信用等级公告

联合[2018]1898 号

联合资信评估有限公司通过对中海地产集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中海地产集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 中海地产 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十四日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

中海地产集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 中海地产 MTN001	30 亿元	2021/02/06	AAA	AAA

评级时间：2018 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	293.10	662.56	384.25	366.89
资产总额(亿元)	1915.88	2293.67	2873.88	3072.24
所有者权益(亿元)	642.06	870.24	944.03	953.30
短期债务(亿元)	13.61	33.82	63.43	55.85
长期债务(亿元)	151.23	182.12	328.97	431.43
全部债务(亿元)	164.84	215.94	392.40	487.28
营业收入(亿元)	729.30	729.84	510.35	31.72
利润总额(亿元)	187.33	154.05	146.58	6.44
EBITDA(亿元)	192.79	161.45	155.29	--
经营性净现金流(亿元)	-14.56	227.31	-448.16	-130.68
营业利润率(%)	26.54	21.76	30.06	41.15
净资产收益率(%)	22.41	13.28	11.83	--
资产负债率(%)	66.49	62.06	67.15	68.97
全部债务资本化比率(%)	20.43	19.88	29.36	33.83
流动比率(%)	157.23	164.59	164.68	169.30
经营现金流动负债比(%)	-1.33	18.90	-28.74	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.86	1.34	2.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	29.16	19.85	12.11	--

注：1. 2015 年及 2016 年财务数据使用经追溯调整后数据；2. 2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘珺轩　付骁林　刘艳婷

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（下称“联合资信”）对中海地产集团有限公司（下称“公司”）的评级结果反映了其作为中国海外发展有限公司（以下简称“中海发展”）在中国境内的重要控股平台，在行业地位、全国化区域布局、品牌影响力、项目储备、股东支持等方面具备的显著竞争优势。同时，联合资信关注到，房地产行业受政策调控影响较大、跟踪期内营业收入及利润总额有所下降、扩大融资规模债务规模快速上升以及未来公司项目开发支出规模大等因素对公司信用状况的不利影响。

跟踪期内，公司盈利能力仍保持行业领先水平，债务负担较轻，同时公司加快拿地节奏，补充了位于一二线核心城市的优质土地资源，为未来发展提供有力支撑。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 中海地产 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司持续补充一二线核心城市优质土地资源，项目及土地储备充足，为未来销售业绩的增长提供有力支持。
2. 公司是国内房地产行业龙头企业，在品牌知名度、产品品质和成本控制方面均处于行业领先水平；同时股东支持力度大，综合竞争实力强。
3. 跟踪期内，公司债务负担仍处于行业较低水平，财务弹性保持良好，且预收款项规模大，为公司未来收入结转提供保障。
4. 公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对存续中期票据保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，房地产市场调控政策频出，一

定程度上对房地产企业在获得土地、项目开发建设、销售、融资等方面造成一定负面影响；同时区域房地产呈现分化，公司部分项目或将面临一定去化压力。

2. 跟踪期内，公司营业收入及利润总额受项目结转影响有所下降。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速上升，在建及拟建项目规模较大，未来仍存在一定对外融资需求。
4. 受资金统筹调配的运营模式影响，公司关联方往来款规模大。
5. 跟踪期内，公司经营活动现金流量波动明显，净流出规模较大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由中海地产集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，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、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中海地产集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于中海地产集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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。1992年8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“中海发展”，股票代码：000688.HK）。1997年11月，中海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”）。2006年11月公司更名为现名。自成立以来，公司历经数次增资及股权转让，注册资本由1988年的0.05亿元增至2018年3月底的200.00亿元，中海兴业为公司唯一股东，最终控股股东为中国建筑集团有限公司，公司实际控制人为国务院国资委（股权结构图见附件1-1）。

公司主营业务为房地产开发。经营范围：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，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3月底，公司下设综合管理部、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、运营管理部、设计管理部、投资管理部、客户服务部、营销管理部、工程管理部、成本管理部及企业传讯部14个职能部门。截至2018年3月底，公司合并范围内子公司共149家。

截至2017年底，公司合并资产总额2873.88亿元，所有者权益合计944.03亿元（含少数股东权益40.63亿元）；2017年，公司实现营业收入510.35亿元，利润总额146.58亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额3072.24亿元，所有者权益953.30亿元（含少数股东权益46.54亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入31.72亿元，利润总额6.44亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，由联合资信评定的公司存续债券“18中海地产MTN001”募集资金均已按募资金用途使用完毕，募投项目进展顺利。公司尚需偿还债券本金合计30亿元（见表1）。存续债券尚未付息，将于2019年2月6日首次付息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日	募集资金用途
18中海地产MTN001	30	30	2018/02/06	2021/02/06	用于项目建设及补充流动资金
合计	**30**	**30**	--	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际

环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口

的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

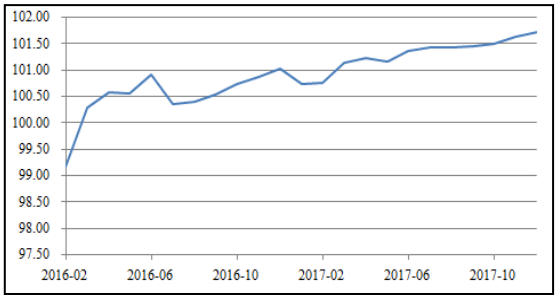
展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业分析

1. 行业概况

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1　2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升

1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

2. 房地产供求与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、

银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

3. 行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格增长、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

4. 政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。。

2016年12月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017年3月，40余个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分16年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案

中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提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。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本200亿元，中海兴业持有公司100%股权，为公司唯一股东。中海发展通过注册在英属维尔京群岛的海外离岸公司持中海兴业100%股权，中国建筑集团有限公司间接持有中海发展股权55.07%。国务院国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

作为中海发展房地产板块在中国境内的重要控股平台，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。截至 2018 年 3 月底，公司在北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、重庆、成都、厦门等 34 个城市拥有土地储备总建筑面积 3485.49 万平方米，权益土地储备建筑面积 3055.73 万平方米。

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，近年来房地产销售业绩持续较快增长；2015~2017 年，公司年度签约销售额均达到 500 亿元以上，品牌认可度持续提高；2018 年 3 月底，公司资产总额突破 3000 亿元，规模持续扩张，竞争力持续提升。

产品品质方面，公司以“诚信卓越，精品永恒”为基本准则，通过不断打造品牌影响力和市场口碑，从而节省营销费用，保持行业内领先的盈利能力。历经三十余年的发展，公司形成了涵盖从高端改善型到中低端刚需型各个档次的产品体系，并不断推陈出新，以契合市场需求。2004 到 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）；公司已连续 15 年获得经济观察报评选的中国蓝筹地产企业称号。

总体看，公司积累了丰富的房地产开发运作经验及资源，具备很强的竞争实力和抗风险能力。

3. 间接控股股东支持

公司间接控股股东中海发展作为中国建筑股份有限公司房地产板块的核心品牌和旗

舰企业，已逐步形成了以住宅为主，商业地产为辅的经营格局，业务拓展至内地 60 个主要城市以及港澳地区。中海发展于 1979 年在香港注册成立，1992 年在香港联交所上市，1996 年跻身香港二十大市值地产上市公司，列为第 14 位。

中海发展采取全国性布局策略，主要在开发项目分布于中国一线城市及核心二线城市。2015~2017 年，中海发展签约销售额持续增长，连续三年超 1000 亿港元，2017 年签约销售额达到 2320.70 亿港元，品牌认可度及竞争力持续增强；截至 2017 年底，中海发展资产总额 6454.05 亿港元，净资产 2735.43 亿港元，实现营业额 1660.45 亿港元，净利润 421.42 亿港元。根据中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布的 2018 年中国房地产开发公司前十强企业，中海发展位居第七名，行业地位显著。

表 2　2018 年中国房地产开发公司前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	恒大地产集团	6	绿地控股集团有限公司
2	碧桂园控股有限公司	7	中国海外发展有限公司
3	万科企业股份有限公司	8	龙湖地产有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	华夏幸福基业股份有限公司
5	融创中国控股有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

作为中海发展房地产板块在中国境内的重要控股平台，公司在资金、人员配备等方面获得股东大力支持。自成立以来，公司得到股东多次增资，2016 年 3 月，中海兴业完成对公司增资 100 亿元，公司注册资本增至 200 亿元，资本实力提升的同时，资本结构进一步优化。

总体看，公司间接控股股东中海发展是行业内领先的全国大型房地产上市公司，规模优势显著。在房地产行业竞争日趋激烈、行业景气度有所波动的背景下，公司凭借有力的股东支持以及丰富的房地产运作经验，在行业内竞争优势显著。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、内控体系和管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

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。公司旗下“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。

2017 年，公司主营业务收入有所下降，当年实现主营业务收入 500.82 亿元，同比下降 28.57%。从收入构成看，房地产开发为公司收入最主要的来源，近三年收入占比均在 98%左右，主业突出。2017 年主要受结转面积同比下降影响，房地产开发收入同比下降 28.63%至 490.43 亿元；2015~2017 年，公司物业租金收入持续增长，2017 年实现租金收入 9.18 亿元，同比增长 15.91%，主要系 2016 年底新投入运营的佛山环宇城项目于 2017 年全年运营以及沈阳中海国际中心和石景山中海大厦新投入运营带来出租收入增长所致；受项目承接量下降影响，公司承包工程板块收入快速下降，2017 年为 1.21 亿元，同比下降 80.10%。

毛利率方面，2015~2017 年，公司综合毛利率有所波动，分别为 34.58%、27.92%和 34.08%；其中，房地产开发板块是公司利润的主要来源，近三年毛利润占比均在 95%以上。分板块看，2015~2017 年，公司房地产开发业务毛利率受结转项目分布区域占比不同影响有所波动，其中 2017 年为 33.26%，同比上升 6.08 个百分点，主要系当年结转北京、杭州等

高毛利项目拉高整体毛利水平所致；物业出租板块毛利率波动较大，2017 年为 77.84%，同比下降 13.45 个百分点，主要由于部分新增自持物业处于运营初期投入成本较高所致。承包工程业务毛利率逐年增长，2017 年较 2016 年上升 6.20 个百分点，主要系确认收入项目毛利率变化影响。

2018 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 30.18 亿元，为 2017 年全年水平的 6.03%。其中，受本期结转规模较小影响，房地产开发实现收入 26.46 亿元，占主营业务收入比重下降为 87.68%；物业出租板块及承包工程板块业务保持稳定。2018 年 1~3 月，公司整体毛利率为 41.98%，较 2017 年上升 7.90 个百分点，主要系当期结转项目毛利率水平较前期上升所致。

总体看，公司主业突出，跟踪期内，受房地产项目结转进度影响，主营业务收入有所下滑，毛利率水平受结转项目所在区位影响有所提升，公司盈利能力保持很高水平。

表 3　2015~2018 年一季度公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

分行业	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	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	711.57	98.07	34.31	687.17	98.00	27.18	490.43	97.93	33.26	26.46	87.68	42.16
物业出租	6.15	0.85	83.95	7.92	1.13	91.29	9.18	1.83	77.84	2.23	7.39	81.71
承包工程	8.70	1.20	18.38	6.08	0.87	29.01	1.21	0.24	35.21	1.48	4.93	-20.87
减：合并抵消	0.81	-0.12	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	**725.61**	**100.00**	**34.58**	**701.17**	**100.00**	**27.92**	**500.82**	**100.00**	**34.08**	**30.18**	**100.00**	**41.98**

资料来源：公司提供

注：2016 年分行业收入为追溯调整后数据。

（1） 房地产开发

作为中海发展房地产板块在中国境内的控股平台，依托品质为主的全国性地产品牌“中海地产”，公司专注深耕国内一线城市和经济发达的二线城市。

项目开发及运营

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。

2017 年，公司结合考虑在建规模、可售货源及市场环境，加快开工节奏，新开工面积快速上升，达到 994.40 万平方米，同比增长 260.55%。受前期在建面积水平限制，2017 年公司竣工面积同比下降 35.62%，为 418.60 万平方米。2018 年 1~3 月，公司加快投资及开发节奏，公司房屋新开工面积为 424.10 万平方米，同比大幅增长。截至 2018 年 3 月底，公司在建面积 1670.30 万平方米，开发规模维持较高水平。

表 4　近年来公司房地产开发主要指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
新开工项目数（个）	26	20	53	18
新开工面积（万平方米）	438.40	275.80	994.40	424.10
房屋竣工面积（万平方米）	656.60	650.20	418.60	30.80
期末在建面积（万平方米）	1075.50	701.20	1277.00	1670.30

资料来源：公司提供。

产品定位方面，公司房地产开发产品包括刚需及改善型住宅；产品定位中高端，并根据项目区域、目标客户群有所调整，其中核心地段以改善型为主，非核心地段主打刚需型产品。

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。

2017 年，珠三角区域和东北区域作为公司传统优势区域，结转收入贡献仍保持一定规模；同期受前期布局的北京和杭州项目集中结转影响，环渤海区域和长三角区域结转收入贡献有所提升。分城市看，公司房地产开发结转收入中，北京、杭州、长春和佛山收入贡献比重相对较高，上述四个城市收入结转合计占比达 45.25%。2017 年，公司一线城市（北京、上海、广州和深圳）房地产结转收入占比同比小幅提升，为 23.73%。总体看，公司作为国内大型房地产开发商，房地产区域布局广泛，各区域结转收入情况较为均衡，有效降低了区域集中风险。

表 5　公司房地产开发结转收入区域分布

（单位：%）

区域	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
深圳	13.50	4.02	3.76	0.32
广州	5.24	4.20	0.70	1.79
佛山	13.86	15.35	7.69	0.71
北京	5.09	5.26	17.73	16.33
济南	6.39	16.20	6.45	--
西安	--	0.55	4.05	1.22
长春	6.12	6.98	7.96	7.05
沈阳	10.07	9.22	7.64	24.19
杭州	--	--	11.87	15.10
上海	4.15	7.50	1.54	1.91
南京	6.75	2.53	0.34	0.41
宁波	--	7.80	1.35	1.05
厦门	3.99	0.23	4.05	1.41
福州	--	2.66	3.05	6.99
其他	24.84	17.50	21.82	21.52
合计	**100.00**	**100.00**	**100.00**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：2015 年、2016 年区域结转收入数据未经追溯调整。

销售方面，为控制销售费用提升收益水平，公司下辖项目以自主销售为主。近年来受调控政策影响，全国房地产行业有所波动，区域分化现象凸显。在市场环境变化背景下，凭借全国性品牌“中海地产”的市场美誉度与认可度，近三年公司合同销售面积、合同销售金额均保持较大规模。受投资规模及开发进度波动影响，公司合同销售面积以及合同销售金额有所波动，2015~2017 年，公司实现合同销售面积分别为 563.90 万平方米、458.80 万平方米和 509.40 万平方米；同期，实现合同销售金额分别为 651.27 亿元、607.10 亿元和 694.57 亿元。销售价格方面，受当期在售项目区域及品质差异影响，近三年合约销售价格波动中有所上升；其中 2017 年销售均价为 1.36 万元/平方米，同比增长 3.05%，主要系受区域房地产市场火热影响，项目销售价格有所提升所致。

表 6　近年来公司房地产销售主要指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
合同销售面积（万平方米）	563.90	458.80	509.40	128.90
合同销售金额（亿元）	651.27	607.10	694.57	167.03
合同销售均价（万元/平方米）	1.15	1.32	1.36	1.30
房屋结算面积（万平方米）	570.09	510.00	371.00	21.00
房屋结算均价（万元/平方米）	1.24	1.15	1.32	1.26

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；合同销售面积、合同销售金额及房屋结算面积2015年及2016年数据均未经追溯调整。

2018 年 1~3 月，公司实现合同销售面积 128.90 万平方米，实现合同销售金额 167.03 亿元。同期公司合同销售均价保持较高水平，为 1.30 万元/平方米。

截至2018年3月底，公司主要在开发项目60个，建筑面积总计2345.91万平方米，预计总投资为2092.88亿元，截至2018年3月底已投资1470.74亿元，尚余投资622.14亿元。综合考虑公司近年来保持较大规模的物业销售回流，在建项目整体投资压力可控。

表 7　截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	所在地	项目类别	开工日期	竣工日期	总建筑面积	剩余可售面积	预计总投资	截至 2018 年 3 月底已投资
中海鹿丹名苑	深圳	住宅	2015/4	2018/6	25.99	0.63	21.93	18.07
云麓花园	东莞	住宅	2017/9	2019/6	21.79	13.27	42.11	32.31
万锦世家	佛山	住宅	2017/9	2019/4	9.03	6.76	10.01	7.14
万锦公馆	佛山	住宅	2017/4	2018/6	25.90	19.02	27.54	19.63
金玺公馆	佛山	住宅	2018/2	2019/6	7.93	5.01	9.25	6.38
新晟公馆	佛山	住宅	2017/4	2018/6	21.66	16.57	20.54	19.92
雍和熙岸公馆	佛山	住宅	2018/3	2019/9	24.36	17.82	23.27	13.48
中海熹凤台	厦门	住宅	2017/3	2019/8	14.18	9.64	42.37	31.39
中海•上湾	漳州	住宅	2017/9	2019/6	13.03	9.16	16.03	11.57
梅溪湖壹号四期	长沙	住宅	2015/11	2018/12	17.43	12.16	13.73	7.93
寰宇天下	福州	住宅/商业	2014/8	2019/6	72.40	19.75	73.27	60.80
中海金玺公馆	福州	住宅	2017/5	2018/12	16.85	7.54	31.55	24.27
御道路一号 41#地块	杭州	住宅	2017/1	2018/12	13.82	6.13	27.08	21.74
宁波湾	宁波	住宅	2017/8	2019/12	33.04	15.16	61.90	46.77
明月湖项目	宁波	住宅	2018/3	2020/7	23.00	22.69	35.94	20.23
首南项目	宁波	住宅	2018/1	2019/9	7.64	5.36	14.07	9.16
庄桥项目	宁波	住宅	2018/3	2019/9	18.36	13.35	31.49	10.11
星洲学校北项目	苏州	住宅	2017/9	2019/3	9.68	6.06	20.06	16.27
芦荡路项目	苏州	住宅	2017/11	2018/11	18.07	13.71	21.09	14.95
中海滨江 U-LIVE	南京	住宅	2017/7	2020/6	21.00	5.17	31.29	19.11
中海海棠公馆	南京	住宅	2017/12	2019/2	10.61	6.30	12.82	8.04
云麓公馆	南京	住宅	2017/12	2019/3	8.29	5.24	10.68	7.76
中海润江府	镇江	住宅	2017/9	2019/6	33.82	25.62	41.45	27.37
阳光玫瑰园	南昌	住宅	2017/7	2019/6	37.68	19.24	29.30	20.70
九峰里	上海	住宅	2017/12	2019/12	26.84	13.27	67.57	54.32
戈雅园	上海	住宅	2017/9	2019/3	17.39	9.31	28.77	18.49
凤凰璟园	无锡	住宅	2014/3	2019/12	64.62	25.14	37.49	31.61
海悦花园	无锡	住宅	2014/8	2018/12	39.69	2.18	22.14	20.90
海泰雅苑	无锡	住宅	2017/9	2018/12	12.65	6.34	8.49	5.35
国际社区	烟台	住宅	2014/4	2019/12	73.08	2.48	31.93	27.37
中海悦公馆	烟台	住宅	2017/10	2019/12	12.73	5.99	5.31	2.17
中海景阳公馆	长春	住宅	2017/4	2020/12	46.31	9.99	19.91	13.72
国际社区三期 G 区	长春	住宅	2015/3	2018/6	12.07	0.36	6.71	6.51
寰宇天下	长春	住宅	2014/5	2018/11	140.24	19.41	46.39	41.04
寰宇南项目	长春	住宅	2017/3	2018/12	26.33	9.12	8.94	4.96
中海兰庭	长春	住宅	2011/7	2018/6	56.71	6.61	22.69	20.57
和平之门	沈阳	住宅	2014/6	2019/11	132.17	43.05	73.32	48.42
寰宇天下四期	沈阳	住宅	2017/3	2018/10	13.76	2.15	1.85	1.69
中海城三期	沈阳	住宅	2012/5	2019/6	60.26	13.17	24.30	19.82
中海城五期	沈阳	住宅	2015/3	2020/6	113.76	53.42	47.04	18.98
华贸北地块	沈阳	住宅	2018/3	2019/12	8.38	6.38	7.37	3.82
中海康城	沈阳	住宅	2013/10	2018/12	54.82	5.89	24.73	22.51

华润中海江城	哈尔滨	住宅	2017/6	2019/11	25.93	6.23	13.12	8.01
古城二期	北京	住宅	2017/7	2020/6	44.73	0.13	87.51	87.30
北辛安项目	北京	住宅	2012/9	2018/6	141.40	69.09	355.43	252.73
国际城南区	北京	住宅	2012/3	2018/7	26.89	0.07	23.26	22.71
国际城北区	北京	住宅/商业	2015/3	2018/9	45.81	12.56	28.41	17.35
中海大厦	天津	商业	2015/12	2018/3	17.05	--	15.57	2.73
国际社区 C 地块	济南	住宅/商业	2016/9	2020/12	71.16	26.61	37.33	23.99
华山北 D 地块	济南	住宅	2015/9	2018/6	44.24	22.52	28.47	15.27
华山东地块（6、7）	济南	住宅	2016/11	2020/12	91.46	0.10	55.15	42.81
华山地块（1、2、3、5、西 G）	济南	住宅	2018/3	2020/9	150.71	83.04	99.07	53.28
华山西 H	济南	住宅	2017/8	2018/12	51.49	43.10	35.28	16.45
中海光谷锦城项目	武汉	住宅	2017/10	2020/3	18.48	0.38	18.54	12.21
九龙天颂	重庆	住宅	2017/11	2019/12	18.43	13.59	18.96	12.10
天钻	重庆	住宅	2018/3	2019/12	11.66	7.92	12.64	6.79
中海太华府	西安	住宅	2017/12	2019/12	18.74	8.80	11.35	5.34
东白沙河项目	昆明	住宅	2015/6	2019/12	29.87	21.46	44.58	26.20
云鼎大观	乌鲁木齐	住宅	2017/6	2019/5	84.25	36.48	37.95	21.33
中海天悦府	乌鲁木齐	住宅	2015/4	2018/6	36.27	11.07	16.55	6.76
合计					**2345.91**	**878.73**	**2092.88**	**1470.74**

资料来源：公司提供
注：公司对部分体量较大的项目采取滚动开发模式，故开发周期较长。

截至2018年3月底，公司主要在建项目中济南、沈阳和长春为在建面积占比前三名城市，比重分别为17.44%、16.33%和12.01%；一线城市在建面积占比为14.03%。从投资规模看，北京及济南在建项目投资规模较大，2018年3月底总投规模占比分别为23.63%和12.20%。联合资信关注到，公司主要在开发项目中一线及核心二线城市占比较高，部分布局城市出台了较为严厉的限售和限价政策，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。公司将面临更为复杂的行业市场变化，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时间较早，成本较低且地段较为优质，公司在上述区域市场占有率领先，项目未来盈利空间仍有一定的保障。

总体看，凭借丰富的项目运作经验、品牌优势以及灵活的营销策略，跟踪期内，公司房地产开发板块持续扩张，销售业绩逐年较快提升，规模优势以及行业竞争力显著，同时受结转规模下降影响，房地产开发板块营业收入有所下降。在调控政策影响下，中国房地产行业景气度呈现波动，区域出现分化，公司部分项目或将面临一定去化压力。目前，公司在开发项目规模大，为业绩持续增长奠定基础，同时合同销售及回流状况良好，整体投资压力可控。未来，在行业进一步汰弱留强的趋势下，公司控制风险的同时积极拓展规模，市场地位有望进一步提升。

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，并奉行审慎的土地获取政策。公司密切跟踪土地市场变化，城市选择上综合考虑经济总量、发展趋势、人口、消费能力以及当地房地产行业规模、发展速度、竞争对手等因素。获取土地前，公司即对潜在项目进行分析研究，对土地获取价格、项目预计售价、开发成本、盈利指标等方面形成框架性要求，达到筛选标准的项目方可进行土地竞拍。与此同时，公司也结合当前土地储备规模适当调整拿地节奏，以满足未来中长期的开发需求。

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。面对一线城市土地溢价率过高情况，公司保持理性态度，选择创新手段如一、二级土地联动开发、合作开发、并购等方式积极吸纳地块以维持在一线城市的市场份额。

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。针对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。

2015~2017 年，公司新增权益土地储备规模快速增长，2017 年为 1162.13 万平方米，新增储备中长春、西安和成都三个城市占比较高，合计新增权益土地储备建筑面积占比约 38.68%。2017 年，公司土地购置支出为 688.62 亿元，同比增长 128.85%，占当期签约销售金额的 99.14%。2015~2017 年，公司新增权益土地储备楼面均价分别为 6289.34 元/平方米、4054.19 元/平方米和 5925.50 元/平方米，价格受获取土地区域不同有所波动，2017 年较 2016 年上升较快主要系本期公司吸纳北京、上海、广州等土地价格较高的一线和核心城市地块，拉高整体拿地成本。同期，公司签约销售均价为 1.15 万元/平方米，1.32 万元/平方米和 1.36 万元/平方米，销售均价有所提高。

2018 年 1~3 月，公司新增土地储备建筑面积 281.13 万平方米，总投资 201.50 亿元，新增土地楼面均价约 7167.50 元/平方米，新增地块分布于 10 个城市，其中北京、沈阳和长沙项目的获取面积占比较高，占当期新增土地建筑面积的 52.96%，一线城市项目获取面积占比为 39.32%。

表 8　近年来公司新增土地及项目情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
新增土地储备建筑面积（万平方米）	398.50	742.21	1162.13	281.13
土地投资金额（亿元）	250.63	300.90	688.62	201.50
新增土地楼面均价（元/平方米）	6289.34	4054.19	5925.50	7167.50

资料来源：公司提供

注：新增土地储备建筑面积为权益口径数据。

截至2018年3月底，公司在34个城市拥有土地储备权益建筑面积3055.73万平方米，为2017年签约销售面积的6.00倍，开工面积的3.07倍，土地储备充足且分布区域广泛而分散；跟踪期内，公司加快推进项目开发进度和项目周转速度，综合考虑开工节奏及可售货值等多方面因素，公司加快土地获取步伐，土地投资快速增长。从城市分布来看，公司土地储备二线城市占比较高，约占总储备的61.40%；其中济南、北京和长春为土地储备面积最多的三个城市，分别占公司土地储备总建筑面积的18.76%、8.92%和8.84%。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11.83%。

表9　截至2018年3月底公司土地储备区域分布

（单位：万平方米、%）

区域	土地储备面积	占比
一线城市	361.29	11.83
二线城市	1876.31	61.40
三线城市	818.14	26.77
合计	**3055.73**	**100.00**

资料来源：公司提供

注：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、绵阳等。

总体看，跟踪期内，公司加大土地投资力度，拿地区域聚焦于一线城市及核心二线城市，土地储备充足且分布较为广泛。公司通过多元化的拿地策略在一定程度上有效地控制土地成本，亦为未来业绩增长奠定基础。

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。

表10　2017年部分房地产上市公司盈利水平比较

（单位：%）

项目	期间费用率	销售毛利率
万科企业股份有限公司	7.08	34.10
恒大地产集团有限公司	11.94	36.09
碧桂园控股有限公司	8.03	25.91
保利房地产（集团）股份有限公司	6.22	31.05
中海地产集团有限公司	4.03	35.20

资料来源：联合资信整理

注：销售毛利率=（营业总收入-营业成本）/营业总收入。

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。2017年，公司销售毛利率为35.20%，期间费用率为4.03%。与国内大型房地产上市公司相比，具有一定的竞争优势。

（2） 物业出租

物业出租业务主要为自持投资性物业运营，公司以多元化的产品线打造高品质投资物业，旗下涵盖“中海系”甲级写字楼和集购物、餐饮、娱乐、休闲、教育、文化等多种消费功能于一体的Unipark环宇购物中心产品系列。

2015~2017年，公司实现物业租金收入分别为6.15亿元、7.92亿元和9.18亿元。随着自持物业相关配套成熟，出租率和租金水平有所提升，2017年租金收入同比增长。未来随着新增物业运营逐步成熟，公司物业出租收入或将持续增长。近年来，公司物业出租板块盈利能力强，毛利率维持高水平；2017年板块毛利率较上年下降13.45个百分点，主要系部分物业尚处于培育期投入成本增加所致。

2017年3月，公司通过同一控制下企业合并纳入自持物业中建大厦，物业出租规模进一步增长。截至2018年3月底，公司共持有商业物业建筑面积66.65万平方米，区域分布包括北京、佛山、沈阳和上海（详见下表）。公司自持物业2017年底的公允价值为222.11亿元。

表11　截至2018年3月底公司主要自持物业情况（单位：万平方米、亿元）

物业名称	城市	建筑面积	业态	公允价值（17年底）	2015年收入	2016年收入	2017年收入	2018年1~3月收入
中海地产广场	北京	8.65	写字楼及商业	31.86	1.43	1.44	1.43	0.38
中海凯旋写字楼	北京	2.47	写字楼	11.44	1.22	1.25	1.44	0.21
中海广场	北京	14.51	写字楼及商业	78.85	2.74	2.98	3.24	0.82
石景山-中海大厦	北京	4.23	写字楼及商业	12.87	--	--	0.14	0.06
北京H地块	北京	2.76	写字楼及商业	16.84	--	--	--	--
环宇城	佛山	13.06	商业	17.94	--	0.07	0.69	0.16
中海国际中心	沈阳	11.46	写字楼及商业	11.82	--	--	0.19	0.12
中建大厦	上海	9.51	写字楼及商业	40.04	1.68	1.68	1.89	0.47
合计	--	**66.65**	--	**222.11**	**7.07**	**7.41**	**9.02**	**2.21**

资料来源：公司提供

注：1. 本表仅包含2018年3月底公司主要自持物业，未包含前期转出物业的出租收入（如2016年9月公司转出沈阳环宇城与济南环宇城），出租收入统计口径与公司财务报告口径有所不同；

2. 中建大厦为2017年3月通过同一控制下企业合并转入，本表包括其合并前出租收入。

（3）承包工程

公司承包工程业务主要为承包关联公司工程，2015~2017 年，公司承包工程业务实现收入分别为 8.70 亿元、6.08 亿元和 1.21 亿元，主要受承包工程量规模下降影响，承包工程板块收入对主营业务收入贡献小。

2. 经营效率

2015~2017 年，受经营规模快速扩张影响，公司销售债权周转次数及总资产周转次数持续下降，存货周转次数波动中有所下降，三项指标加权平均值分别为 46.06 次、0.31 次和 0.42 次；2017 年上述指标分别为 40.48 次、0.20 次和 0.25 次，公司经营效率符合房地产行业特征。

3. 未来发展

公司经营方面，公司将继续秉承“慎微笃行，精筑致远”的经营理念，坚持企业务实和诚信的一贯作风，稳中求进。公司将坚持中高端市场精品定位，按“精耕细作，品牌经营”的方针，秉持精品意识，精耕细作，精益求精。产品质量和品牌的提升能减低房屋销售价格下调的压力，并可节省公司的营销费用支出，促使公司获取高于行业的超额利润。

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。

投资策略方面，公司将采取沉着应变的策略，按照财务状况变化，保持适度的投资规模，利用市场每次变化的契机，把握好投资机会，审慎地吸纳优质土地。

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，做到审慎理财，贯彻“现金为王，以收定支”的资金管理原则。公司仍然将会大力扩展融资管道，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。

截至 2018 年 3 月底，公司主要拟建项目 35 个，主要分布在成都、济南、青岛、长春、北京、西安等地，总建筑面积 1319.25 万平方米，预计总投资 1242.52 亿元，尚余投资 687.55 亿元，预计在 2019~2020 年分别投资 240.21 亿元和 69.52 亿元，考虑到公司加大拿地力度及在建项目投资规模较大，公司未来将保持一定的融资需求。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2015~2017 年均完成了同一控制下企业合并，审计报告对期初数据均进行了重述，本报告采用经重述的期初数作为 2015 年、2016 年期末数进行分析。公司提供的 2016 及 2017 年财务报表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 年第一季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面：截至 2015 年底，公司纳入合并范围子公司 78 家，较 2014 年底净新增子公司 4 家；截至 2016 年底，公司合并范围内净新增子公司 3 家；截至 2017 年底，公司合并范围内净新增子公司 60 家，其中同一控制下企业合并新增子公司中建国际建设有限公司（以下简称“中建国际”，其下属子公司 15 家）。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围内新增 8 家子公司。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 2873.88 亿元，所有者权益合计 944.03 亿元（含少数股东权益 40.63 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 510.35 亿元，利润总额 146.58 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 3072.24 亿元，所有者权益 953.30 亿元（含少数股东权益 46.54 亿元）；2018 年 1~3 月，公

司实现营业收入 31.72 亿元，利润总额 6.44 亿元。

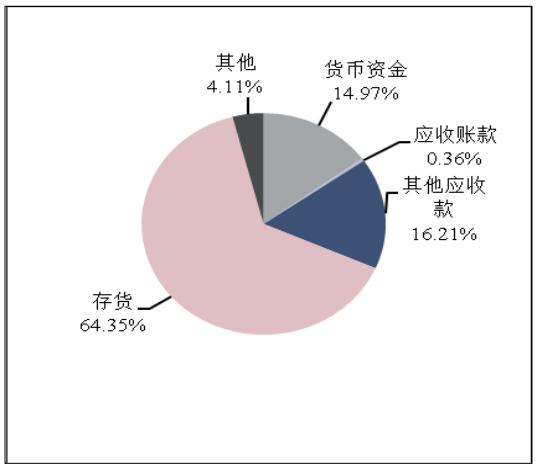
2．资产质量

2015~2017 年，公司资产总额年均复合增长 22.48%。截至 2017 年底，公司资产总额为 2873.88 亿元，同比增长 25.30%，其中流动资产和非流动资产比重分别为 89.34%和 10.66%，公司资产结构以流动资产为主，符合房地产行业特点。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 21.92%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 2567.61 亿元，同比增长 29.69%。从构成来看，主要由货币资金（占 14.97%）、其他应收款（占 16.21%）和存货（占 64.35%）等构成。

图 2　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长 14.50%。截至 2017 年底，公司货币资金 384.25 亿元，同比下降 42.01%，主要系受本期公司加大拿地力度，土地投资支出快速增加以及公司加快推进在建项目建设进度所致，其中作为预售房产监管资金和按政府规定交纳的保证金等受限的货币资金合计 52.49 亿元，占比为 13.66%。从结构上来看，货币资金全部由银行存款构成，公司在手货币资金充裕。

公司其他应收款主要为关联方往来款，产生原因主要系公司采用集团化运营模式，实行总部集中资金管理权和融资权的机制，根据资金统筹管理和调配原则，经内部审议后公司为同属同一控制人的关联项目公司代为支付土地款或工程款。2015~2017 年，公司其他应收款波动幅度较大，年均复合下降 2.98%。截至 2017 年底，公司其他应收款 416.18 亿元，同比增长 69.72%，主要系关联项目公司加大土地投资及项目推进力度，由总部调配的往来款快速增加所致。从账龄来看，1 年以内的占 81.88%，1~2 年的占 10.09%，2~3 年的占 4.88%，其余账龄为 3 年以上，账龄较上年底有所缩短，账龄结构良好；从构成来看，主要包括关联方往来款（占 86.04%），保证金、押金、备用金等（占 7.11%）和外部往来款（占 6.39%）等。从集中度看，公司前五名其他应收款合计占总额的 43.40%，集中度较高，欠款方前五名均为关联方，账龄主要分布在 2 年以内。坏账准备方面，公司根据以往的经验、债务单位的实际财务状况和现金流量的情况以及其他相关信息进行个别分析计提坏账准备，截至 2017 年底，公司累计计提坏账准备 4.14 万元（账龄均在 3 年以上）。

表12　截至2017年底公司前五名其他应收款情况

（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司存货快速增长，三年分别为 937.45 亿元、1004.00 亿元和 1652.24 亿元，主要系公司通过并购及拿地，土地及项目储备快速增长所致。从构成来看，截至 2017 年底，公司存货由开发成本（占 93.66%）、开发产品（占 6.21%）和工程施工、工程结算（占 0.13%）等构成。截至 2017 年底，公司存货未计跌价准备，无所有权受限的存货。

2015~2017 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 36.41%。截至 2017 年底，公司其他流动资产为 50.45 亿元，同比增长 33.38%，快速增长的原因主要系公司加快拿地频率和销售节奏带动预缴税费增长。从构成角度看，主要由预缴土地增值税（占 44.05%）、预缴增值税（占 34.90%）和预缴所得税（占 15.55%）等组成。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 27.49%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 306.27 亿元，同比下降 2.42%，主要系其他非流动资产快速下降所致；从构成看，公司非流动资产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%）等构成。

2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 59.86%。截至 2017 年底为 27.79 亿元，同比增长 62.10%，主要系公司根据房地产市场形势，增加在西安、厦门、杭州、长沙和北京等一、二线城市合作开发项目所致。公司长期股权投资全部为对合营企业的投资，当年确认投资收益 3.57 亿元。

2015~2017 年，公司投资性房地产持续增长，三年分别为 135.77 亿元、213.23 亿元和 222.11 亿元，年均复合增幅为 27.90%，其中 2016 年投资性房地产快速增长主要受并购中建国际新增上海中建大厦及通过存货转入石景山中海大厦等投资性房地产所致；2017 年投资性房地产增长主要来自公允价值变动增长。公司投资性房地产采用公允价值模式计量，2017 年公司确认公允价值变动 9.79 亿元。截至 2017 年底，公司所有权受限的投资性房地产账面价值为 40.49 亿元，主要用于为关联方抵押借款质押。

公司其他非流动资产为委托贷款，因公司实施资金集中管理机制，下属子公司及同一控制的关联公司通过总部母公司对外融资，母公司再通过委托贷款安排给项目公司。2015~2017 年，公司其他非流动资产波动较大，三年年底分别为 41.00 亿元、81.00 亿元和 46.50 亿元，2017 年其他非流动资产快速下降主要系对同属同一控制人的关联公司委托贷款余额减少且部分转入一年内到期的非流动资产所致。公司与关联方往来款均在合同中约定拆借期限，资金到期后根据用款关联公司的资金情况做收回或展期处理。另外，公司关联方资金拆借流程严格按照公司管理制度《中国海外发展有限公司资金管理制度》执行，该制度针对公司与同一控制下其他关联方之间资金往来的申请、审批、发放、回收等环节均作了严格的流程安排及规定。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 3072.24 亿元，较 2017 年底增长 6.90%，主要来自存货和其他应收款的增长。其中，流动资产占 90.70%，非流动资产占 9.30%，公司资产仍以流动资产为主。流动资产中，存货、其他应收款及其他流动资产增幅较大，较 2017 年底分别增长 10.47%、20.29%及 36.09%，主要系公司及关联公司新增土地投资规模较大且加快在手项目开发进度所致。非流动资产较 2017 年底下降 6.66%，其中其他非流动资产较 2017 年底下降 47.13%至 24.58 亿元，主要系向关联公司发放的委托贷款到期归还所致。

总体看，跟踪期内，随着经营规模的扩张，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，资产构成稳定。流动资产中，受拿地支出加大影响，货币资金规模有所下降，但仍较充裕，存货和其他应收款占比较大，受资金统筹调配的运营模式影响，公司关联方往来款规模大。非流动资产中，投资性房地产占比高。考虑到房

地产行业受调控政策影响波动较大，公司存货仍面临一定的周转风险和价值波动风险。综合来看，公司整体资产质量较好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长21.26%，主要来源于实收资本及未分配利润的增加。截至2017年底，公司所有者权益944.03亿元，同比增长8.48%；从构成来看，实收资本占21.19%、资本公积占0.01%、其他综合收益占1.72%、盈余公积占3.32%、未分配利润占69.46%、少数股东权益占4.30%。

截至2017年底，公司实收资本保持稳定，为200.00亿元，未分配利润及盈余公积快速增长，截至2017年底，公司未分配利润和盈余公积分别为655.74亿元和31.33亿元，同比增长12.32%和 79.15%，主要来自利润增长。截至2018年3月底，公司所有者权益953.30亿元，较2017年底增长0.98%，主要来自未分配利润和少数股东权益的增长，所有者权益结构较2017年底变动不大。

综上所述，公司所有者权益规模较大，跟踪期内，受利润转入影响未分配利润及盈余公积快速增长，未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性一般。

负债

2015~2017 年，公司负债总额快速增长，年均复合增长23.09%。截至2017年底，公司负债总额 1929.85 亿元，流动负债和非流动负债分别占80.79%和19.21%；跟踪期内，公司负债以流动负债为主，但流动负债占比有所下降，主要是长期借款快速增长拉动非流动负债占比提升导致。

2015~2017 年，公司流动负债规模快速增长，年均复合增长19.13%。截至2017年底，公司流动负债同比增长29.62%至1559.17亿元。从构成上看，公司流动负债主要由应付账款（占9.82%）、预收账款（占 33.73%）和其他应付款（占46.31%）等构成。

2015~2017 年，公司应付账款有所波动，年均复合下降2.10%。截至2017年底，应付账款153.08亿元，同比下降12.25%，主要系工程进度款结算导致应付工程进度款减少所致。从构成看，公司应付账款主要由工程款（占82.58%）和工程保固金（占16.39%）等构成。

2015~2017 年，公司预收款项快速增长，三年分别为306.41亿元、353.89亿元和525.85亿元。截至2017年底，公司预收款项同比增长48.59%，主要系北京、济南、成都等地项目预售情况良好所致。截至2017年底，公司预收账款中规模较大的项目包括北辛安棚户区改造项目（期末余额146.14亿元）、济南中海华山珑城（期末余额114.29亿元）、深圳鹿丹村项目（期末余额36.24元）、苏州中海珑湾锦园（期末余额 26.80 亿元）及济南国际社区（期末余额 22.43 亿元）等，公司预收款项规模较大，为未来公司收入结转提供良好支撑。

公司作为间接控股股东中海发展内地业务的财务中心，对中海发展旗下的中国内地房地产关联企业进行集中资金管控，受此影响，公司其他应付款主要是应付的关联方款项，为无息负债。2015~2017 年，公司其他应付款波动中有所增长，年均复合增长11.21%。截至2017年底，公司其他应付款721.99亿元，同比增长29.69%；从构成来看，其他应付款主要由关联方往来款（占97.44%）、外部往来款（占0.55%）、投标、租赁保证金等（占 0.95%）、代垫代缴款项（占0.58%）等组成；其中超过1年的重要其他应付款142.03亿元，占其他应付款总额19.67%，均为关联方往来款，集中度不高。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，截至2017年底，一年内到期的非流动负债36.83亿元，同比增长32.00%，全部为公司1年内到期的长期借款。

2015~2017年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长45.49%。截至2017年底，公司非流动负债 370.67 亿元，以长期借款（占

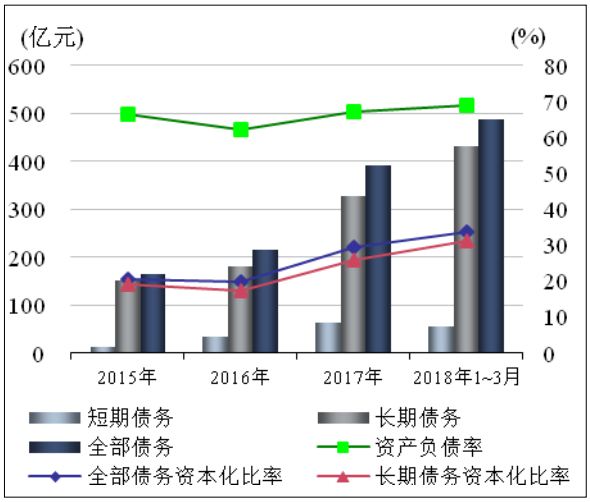
50.98%）、应付债券（占 37.77%）和递延所得税负债（占 11.25%）为主。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 62.88%。截至 2017 年底，长期借款 188.97 亿元，同比增长 348.67%，主要系公司加大对外融资规模以推动项目建设投资所致，从构成上来看，长期借款以担保借款和信用借款为主。

2015~2017 年，公司充分利用发行债券方式进行直接融资，截至 2017 年底，公司应付债券 140 亿元，同比保持稳定，公司应付债券为 2015 年发行的两期公司债券（“15 中海 01”和“15 中海 02”）合计 80 亿元及 2016 年发行的一期公司债券“16 中海 01”60 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 2118.94 亿元，较 2017 年底增长 9.80%。其中非流动负债占比略有提升至 22.33%，流动负债占 77.67%，公司负债仍以流动负债为主。流动负债中，预收款项较 2017 年底增长 26.01%至 662.64 亿元，主要是因为公司当期签约销售情况良好；公司短期借款及其他应付款均较 2017 年底小幅下降，分别为 24.40 亿元和 701.18 亿元。非流动负债中，长期借款 261.43 亿元，较 2017 年底增长 38.34%；受公司于 2018 年 2 月发行中期票据“18 中海地产 MTN001”影响，公司应付债券新增 30 亿元至 170.00 亿元。

图3　公司债务规模



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司有息债务快速增长，年均复合增长 54.29%。截至 2017 年底，公司有息债务总额 392.40 亿元，同比增长 81.72%，主要来自长期借款的快速增长；从债务结构来看，公司以长期债务为主，2017 年底长期债务占比为 83.84%，短期债务占比为 16.16%。从债务指标来看，2015~2017 年，随着有息债务规模的快速增长，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整体均波动上升，三年均值分别为 65.49%、24.73%和 21.93%，2017 年底上述指标分别为 67.15%、29.36%和 25.84%。

截至 2018 年 3 月底，公司有息债务 487.28 亿元，较 2017 年底快速上升，主要系长期借款大幅增长所致，长期债务比重进一步上升至 88.54%。从债务指标来看，公司资产负债率较 2017 年底上升 1.82 个百分点至 68.97%；全部债务资本化率和长期债务资本化比率较 2017 年底均有所上升，分别为 33.83%和 31.16%。

总体看，跟踪期内，受经营规模快速扩张影响，公司有息债务规模快速增长，构成以长期债务为主，债务指标均有所上升，但整体债务负担较轻，财务弹性仍保持良好区间。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入波动下降，年均复合下降 16.35%，三年分别为 729.30 亿元、729.84 亿元和 510.35 亿元；营业成本年均复合下降 16.53%，高于营业收入降速。受此影响，公司营业利润率波动中有所提升，三年分别为 26.54%、21.76%和 30.06%。

2015~2017 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长 2.28%，三年期间费用合计占营业收入的比重分别为 2.70%、2.81%和 4.03%。2017 年，公司期间费用合计 20.58 亿元，同比增长 0.45%，主要来自管理费用的增长，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 43.60%、39.01%和 17.39%。总体看，跟踪期内，受结转收入下降影响，公司期间费用率有所提升，但

规模保持稳定，公司期间费用控制能力强。

2015~2017 年，公司公允价值变动波动中有所下降，三年分别为 11.29 亿元、4.14 亿元和 9.79 亿元，占利润总额比重分别为 6.02%、2.69%和 6.68%，公允价值变动主要来自公司持有的投资性房地产价值变动，对公司利润总额形成一定贡献，但整体规模不大。

2015~2017 年，公司营业外收入波动中有所增长，营业外支出快速下降，2017 年分别为 0.29 亿元和 0.10 亿元，营业外收入和营业外支出对利润总额影响较小。

2015~2017 年，公司利润总额分别为 187.33 亿元、154.05 亿元和 146.58 亿元，年均复合下降 11.54%。从盈利指标看，近三年总资本收益率和净资产收益率持续下降，三年均值分别为 11.59%和 14.38%；2017 年分别为 9.00%和 11.83%，受结转收入波动下降导致利润规模下降影响，公司盈利指标有所下降，但仍保持很高水平，公司整体盈利能力很强。

2018 年一季度，公司实现营业收入 31.72 亿元，为 2017 年全年的 6.22%，主要系受本期竣工结转项目较少所致。当期，公司实现利润总额 6.44 亿元，为 2017 年全年的 4.39%；公司营业利润率上升较快，至 41.15%。

总体看，跟踪期内，受结转项目规模波动影响，公司收入规模有所下降，带动利润规模小幅下降，公司部分盈利指标有所下滑，但整体盈利能力仍处于行业内领先水平。

5. 现金流

从经营活动看，2015~2017 年公司销售商品、提供劳务收到的现金年均复合增长 0.58%，规模较大，三年分别为 690.08 亿元、737.10 亿元和 698.07 亿元；加之收到的关联方款项及收到退回的土地保证金规模快速增长，公司近三年经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 113.42%，三年分别为 992.34 亿元、1672.18 亿元和 4519.93 亿元。公司近三年经营活动现金流出以购买商品、提供劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金为主，2017 年分别为 1036.26 亿元和 3827.29 亿元，同比增长 127.03%和 341.75%，主要系公司加大拿地力度，购地支出、同关联方往来资金规模及支付的土地出让保证金快速增长所致。近三年，公司经营活动现金流量净额波动较大，分别为-14.56 亿元、227.31 亿元和-448.16 亿元。从收入实现质量来看，公司现金收入比分别为 94.62%、100.99%和 136.78%，呈上升趋势，整体经营获现能力较强。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入波动中有所增长，2017 年为 37.01 亿元，同比下降 39.22%，主要系取得投资收益收到的现金及处置投资性房地产收回的现金下降所致，2017 年公司收到其他与投资活动有关的现金 33.50 亿元，主要为收回的对关联方的委托贷款；近三年投资活动支出主要为向关联方提供委托贷款，表现为支付其他与投资活动有关的现金，2017 年为 14.00 亿元，同比下降 82.72%；2017 年，受并购中建国际影响，公司投资支付的现金规模较大，为 13.31 亿元，投资活动现金流出量为 27.39 亿元，同比下降 66.20%。受上述因素影响，2017 年公司投资活动产生的现金流量净额由负转正，为 9.62 亿元。

2015~2017 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-11.23 亿元、207.17 亿元和-438.53 亿元。2015~2017 年，受公司扩大直接融资和间接融资规模，筹资活动现金流入快速增长，年均复合增长 26.86%，主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金，2017 年受取得借款增长影响，筹资活动现金流入同比增长 10.57%至 189.23 亿元；近三年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，主要为偿还债务支付的现金及分配股利、利润或偿付利息支付的现金。同期，筹资活动现金流持续呈净流入状态，且波动增长，三年分别为 59.54 亿元、112.20 亿元和 109.74 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额、投资活动现金流量净额和筹资活动现金流

量净额分别为-130.68 亿元、37.54 亿元和 95.96 亿元。经营活动现金净流出规模较大，主要系公司本期扩大土地投资规模，支付的土地款及保证金规模上升所致。

总体看，跟踪期内，受公司加大拿地力度及受内部资金统筹调配的运营模式影响，公司经营活动现金流量净额波动较大。随着持续拓展土地储备以及加快对现有土地储备的开发，未来公司仍存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年，公司流动比率小幅提高，受存货规模快速增长影响，速动比率波动中有所下降，两项指标三年均值分别为 163.16%和 68.07%，2017 年底分别为 164.68%和 58.71%。截至 2018 年 3 月底，公司上述两项指标分别为 169.30%和 58.40%。2017 年，受公司经营活动现金净流出影响，公司经营现金流动负债比下降至-28.74%。近三年，公司现金类资产分别为 293.10 亿元、662.56 亿元和 384.25 亿元。考虑到公司货币资金充裕，且预收款项规模大，无需实际偿付，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年，随着公司利润规模下降，公司 EBITDA 持续下降，分别为 192.79 亿元、161.45 亿元和 155.29 亿元。同期，公司 EBITDA 利息倍数分别为 29.16 倍、19.85 倍和 12.11 倍，全部债务/EBITDA 分别为 0.86 倍、1.34 倍和 2.53 倍。整体看，随着公司长期债务的增长，长期偿债能力指标有所下降，但公司长期偿债能力仍很强。

截至 2018 年 3 月底，公司合并口径取得银行授信 623.00 亿元，其中已使用额度 283.68 亿元，未使用授信额度 339.32 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保，公司或有风险较小。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告（机构信用代码：G10440304000231401），截至 2018 年 7 月 18 日，公司本部无未结清不良信贷，已结清欠息记录 2 笔，主要系银行操作失误造成，最近一笔欠息记录已于 2014 年 1 月 16 日结清。公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为中海发展房地产板块在中国境内的重要控股平台，行业地位突出，项目及土地储备充足，现金持有量较为充裕，公司整体抗风险能力极强。

十、存续期中期票据偿债能力分析

公司于2018年2月发行了中期票据“18中海地产MTN001”期限为3年，发行额度30亿元。

表13 公司存续债券保障情况（单位：倍）

项目	2016 年	2017 年
经营活动现金流入量/存续债券余额	55.74	150.66
经营活动现金流量净额/存续债券余额	7.58	-14.94
EBITDA/存续债券余额	5.38	5.18

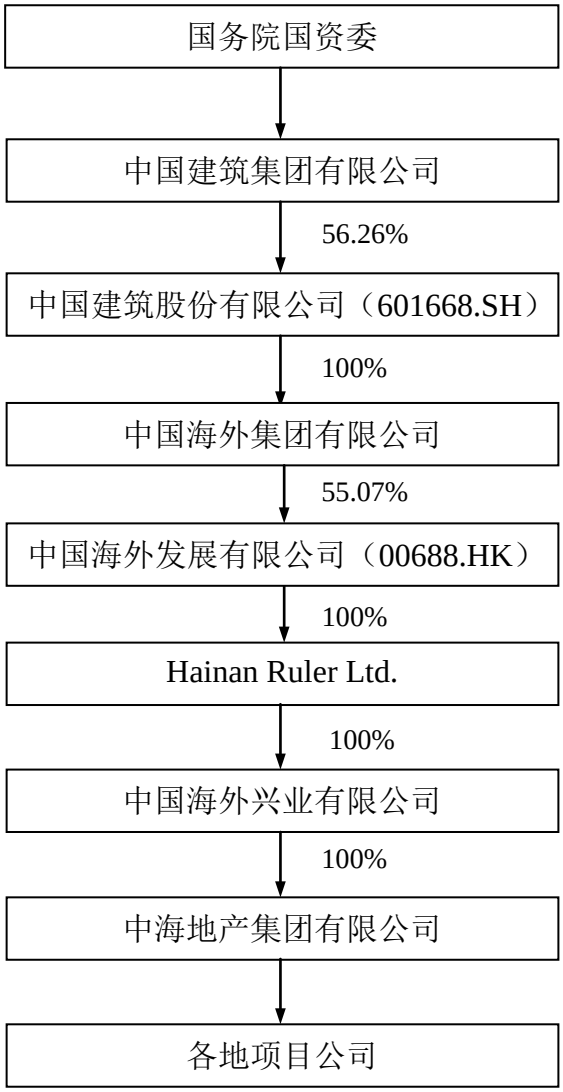
资料来源：联合资信整理

2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为存续中期票据额度的 6.43 倍、5.38 倍和 5.18 倍；2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 992.34 亿元、1672.18 亿元和 4519.93 亿元，分别为存续中期票据额度的 33.08 倍、55.74 倍和 150.66 倍；2015~2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-14.56 亿元、22.73 亿元和-448.16 亿元，分别为存续中期票据额度的-0.49 倍、7.58 倍和-14.94 倍，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续中期票据的保障能力很强。

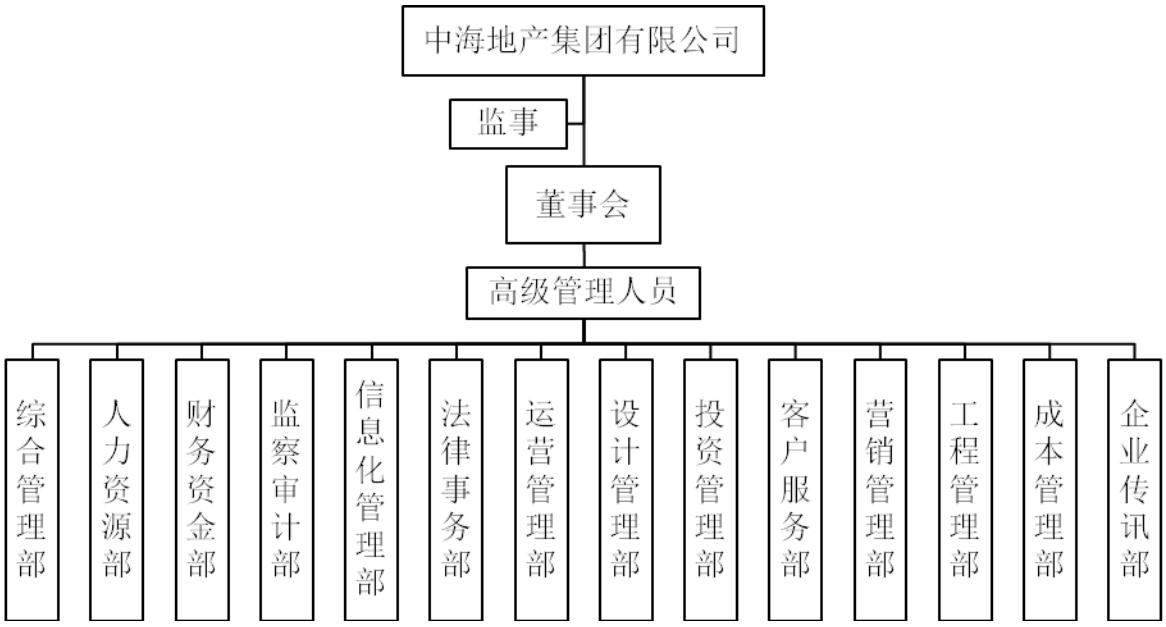
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中海地产 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	293.10	662.56	384.25	366.89
资产总额(亿元)	1915.88	2293.67	2873.88	3072.24
所有者权益(亿元)	642.06	870.24	944.03	953.30
短期债务(亿元)	13.61	33.82	63.43	55.85
长期债务(亿元)	151.23	182.12	328.97	431.43
全部债务(亿元)	164.84	215.94	392.40	487.28
营业收入(亿元)	729.30	729.84	510.35	31.72
利润总额(亿元)	187.33	154.05	146.58	6.44
EBITDA(亿元)	192.79	161.45	155.29	--
经营性净现金流(亿元)	-14.56	227.31	-448.16	-130.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	53.50	44.21	40.48	--
存货周转次数(次)	0.47	0.54	0.25	--
总资产周转次数(次)	0.40	0.35	0.20	--
现金收入比(%)	94.62	100.99	136.78	537.16
营业利润率(%)	26.54	21.76	30.06	41.15
总资本收益率(%)	18.50	11.31	9.00	--
净资产收益率(%)	22.41	13.28	11.83	--
长期债务资本化比率(%)	19.06	17.31	25.84	31.16
全部债务资本化比率(%)	20.43	19.88	29.36	33.83
资产负债率(%)	66.49	62.06	67.15	68.97
流动比率(%)	157.23	164.59	164.68	169.30
速动比率(%)	71.90	81.12	58.71	58.40
经营现金流动负债比(%)	-1.33	18.90	-28.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	29.16	19.85	12.11	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.86	1.34	2.53	--

注：1. 2015 年及 2016 年财务数据使用经追溯调整后数据；2. 2018 年一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
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/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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

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。