进一步压降。公司资产受限程度很低，银行贷款以信用借款为主。

图表 9 • 公司全部债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理

图表 10 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理

3 盈利能力

2023 年在房地产行业深度调整的背景下，公司仍保持很强的盈利能力，对成本和费用的控制能力处于行业领先水平；2024 年前三季度公司利润总额实现同比增长。

图表 11 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
营业总收入	1711.40	1394.79	1415.04	842.23
营业成本	1316.38	1083.49	1124.39	652.12
费用总额	39.53	44.30	42.86	27.57
公允价值变动收益	36.88	11.10	34.29	-0.91
投资收益	19.57	17.78	7.02	4.44
利润总额	353.39	267.46	259.04	148.37

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理

公司营业总收入及毛利率分析见经营概况部分。2021—2023 年，公司费用总额波动增长，主要系受市场环境影响，公司咨询代理费增幅较大、销售费用逐年增长所致；得益于财务费用的压降，2023 年公司费用总额同比实现小幅下降。近年来，随着公司对自持物业项目持续投入，投资性房地产公允价值变动收益对利润有一定影响，考虑到当前租金收入对投资性房地产评估值的覆盖程度较低，未来存在一定的公允价值波动风险。公司以独立开发为主，合作开发项目产生的投资收益规模不大，投资收益主要来自委托贷款投资收益。此外，近年来公司计提减值损失的规模较小。综上，2021—2023 年，公司利润总额逐年下降，年均复合下降 14.38%，但整体盈利能力仍属很强。

与同行业企业相比，2023 年公司盈利指标仍处于较高水平；公司净资产收益率低于华润置地控股，主要系公司所有者权益规模较大所致。

图表 12 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	保利发展	华润置地控股	招商蛇口
销售毛利率	20.54%	16.01%	20.61%	15.89%
总资产报酬率	4.17%	1.96%	2.29%	1.61%
净资产收益率	9.02%	6.11%	17.13%	5.71%

注：为提升可比性，表中公司及对比公司数据均来自 Wind，联合资信与 Wind 对上述指标的计算公式存在一定差异
资料来源：Wind

2024 年 1—9 月，公司利润总额同比增长 19.71%，主要系结转项目规模增加、毛利率上升及财务费用下降等因素综合影响所致。

4 现金流

近三年，公司经营性净现金流受拿地时点和规模的影响波动较大；受投资性房地产持续投入以及关联方资金往来等因素影响，

投资性现金流仍为净流出状态；2023 年公司积极管理有息借贷规模，筹资性现金净流出规模很大。2024 年 1—9 月，公司压降应付账款及有息负债规模，经营性和筹资性现金流均为净流出。

图表 13 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	7127.16	4136.81	7341.18	2264.04
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	1842.93	1535.42	1571.00	836.59
经营活动现金流出小计	6834.09	4343.34	6894.03	2399.22
经营活动现金流量净额	293.07	-206.53	447.15	-135.19
投资活动现金流入小计	81.58	235.83	117.09	61.46
投资活动现金流出小计	291.76	236.33	271.59	67.67
投资活动现金流量净额	-210.18	-0.50	-154.50	-6.21
筹资活动前现金流量净额	82.89	-207.03	292.65	-141.39
筹资活动现金流入小计	802.84	736.02	569.10	382.98
筹资活动现金流出小计	691.27	698.40	827.68	438.66
筹资活动现金流量净额	111.57	37.62	-258.58	-55.68

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年前三季度财务报表整理

从经营活动来看，2021—2023 年，受土地保证金支付及收回影响，公司经营活动现金流入及流出波动较大，但近两年销售商品、提供劳务收到的现金较稳定；随着拿地支出减少，2023 年公司经营活动净现金流由上年的净流出转为大规模净流入。

从投资活动来看，公司投资活动现金流主要受购建投资性房地产支出以及委托贷款投资和收回的影响。作为中国海外发展内地业务的财务中心，公司通过往来借款和委托贷款等形式为关联方提供资金支持并获得利息收入，近年来公司投资性现金流持续净流出。

从筹资活动来看，随着房地产行业进入深度调整阶段，公司积极管理有息借贷规模、控制资金成本，2021—2023 年，公司筹资活动现金流入逐年减少，加之 2023 年公司净偿还债务规模很大，当年筹资活动现金流转为大幅净流出。融资渠道方面，2023 年，公司发行债券收到的现金同比下降 74.47%，取得借款收到的现金同比增长 20.32%，银行融资占比上升。

2024 年 1—9 月，公司建安支出规模较大、应付账款显著下降，加之销售回款有所缩减，经营活动现金流转为净流出；投资活动净现金流规模很小；公司债务规模进一步下降，筹资性现金仍为净流出。

5 偿债指标

近三年公司短期及长期偿债指标表现均很强，融资渠道畅通。

图表 14 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
短期偿债指标	流动比率	146.81%	171.76%	161.64%	175.15%
	速动比率	63.66%	66.10%	59.51%	60.61%
	经营现金/流动负债	8.33%	-7.11%	14.83%	--
	经营现金/短期债务（倍）	0.85	-0.98	1.78	--
	现金类资产/短期债务（倍）	2.74	3.69	3.23	2.71
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	368.23	289.09	276.99	--
	全部债务/EBITDA（倍）	3.40	4.31	3.73	--
	经营现金/全部债务（倍）	0.23	-0.17	0.43	--
	EBITDA/利息支出（倍）	7.97	5.20	6.13	--
	经营现金/利息支出（倍）	6.35	-3.72	9.90	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年前三季度财务报表整理

从短期偿债指标来看，2021—2023 年末及 2024 年 9 月底，公司短期偿债指标整体表现很强，现金类资产对短期债务的覆盖程度很高；从长期偿债指标来看，2021—2023 年，公司 EBITDA 年均复合下降 13.27%，EBITDA 对全部债务和利息的覆盖倍数波动下降，但仍处于很高水平。

截至 2024 年 9 月底，公司合并口径获得的金融机构总授信额度约为 2542 亿元，其中尚有 1280 亿元未使用，公司融资渠道畅通。

截至 2023 年底，公司对外担保 126.64 亿元，占所有者权益的 5.39%，均为对关联方提供的担保，或有负债风险可控。

截至 2024 年 9 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

6 公司本部财务分析

公司本部货币资金充裕，债务负担一般，利润主要来自投资收益，短期偿债指标表现较强。

公司本部是公司的资金归集平台和重要融资主体，资产构成主要为货币资金、其他应收款、债权投资、长期应收款和长期股权投资，负债构成主要为其他应付款和有息债务，利润主要来自投资收益。截至 2024 年 9 月底，公司本部货币资金 288.14 亿元，全部债务 759.21 亿元，全部债务资本化比率为 49.00%，现金短期债务比为 1.43 倍，债务负担一般，短期偿债指标表现较强。

九、ESG 分析

公司积极履行作为央企子公司的社会责任，ESG 方面表现良好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司作为中国海外发展的境内主要运营平台，在履行环境责任方面的表现可参考中国海外发展统计数据。截至 2023 年底，中国海外发展绿色建筑认证面积累计达 1.1 亿平方米，符合绿色标准供应商的采购占比为 65%。2023 年中国海外发展公开发布《中国海外发展有限公司碳中和白皮书》，承诺将于 2060 年实现碳中和。北京中海金融中心项目于 2023 年通过专家评审团认证，成为北京首个商业办公零碳建筑，具有良好的示范效应。

社会责任方面，公司为 2023 年度纳税信用 A 级纳税人。公司在施工管理、上游合作和客户服务等方面建立了完善的管理制度和流程，2023 年项目及时交付率为 100%；在员工管理方面，公司制定了完整的员工培训、人才培养、绩效考核和安全健康体系。

公司治理方面，公司作为中国海外发展在境内的主要平台，法人治理结构较简单。中国海外发展董事局全体负责维持有效的企业管治并监督 ESG 事宜。在中国海外发展董事局层面，企业管治委员会负责就 ESG 事宜订立长期方向和策略，每年至少两次审查和监督管治层的 ESG 举措执行情况，并成立了 ESG 工作领导小组与执行小组，以提升管理的有效性。

十、外部支持

1 支持能力

公司股东实力和支持能力很强。

公司间接控股股东中国海外发展作为中国建筑集团有限公司房地产板块的核心品牌和旗舰企业，已形成了以住宅为主、商业地产为辅的经营格局，业务拓展至内地 60 余个主要城市以及港澳地区。截至 2023 年底，中国海外发展资产总额 9236.04 亿元，股东权益合计 3929.12 亿元；2023 年，中国海外发展实现收入 2025.24 亿元，年度溢利 270.47 亿元。在克而瑞评选的中国房地产企业销售排行榜中，2023 年及 2024 年 1—9 月，中国海外发展权益销售金额均位列第 2 名。整体来看，中国海外发展资本实力和支持能力很强。

2 支持可能性

公司在中国海外发展体系中有重要地位，可获得股东大力支持。

作为中国海外发展房地产板块在中国境内的重要平台，公司是中国海外发展的境内财务中心和主要的债券发行主体，在资金、人员配备等方面可获得股东大力支持。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项对公司现有债务结构影响不大。

公司本期债项发行规模上限为 20 亿元，占公司 2024 年 9 月底全部债务的 2.04%，对公司现有债务规模和结构影响不大。

以 2024 年 9 月底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 58.79%、28.42%和 23.41%上升至 58.93%、28.83%和 23.88%，债务指标变化不大。

2 本期债项偿还能力

公司对本期债项的偿还能力极强。

本期债项发行后，公司经营性现金流入量和 EBITDA 对长期债务覆盖倍数很高，经营性现金流净额对长期债务覆盖倍数较高。

图表 15 • 本期债项偿还能力测算

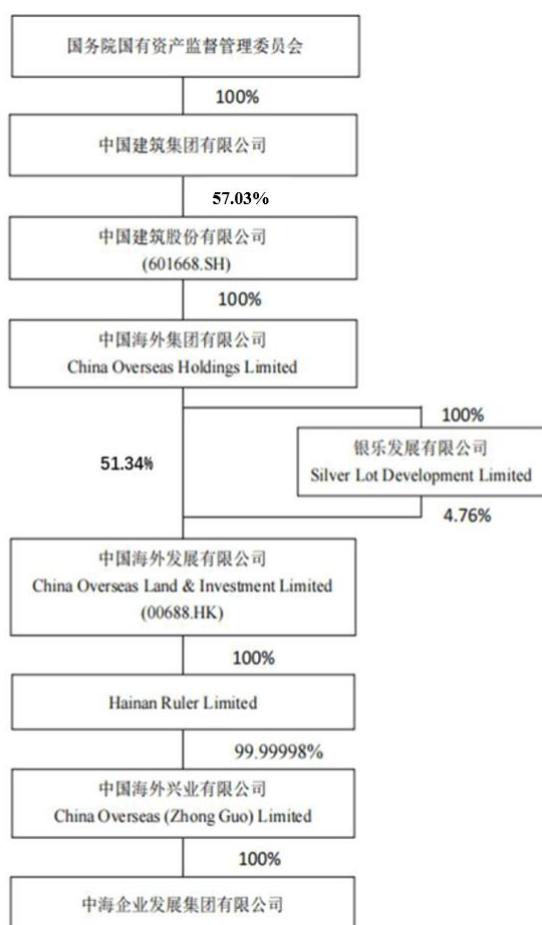
项目	2023 年
发行后长期债务*（亿元）	801.59
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	9.16
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.56
发行后长期债务/EBITDA（倍）	2.89

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度计入后测算的截至 2023 年底长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

十二、评级结论

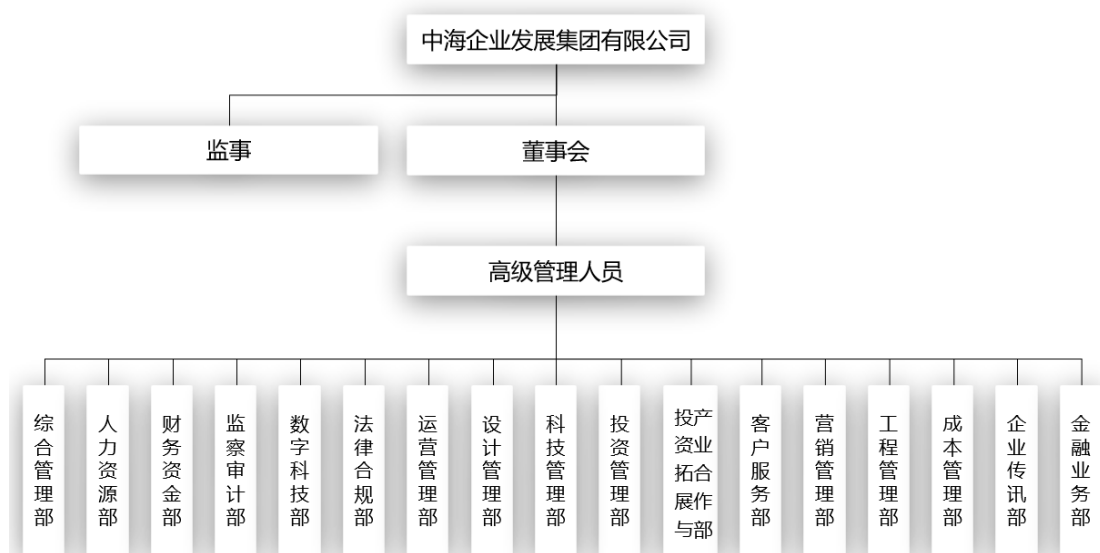
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 9 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例	
			直接	间接
深圳中海地产有限公司	深圳	房地产开发经营	75.00%	25.00%
济南中海城房地产开发有限公司	济南	房地产开发经营	100.00%	--
中海地产（沈阳）有限公司	沈阳	房地产开发经营	51.00%	--
沈阳中海兴业房地产开发有限公司	沈阳	房地产开发经营	100.00%	--
中建宏达建筑有限公司	北京	施工总承包	--	100.00%
北京中开盈泰房地产开发有限公司	北京	房地产开发经营	--	80.00%
中海佳隆成都房地产开发有限公司	成都	房地产开发经营	100.00%	--
昆明海嘉房地产开发有限公司	昆明	房地产开发经营	--	60.00%
长春中海地产有限公司	长春	房地产开发	7.50%	92.50%

注：截至 2023 年底，公司下属控股子公司超过 200 家。因篇幅所限，上表仅列示公司部分重要控股子公司
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	945.30	774.79	809.41	613.39
应收账款（亿元）	62.38	70.11	50.67	43.53
其他应收款（合计）（亿元）	969.17	856.03	713.79	695.92
存货（亿元）	2926.30	3067.76	3078.82	2995.57
长期股权投资（亿元）	87.55	122.98	123.96	110.36
固定资产（亿元）	0.99	9.70	9.34	16.05
在建工程（亿元）	0.00	0.01	0.00	0.00
资产总额（亿元）	6448.88	6195.26	6283.76	5996.45
实收资本（亿元）	200.00	200.00	200.00	200.00
少数股东权益（亿元）	97.69	126.62	153.80	175.42
所有者权益（亿元）	1909.04	2133.07	2350.19	2470.85
短期债务（亿元）	344.61	209.72	250.74	225.99
长期债务（亿元）	907.50	1035.06	781.59	755.16
全部债务（亿元）	1252.11	1244.78	1032.33	981.15
营业总收入（亿元）	1711.40	1394.79	1415.04	842.23
营业成本（亿元）	1316.38	1083.49	1124.39	652.12
其他收益（亿元）	0.84	1.80	0.52	0.27
利润总额（亿元）	353.39	267.46	259.04	148.37
EBITDA（亿元）	368.23	289.09	276.99	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1842.93	1535.42	1571.00	836.59
经营活动现金流入小计（亿元）	7127.16	4136.81	7341.18	2264.04
经营活动现金流量净额（亿元）	293.07	-206.53	447.15	-135.19
投资活动现金流量净额（亿元）	-210.18	-0.50	-154.50	-6.21
筹资活动现金流量净额（亿元）	111.57	37.62	-258.58	-55.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	25.60	21.06	23.43	--
存货周转次数（次）	0.44	0.36	0.37	--
总资产周转次数（次）	0.28	0.22	0.23	--
现金收入比（%）	107.69	110.08	111.02	99.33
营业利润率（%）	19.58	21.07	18.33	20.75
总资本收益率（%）	8.78	6.60	6.31	--
净资产收益率（%）	13.87	9.58	8.41	--
长期债务资本化比率（%）	32.22	32.67	24.96	23.41
全部债务资本化比率（%）	39.61	36.85	30.52	28.42
资产负债率（%）	70.40	65.57	62.60	58.79
调整后资产负债率（%）	66.18	60.43	57.10	52.88
流动比率（%）	146.81	171.76	161.64	175.15
速动比率（%）	63.66	66.10	59.51	60.61
经营现金流动负债比（%）	8.33	-7.11	14.83	--
现金短期债务比（倍）	2.74	3.69	3.23	2.71
EBITDA 利息倍数（倍）	7.97	5.20	6.13	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.40	4.31	3.73	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2021—2023 年末合并口径其他应付款、长期应付款等科目中的债务部分已分别调增短期债务和长期债务，非债务性质的款项已在计算全部债务时剔除；2024 年 9 月底债务数据未经调整；3. 2021—2023 年财务数据使用期末审定数，2024 年前三季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；4. “--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	468.79	359.74	387.34	288.14
应收账款（亿元）	0.01	0.03	0.00	0.14
其他应收款（亿元）	1789.03	1915.25	1772.96	1688.90
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	114.52	170.11	268.20	310.37
固定资产（亿元）	0.26	0.05	0.03	6.99
在建工程（亿元）	0.00	0.01	0.00	0.00
资产总额（亿元）	3164.11	2955.78	2514.44	2670.64
实收资本（亿元）	200.00	200.00	200.00	200.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	701.47	752.22	788.90	790.15
短期债务（亿元）	189.85	168.70	225.49	201.77
长期债务（亿元）	732.69	720.24	563.57	557.44
全部债务（亿元）	922.54	888.94	789.06	759.21
营业总收入（亿元）	1.11	0.65	1.12	0.60
营业成本（亿元）	0.01	0.05	0.06	0.07
其他收益（亿元）	0.02	0.01	0.01	0.02
利润总额（亿元）	57.43	51.70	37.81	-0.16
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.03	0.75	1.63	0.71
经营活动现金流入小计（亿元）	6930.38	4172.74	5597.32	2824.79
经营活动现金流量净额（亿元）	42.83	-347.51	-237.83	275.17
投资活动现金流量净额（亿元）	-85.74	309.82	392.30	-327.22
筹资活动现金流量净额（亿元）	208.84	-71.37	-127.56	-47.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	261.81	33.43	72.80	--
存货周转次数（次）	1.62	15.32	17.40	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	2.77	116.25	145.45	117.72
营业利润率（%）	80.86	49.17	69.44	76.73
总资本收益率（%）	5.60	5.33	/	--
净资产收益率（%）	8.09	6.75	4.65	--
长期债务资本化比率（%）	51.09	48.91	41.67	41.37
全部债务资本化比率（%）	56.81	54.17	50.01	49.00
资产负债率（%）	77.83	74.55	68.63	70.41
流动比率（%）	145.61	156.42	189.08	150.96
速动比率（%）	145.61	156.42	189.08	150.95
经营现金流动负债比（%）	2.48	-23.54	-20.59	--
现金短期债务比（倍）	2.47	2.13	1.72	1.43
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部有息债务数据未经调整；“/”表示数据未获取，“--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年前三季度财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出) / 资产总额×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债) / (资产总额-预收款项-合同负债) ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

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

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

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

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

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