信用等级公告

联合〔2019〕2378 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，并维持“18 中海地产 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十五日

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

评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

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

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	662.56	384.25	518.31	484.78
资产总额(亿元)	2293.67	2873.88	3922.64	4208.51
所有者权益合计(亿元)	870.24	944.03	1070.35	1074.34
短期债务(亿元)	33.82	63.43	39.75	32.45
长期债务(亿元)	182.12	328.97	492.99	609.27
全部债务(亿元)	215.94	392.40	532.74	641.72
营业收入(亿元)	729.84	510.35	410.88	42.66
利润总额(亿元)	154.05	146.58	148.22	7.33
EBITDA(亿元)	161.45	155.29	162.69	--
经营性净现金流(亿元)	227.31	-448.16	-73.65	-72.72
营业利润率(%)	21.76	30.06	37.87	37.35
净资产收益率(%)	13.28	11.83	10.52	--
资产负债率(%)	62.06	67.15	72.71	74.47
全部债务资本化比率(%)	19.88	29.36	33.23	37.39
流动比率(%)	164.59	164.68	155.12	156.21
经营现金流动负债比(%)	18.90	-28.74	-3.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.34	2.53	3.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	19.85	12.11	6.93	--

注：1. 2016 年度财务数据使用经追溯调整后数据；2. 2019 年一季度财务数据未经审计

分析师：刘艳婷　刘珺轩
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（以下简称“联合资信”）对中海地产集团有限公司（以下简称“公司”）的评级结果反映了其作为中国建筑集团有限公司（以下简称“中国建筑”）实际控制的境内重要控股平台，在行业地位、全国化区域布局、品牌影响力、项目储备、股东背景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，2018 年公司营业收入下降，债务规模快速上升以及在建项目资金需求量较大等因素对公司信用状况的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“18 中海地产 MTN001”的保障能力极强。

跟踪期内，公司经营稳定，新增土地储备体量较大且区域分布较为均衡；公司整体盈利能力仍保持行业领先水平，债务负担仍然较轻；随着公司在售项目实现销售及在建项目的逐步竣工，公司收入规模及盈利能力有望得到提升。

综合评估，联合资信确定维持中海地产集团有限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。

优势

1. 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，综合竞争实力强。
2. 跟踪期内，公司积极拿地，新增土地储备规模较大，土地储备区域分布整体较为均衡，可为公司未来发展提供有力保障。
3. 2018 年公司签约销售金额大幅增长，为公司后续收入结转提供一定的支撑。
4. 公司整体盈利能力和盈利质量在行业内仍处于领先水平，且公司财务弹性保持良好，债务负担仍处于行业较低水平。

5. 公司经营活动现金流入量对存续债券到期偿付的保障能力很强。

关注

1. 2018 年以来，房地产行业调控政策仍然从严，全国楼市调控长期化，行业调控政策可能对公司项目销售产生较大的影响，公司部分项目可能存在一定的去化压力。
2. 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。
3. 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。

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（以下简称“联合资信”）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：0688.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2019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有资产监督管理委员会（股权结构图见附件1-1）。

公司经营范围：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2019年3月底，公司内设综合管理部、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2019年3月底，公司合并范围内子公司共168家。

截至2018年底，公司合并资产总额3922.64亿元，所有者权益合计1070.35亿元（含少数股东权益54.16亿元）；2018年，公司实现营业收入410.88亿元，利润总额148.22亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额4208.51亿元，所有者权益合计1074.34亿元（含少数股东权益53.16亿元）；2019年1—3月，公司实现营业收入42.66亿元，利润总额7.33亿元。

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”募集资金均已按规定用途使用完毕，目前存续余额30亿元，公司已于2019年2月6日付息。

表1　经联合资信评定的公司存续债券概况（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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减

弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、

饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成

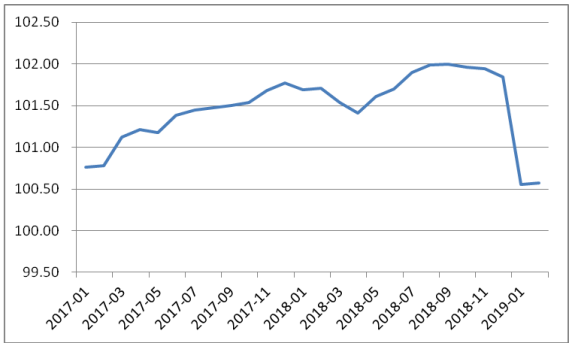
相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业分析

1. 房地产开发行业

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图1　2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50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，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

2. 土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018年，全国300城市共推出用地12.84亿平方米，同比增长20%，其中住宅用地共推出5.05亿平方米，同比增长26%；土地成交量10.55亿平方米，同比增长14%，其中住宅用地成交3.89亿平方米，同比增长10%。进入2018年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较2017年明显增加。价格方面，2018年，全国300个城市土地出让金总额为41773亿元，同比增长2%，较2017年增长2%；300个城市成交楼面均价为2159元/平方米，同比下跌11%；平均溢价率为13%，较2017年同期下降16个百分点。总体看，进入2018年以来，全国300城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018年1

—9月，房地产开发企业开发资金12.19万亿元，同比增长7.8%，较2017年同期下降0.2个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的33.31%和33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长11.4和16.3个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的14.80%、0.04%和14.38%。

2018年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入2018年10月以来，金融市场上货币政策出现松动。11月15日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

3. 政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018 年 5 月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出 3~5 年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50%以上。2018 年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于 85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名 5 市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为 1 年。

2018 年 6 月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建

棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

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，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司注册资本200亿元，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有资产监督管理委员会（股权结构图见附件1-1）。

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 2019 年 3 月底，公司在 39 个城市拥有土地储备规划建筑面积 4062.60 万平方米，权益口径的土地储备规划建筑面积为 3324.22 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；2018 年公司签约销售额突破 1000 亿元，品牌认可度持续提高；2019 年 3 月底，公司资产总额突破 4000 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 2018 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；公司已连续 16 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. 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 余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。

截至 2018 年底，中海发展资产总额 6355.43 亿，净资产 2572.58 亿元，实现营业总收入 1505.13 亿元，净利润 393.42 亿元。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均无重大变化。

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。

受项目结转进度波动的影响，公司房地产开发业务收入持续下滑，导致公司主营业务收入同步下滑。2018 年，公司主营业务收入同比下降 18.58%至 407.76 亿元。从收入构成看，房地产开发为公司收入最主要的来源，2018 年占比仍维持在 95%以上，主业突出。2018 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 20.39%至 390.44 亿元；2018 年实现物业出租收入 10.58 亿元，同比增长 15.25%，主要系近两年新投入运营的商业项目随着运营的稳定收入增长所致；受项目承接量波动幅度较大影响，公司承包工程板块收入有所波动，2018 年为 6.74 亿元，同比增加 5.53 亿元。

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率为 44.01%，同比提升 9.93 个百分点。其中，房地产开发板块是公司利润的主要来源，毛利润占比在 90%以上。分板块看，2018 年，公司房地产开发业务毛利率受结转项目区域及均价变动的影响有所提升，为 43.48%；物业出租板块毛利率有所波动，2018 年为 87.45%，同比提升 9.61 个百分点；承包工程业务毛利率波动下降，2018 年较 2017 年下降 28.50 个百分点至 6.71%，主要系 2018 年确认收入的项目毛利率较低所致。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 42.66 亿元，同比增长 37.35%；同期营业毛利率为 37.95%。

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 2　2016—2018 年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

分行业	2016 年			2017 年			2018 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	687.17	98.00	27.18	490.43	97.93	33.26	390.44	95.75	43.48
物业出租	7.92	1.13	91.29	9.18	1.83	77.84	10.58	2.59	87.45
承包工程	6.08	0.87	29.01	1.21	0.24	35.21	6.74	1.65	6.71
合计	**701.17**	**100.00**	**27.92**	**500.82**	**100.00**	**34.08**	**407.76**	**100.00**	**44.01**

注：2016 年分行业收入为追溯调整后数据；公司未提供 2019 年一季度主营业务收入明细
资料来源：公司提供

（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。

2018 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 1383.47 万平方米，同比增长 39.13%。随着进入竣工阶段的项目量增长，2018 年公司竣工面积同比增长 27.02%，为 531.69 万平方米。2019 年 1—3 月，公司房屋新开工面积为 114.48 万平方米，为 2018 年全年的 8.27%。截至 2019 年 3 月底，公司在建面积 2170.30 万平方米，开发规模维持较高水平。

表 3 近年来公司房地产开发主要指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
新开工项目数（个）	20	53	61	7
新开工面积（万平方米）	275.80	994.40	1383.47	114.48
房屋竣工面积（万平方米）	650.20	418.60	531.69	72.94
期末在建面积（万平方米）	701.20	1277.00	2128.80	2170.30

注：表中数据为总口径数据，包含联营及合营项目
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。

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，中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、合同销售金额均持续增长。2018 年，公司实现合同销售面积 552.96 万平方米，同比增长 2.66%；同期，实现合同销售金额 1014.25 亿元，同比增长 46.03%。销售价格方面，受市场价格上涨及销售区域等影响，公司近三年合同销售均价持续增长，其中，2018 年合同销售均价为 1.83 万元/平方米，同比增长 34.56%，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。

表 4 近年来公司房地产销售主要指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—3 月
合同销售面积（万平方米）	458.80	509.40	552.96	103.77
合同销售金额（亿元）	607.10	694.57	1014.25	207.27
合同销售均价（万元/平方米）	1.32	1.36	1.83	2.00

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；合同销售面积及合同销售金额2016年数据未经追溯调整
资料来源：公司提供

2019 年 1—3 月，公司实现合同销售面积 103.77 万平方米，实现合同销售金额 207.27 亿元。同期公司合同销售均价持续增长，为 2.00 万元/平方米。

截至2019年3月底，公司主要在开发项目96个，建筑面积总计3925.82万平方米，总可售面积2941.16万平方米；预计总投资为3959.05亿元，截至2019年3月底已投资2802.42元，尚余投资1156.64亿元。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 5 截至 2019 年 3 月底公司主要在建项目情况（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
沈阳	684.96	560.00	385.76	174.24	334.82	235.98	98.84
济南	516.97	441.03	247.41	193.62	377.68	244.55	133.13

长春	491.96	380.04	248.84	131.20	263.15	191.40	71.75
北京	411.18	280.40	156.63	123.77	1055.01	743.24	311.77
青岛	287.18	217.73	29.30	188.43	139.14	62.54	76.60
西安	200.19	147.15	65.84	81.31	126.20	61.21	64.99
福州	153.26	110.70	55.55	55.15	182.86	157.34	25.52
广州	148.20	87.66	1.30	86.36	227.03	155.29	71.74
乌鲁木齐	91.84	66.47	38.52	27.95	44.53	30.75	13.78
烟台	85.81	68.08	66.92	1.16	37.93	37.93	--
宁波	82.04	60.14	26.35	33.79	147.53	112.96	34.57
南京	68.74	37.35	4.56	32.78	105.28	77.09	28.19
上海	69.98	39.60	--	39.60	207.22	169.96	37.26
重庆	60.45	43.63	15.19	28.45	49.80	37.20	12.59
昆明	55.52	40.02	1.17	38.85	69.20	43.47	25.73
大连	53.25	36.92	11.61	25.31	53.33	37.42	15.90
长沙	52.53	40.83	6.04	34.78	40.16	21.74	18.42
鄂州	43.19	33.88	0.05	33.84	35.34	21.87	13.47
佛山	41.32	29.59	9.69	19.90	42.53	33.79	8.74
南昌	39.84	29.71	2.19	27.52	31.12	19.43	11.69
无锡	39.69	29.03	28.72	0.31	22.16	21.35	0.81
肇庆	39.26	30.66	3.16	27.50	31.94	21.74	10.19
哈尔滨	25.93	19.96	19.61	0.35	14.10	10.84	3.25
镇江	33.82	26.41	6.81	19.60	40.56	31.63	8.93
苏州	27.75	19.76	1.77	17.99	41.10	36.91	4.19
东莞	27.59	15.92	0.78	15.14	50.83	47.36	3.47
厦门	25.41	17.17	0.89	16.28	61.75	51.78	9.98
杭州	9.08	5.47	--	5.47	31.57	24.27	7.29
天津	17.05	--	--	--	15.57	2.73	12.83
中山	17.03	8.60	0.64	7.96	16.40	9.97	6.44
漳州	13.03	9.16	0.78	8.37	15.94	14.00	1.94
武汉	11.81	8.11	--	8.11	47.29	34.67	12.62
合计	**3925.82**	**2941.16**	**1436.09**	**1505.06**	**3959.05**	**2802.42**	**1156.64**

注：合计数与分项数之和的尾差系四舍五入导致；表中不包含非并表项目及拟建项目，数据口径与土地储备口径有所不同
资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司主要在建项目中沈阳、济南和长春为在建面积占比排名前三名的城市，比重分别为17.45%、13.17%和12.53%；一线城市在建面积占比为16.02%。从投资规模看，北京、济南及沈阳在建项目投资规模较大，投资规模占比分别为26.65%、9.54%和8.46%；从剩余可售面积来看，济南、青岛和沈阳剩余可售面积占比较高，占总可售面积的比例分别为12.86%、12.52%和11.58%。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，区域布局良好，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，公司未来项目去化及盈利能力的实现或将存在一定的不确定性。

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，销售业绩快速提升，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。

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。

2018年，公司依然保持了积极的拿地策略，土地投资金额为962.96亿元，同比增长10.18%；购置土地建筑面积为1388.93万平方米，同比小幅增长，当期在24个城市购置土地48块，主要位于青岛（建筑面积占20.08%）、广州（建筑面积占11.34%）、长春（建筑面积占10.17%）、北京（建筑面积占9.78%）、昆明（建筑面积占7.92%）和济南（建筑面积占5.63%）。受新增土储区位变动的影响，2018年，公司新增土储楼面均价为6933.14元/平方米，同比增加599.76元/平方米。2019年1—3月，公司在北京、上海、佛山、沈阳、大连、石家庄、太原共获取7个地块，总投资额为139.68亿元，较上年同期有所减少。

截至2019年3月底，公司在39个城市拥有土地储备规划建筑面积4062.60万平方米，为2018年签约销售面积的7.35倍，为2018年新开工面积的2.94倍；土地储备权益规划建筑面积3324.22万平方米，土地储备充足。从城市分布来看，公司土地储备二线城市占比较高，以总土地储备规划建筑面积口径计算，二线城市土地储备占总土地储备的56.16%。其中，济南、青岛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18.20%。

表6　截至2019年3月底公司土地储备区域分布（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	739.25	2281.57	1041.78	**4062.60**
占比	18.20	56.16	25.64	**100.00**
土地储备权益规划建筑面积	540.79	1864.39	919.04	**3324.22**
权益占比	16.27	56.08	27.65	**100.00**

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
资料来源：公司提供

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。

（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。

2018年，公司实现物业租金收入10.58亿元，同比增长15.25%。随着自持物业相关配套成熟，出租率和租金水平有所提升。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；2018年板块毛利率较上年提升9.61个百分点至87.45%。

截至2018年底，公司共持有商业物业建筑面积73.19万平方米，公允价值261.14亿元；区域分布包括北京、佛山、沈阳和上海（详见下表）。2018年，公司新增北京奥南4#地块项目对外出租运营。

表7　截至2018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	2016 年收入	2017 年收入	2018 年收入
中海地产广场	北京	8.65	写字楼及商业	5.67	33.89	1.44	1.43	1.56
中海凯旋写字楼	北京	2.47	写字楼	2.54	11.44	1.25	1.44	0.21
中海广场	北京	14.51	写字楼及商业	18.29	82.55	2.98	3.24	3.14
石景山-中海大厦	北京	4.23	写字楼及商业	5.50	18.55	--	0.14	0.36
环宇城	佛山	13.06	商业	14.04	18.59	0.07	0.69	0.98
中海国际中心	沈阳	11.46	写字楼及商业	6.77	11.83	--	0.19	0.47
中建大厦	上海	9.51	写字楼及商业	10.03	42.02	1.68	1.89	2.05
北京奥南 4#地项目	北京	9.30	写字楼	26.63	42.27	--	--	1.48
合计	--	**73.19**	--	**89.47**	**261.14**	**7.42**	**9.02**	**10.25**

注：1. 本表仅包含 2018 年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
资料来源：公司提供

（3）承包工程

公司承包工程业务主要为承包关联公司工程，2018 年，公司承包工程业务实现收入 6.74 亿元，同比增加 5.53 亿元，主要受承包工程量规模波动的影响，承包工程板块收入有所波动，该板块对主营业务收入贡献小。

2．经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数波动增长，三年加权均值为 46.03 次，2018 年为 53.40 次；近三年公司总资产周转次数及存货周转次数均持续下降，上述两项指标三年加权均值分别为 0.22 次、和 0.30 次，2018 年上述指标分别为 0.12 次和 0.11 次，公司经营效率有所下滑。

3．未来发展

公司将继续积极吸纳土地，持续发展开创新局面，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，持续加强成本管控，控制好营销、行政和财务费用等。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，公司未来仍将沿着现有主业发展，经营方针结合了行业及自身经营特征。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2018 年财务报告，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面：2018 年公司合并范围新增 33 家子公司，新增子公司主要为项目公司，注销 8 家子公司；2019 年 1—3 月，公司合并范围新增 2 家子公司，截至 2019 年 3 月底，公司合并范围子公司 168 家。

公司根据新的企业财务报表格式的要求编制财务报表，财务报表的列报项目因此发生变更的，已经按照《企业会计准则第 30 号-财务报表列报》等的相关规定，对可比期间的比较数据进行调整。涉及调整主要为将应收利息、应收股利及其他应收款合并为其他应收款，将应付利息、应付股利、其他应付款合并为其他应付款等。

截至2018年底，公司合并资产总额3922.64亿元，所有者权益合计 1070.35 亿元（含少数股东权益 54.16 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 410.88 亿元，利润总额 148.22 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额4208.51 亿元，所有者权益合计 1074.34 亿元（含少数股东权益 53.16 亿元）；2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 42.66 亿元，利润总额 7.33 亿元。

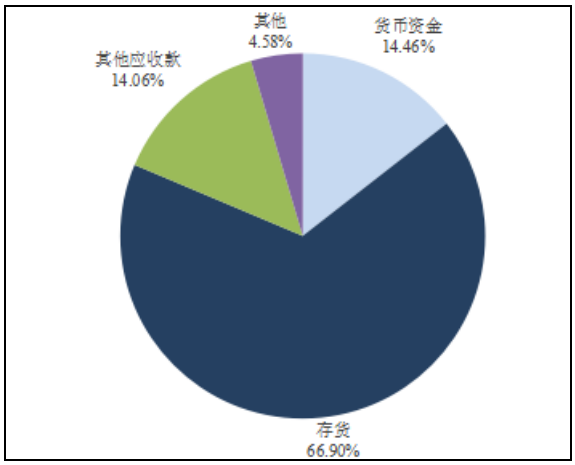
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 3922.64 亿元，同比增长 36.49%。其中，流动资产和非流动资产比重分别为 91.35%和 8.65%，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

截至2018年底，公司流动资产合计3583.43亿元，同比增长 39.56%，主要系货币资金以及存货的增长。从构成来看，主要由货币资金（占 14.46%）、其他应收款（占 14.06%）和存货（占 66.90%）等构成。

图 2　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司货币资金 518.31 亿元，同比增长 34.89%，主要系投资活动和筹资活动现金净流入增加所致。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 87.91 亿元，占比为 16.96%。从结构上来看，货币资金主要由银行存款构成（占 99.92%），公司在手货币资金充裕。

截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款 6.04 亿元，同比下降 35.33%，全部为应收账款。从账龄来看，公司应收账款账龄在 1 年以内的占 80.13%，账龄较短。按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计为 1.04 亿元，占应收账款总额的 17.14%，集中度不高。公司未对应收账款计提坏账准备。

截至 2018 年底，公司预付款项 44.41 亿元，同比增长 54.40%，主要为预付的土地款及工程款。从账龄来看，公司预付款项账龄在 1 年以内的占 96.79%。按预付对象归集的期末余额前五名预付款项合计为 39.89 亿元，占比 89.82%。

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。截至 2018 年底，公司其他应收款合计 509.09 亿元，

同比增长 20.48%。其中，应收利息 1.65 亿元、应收股利 3.70 亿元、其他应收款 503.74 亿元。其他应收款的增长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 56.85%，1~2 年的占 32.71%，2~3 年的占 5.89%，其余账龄为 3 年以上，账龄较上年底有所拉长；从构成来看，主要包括关联方往来款（占 68.08%），保证金、押金、备用金等（占 27.33%）和外部往来款（占 4.31%）等。从集中度看，公司前五名其他应收款合计占总额的 36.36%，集中度尚可，欠款方前五名均为关联方，账龄主要分布在 1 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 2018 年底，公司累计计提坏账准备 4.14 万元（账龄均在 3 年以上），计提金额很小。

表8　截至2018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
中信房地产集团有限公司本部	关联方	64.39	1年以内	12.78
南京海润房地产开发有限公司	关联方	62.68	1~2年	12.44
上海佳晟房地产开发有限公司	关联方	23.55	1年以内	4.67
中国海外发展有限公司	关联方	18.10	1~2年	3.59
青岛中海盛兴房地产有限公司	关联方	14.50	1年以内	2.88
合计	--	**183.21**	--	**36.36**

资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司存货 2397.21 亿元，同比增长 45.09%，主要系公司拿地、项目开发投入快速增长所致。从构成来看，截至 2018 年底，公司存货主要由开发成本（占 94.53%）和开发产品（占 4.97%）构成。截至 2018 年底，公司存货未计提跌价准备，且无所有权受限的存货。公司存货位于二线城市的金额占比较高，限购、限售及限价等调控政策可能会影响公司项目的回款和去化速度，公司部分项目可能面临一定的去化压力。

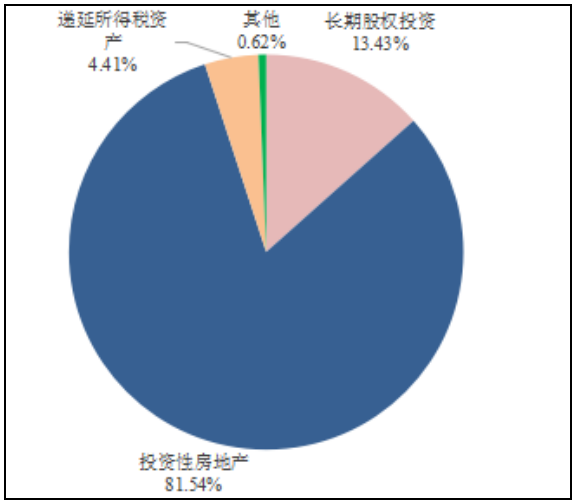
截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动资产 11.50 亿元，同比下降 42.50%，主要为委托贷款。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 96.86 亿元，同比增长 92.00%，快速增长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 29.36%）、预缴增值税（占 49.35%）和预缴所得税（占 17.48%）等组成。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 339.21 亿元，同比增长 10.76%；从构成看，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 13.43%）、投资性房地产（占 81.54%）和递延所得税资产（占 4.41%）等构成。

图 3　截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 45.57 亿元，同比增长 63.97%，主要系公司根据房地产市场形势，于部分一二线城市增加合作开发项目所致。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 4.09 亿元。

公司投资性房地产采用公允价值模式计量。截至 2018 年底，公司投资性房地产 276.60 亿元，同比增长 24.53%，主要系存货转入 27.20 亿元和本期公允价值增加 27.29 亿元所致。截至 2018 年底，公司所有权受限的投资性房地产账面价值为 42.02 亿元，主要用于为关联方抵押借款。

截至 2018 年底，公司递延所得税资产为 14.96 亿元，同比增长 79.04%，主要为内部交易未实现利润以及土地增值税清算准备。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 4208.51 亿元，较 2018 年底增长 7.45%，主要来自存货和其他应收款的增长。其中，流动资产占 91.87%，非流动资产占 8.13%，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 2018 年底分别增长 8.31%、25.30%及 27.67%，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 2018 年底小幅增长 0.81%。

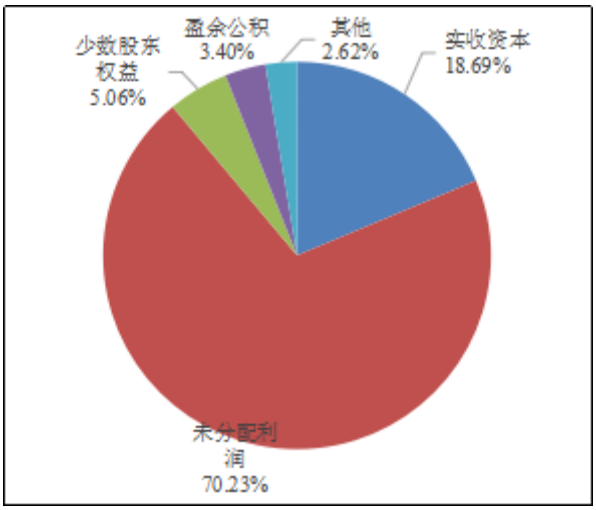
总体看，跟踪期内，随着经营规模的扩张，公司资产规模快速增长，以流动资产为主，资产构成稳定。流动资产中，货币资金规模有所增长，存货和其他应收款占比较大，受资金统筹调配的运营模式影响，公司关联方往来款规模大。非流动资产中，投资性房地产占比高。考虑到房地产行业受调控政策影响波动较大，公司存货仍面临一定的周转风险和价值波动风险。综合来看，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 1070.35 亿元，同比增长 13.38%；从构成来看，实收资本占 18.69%、盈余公积占 3.40%、未分配利润占 70.23%以及少数股东权益占 5.06%

图 4　截至 2018 年底公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司实收资本保持稳定，为 200.00 亿元；截至 2018 年底，公司其他综合收益、未分配利润和盈余公积分别为 28.05 亿元、751.66 亿元和 36.41 亿元，同比分别增长 72.42%、14.63%和 16.23%，其他综合收益的增长主要系投资性房地产公允价值计量差额增长所致。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 1074.34 亿元，较 2018 年底增长 0.37%，主要来自未分配利润的增长，所有者权益结构较 2018 年底变动不大。

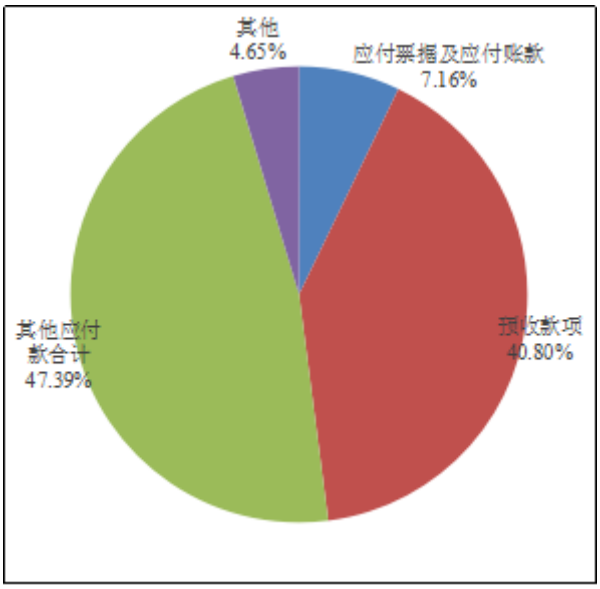
综上所述，跟踪期内，公司所有者权益维持增长趋势，权益构成中未分配利润占比较高，公司所有者权益稳定性弱。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额 2852.29 亿元，同比增长 47.80%，流动负债和非流动负债分别占 80.99%和 19.01%；跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债同比增长 48.16%至 2310.10 亿元。从构成上看，公司流动负债主要由应付票据及应付账款（占 7.16%）、预收账款（占 40.80%）和其他应付款合计（占 47.39%）等构成。

图 5　截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司应付票据及应付账款 165.43 亿元，同比增长 8.07%，全部为应付账款。具体来看，公司应付账款主要为应付工程进度款（占 62.38%）和工程保固金（占 37.47%）等。

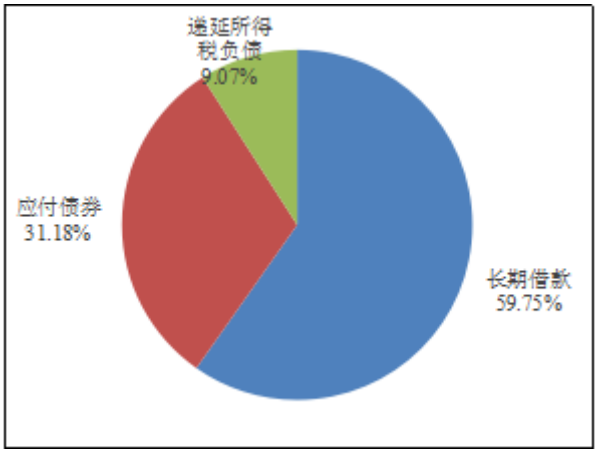
截至 2018 年底，公司预收款项 942.43 亿元，同比增长 79.22%，全部为预收售房款。截至 2018 年底，公司预收账款中规模较大的项目包括北辛安棚户区改造项目（期末余额 227.03 亿元）、济南中海华山珑城（期末余额 172.14 亿元）、沈阳和平之门（期末余额 44.31 亿元）、宁波湾一期（期末余额 39.15 亿元）、南昌中海阳光玫瑰园（期末余额 30.02 亿元）以及福州寰宇天下（期末余额 27.27 亿元）等，公司预收款项规模较大，为未来公司收入结转提供良好支撑。

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实行集中资金管控，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。截至 2018 年底，公司其他应付款合计 1094.81 亿元，同比增长 42.05%。其中，应付利息 3.66 亿元、应付股利 47.19 亿元、其他应付款 1043.96 亿元。2018 年，公司其他应付款（不含应付利息及应付股利）同比增长 44.59%；从构成来看，其他应付款（不含应付利息及应付股利）主要为关联方往来款（占 94.23%）、外部往来款（占 4.03%）以及投标、租赁保证金等（占 0.90%）；账龄超过 1 年的重要其他应付款 210.33 亿元，占其他应付款总额的 20.15%，均为关联方往来款。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 14.95 亿元，同比下降 59.41%，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2018 年底，公司非流动负债 542.19 亿元，同比增长 46.27%，主要系长期借款的增长，构成上为长期借款（占 59.75%）、应付债券（占 31.18%）和递延所得税负债（占 9.07%）。

图 6　截至 2018 年底公司非流动负债构成



资料来源：公司财务报告

截至 2018 年底，公司长期借款 323.95 亿元，同比增长 71.43%，主要系公司加大对外融资规模以推动项目建设投资所致。到期期限分布方面，根据公司提供的主要借款明细，公司长期借款到期期限分布较为均衡，无集中偿付压力。

截至 2018 年底，公司应付债券 169.04 亿元，同比增长 20.74%。公司截至 2019 年 3 月底的存续债券明细见表 8。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 3134.17 亿元，较 2018 年底增长 9.88%。其中非流动负债占比略有提升至 21.03%，流动负债占 78.97%，公司负债仍以流动负债为主。流动负

债中，预收款项较 2018 年底增长 13.03%至 1065.28 亿元，主要系公司当期签约销售情况良好。非流动负债中，长期借款较 2018 年底增长 25.09%至 405.23 亿元；应付债券较 2018 年底增长 20.71%至 204.04 亿元，假设含权债券均不行权，公司将于 2021 年到期的债券金额为 64.04 亿元、将于 2022 年到期的债券金额为 10.00 亿元、其余的债券将于 2024—2026 年陆续到期；假设含权债券均于首个行权日行权，公司将于 2020 年到期的债券金额为 10.00 亿元、将于 2021 年到期的债券金额为 159.04 亿元、将于 2022 年到期的债券金额为 20.00 亿元、将于 2024 年到期的债券金额为 15.00 亿元。总体看，公司存续债券或将于 2021 年面临一定的集中到期压力，但相较于公司目前经营规模和货币资金存量，公司偿付压力不大。

表 9　截至 2019 年 3 月底公司存续债券明细

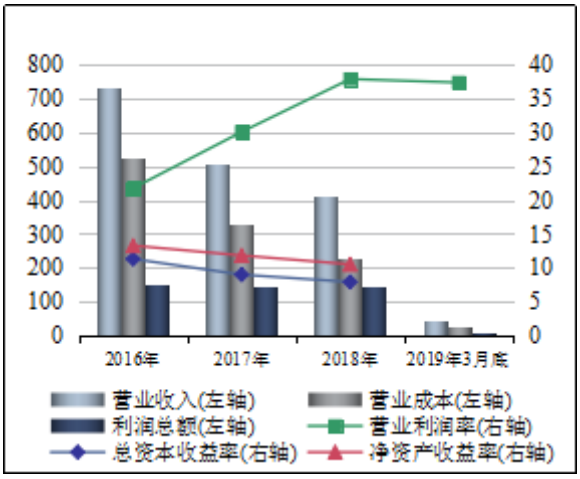
（单位：亿元）

债券名称	到期日	行权日	债券余额
16 中海 01	2026-08-23	2021-08-23	60.00
19 中海 02	2026-01-24	2024-01-24	15.00
19 中海 01	2025-01-24	2022-01-24	20.00
18 中海 01	2024-10-22	2021-10-22	35.00
15 中海 02	2022-11-19	2020-11-19	10.00
15 中海 01	2021-11-19	--	34.04
18 中海地产 MTN001	2021-02-06	--	30.00
合计	--	--	**204.04**

资料来源：公开市场资料，联合资信整理

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 532.74 亿元，同比增长 35.76%，主要来自长期借款的快速增长；从公司债务结构来看，以长期债务为主，2018 年底长期债务占比为 92.54%，短期债务占比为 7.46%。从债务指标来看，2016—2018 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均持续上升，三年均值分别为 68.91%、29.40%和 26.98%，2018 年底上述指标分别为 72.71%、33.23%和 31.53%。

图 7　公司有息债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 641.72 亿元，较 2018 年底增长 20.46%，主要系长期借款增长所致，长期债务比重进一步上升至 94.94%。从债务指标来看，公司资产负债率较 2018 年底上升 1.76 个百分点至 74.47%；全部债务资本化率和长期债务资本化比率较 2018 年底分别上升 4.16 个百分点和 4.66 个百分点至 37.39%和 36.19%，公司债务指标虽有所增长，但整体债务负担仍较轻。

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，债务指标虽有所上升，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

2018 年，公司营业收入为 410.88 亿元，同比下降 19.49%；同期营业成本为 229.42 亿元，同比下降 30.62%。受此影响，公司营业利润率较 2017 年提升 7.81 个百分点至 37.87%。

2018 年，公司期间费用合计 25.52 亿元，同比增长 24.00%，主要来自管理费用和销售费用的增长，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 40.37%、40.34%和 16.29%。同期期间费用率为 6.21%，较 2017 年有所提升。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，但期间费用控制能力仍较

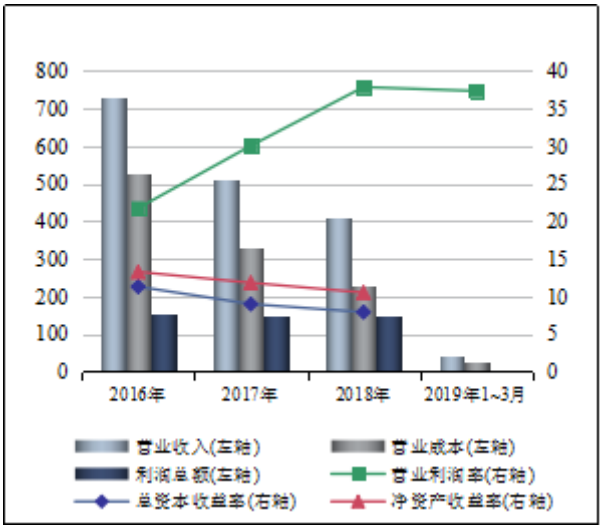
强。

2018 年，公司公允价值变动收益增长至 12.79 亿元，占利润总额比重为 8.63%，公允价值变动收益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。2018 年，公司投资收益为 4.07 亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益，占利润总额比重为 2.75%，对利润总额贡献不大。

2018 年，公司营业外收入和营业外支出分别为 0.42 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很小。

2018 年，公司利润总额同比增长 1.12%至 148.22 亿元。从盈利指标看，近三年总资本收益率和净资产收益率均持续下降，三年均值分别为 8.92%和 11.47%；2018 年分别为 7.92%和 10.52%，公司盈利指标有所下降，但仍保持较高水平，公司整体盈利能力较强。

图 8　公司近年来盈利情况（单位：亿元、%）



2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 42.66 亿元，为 2018 年全年的 10.38%，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 7.33 亿元，为 2018 年全年的 4.95%；公司营业利润率较 2018 年变动不大，为 37.35%。

总体看，跟踪期内，受结转项目规模下降影响，公司收入规模有所下降；受公允价值变动增加的影响，公司利润总额小幅增长；公司盈利指标虽有所下滑，但整体盈利能力仍处于较高水平，整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入量同比增长 4.13%至 4706.64 亿元。其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 865.81 亿元；收到其他与经营活动有关的现金主要为关联方款项及收到退回的土地保证金等，2018 年为 3840.82 亿元。2018 年，公司经营活动现金流出量同比下降 3.78%至 4780.28 亿元，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，2018 年分别为 991.01 亿元和 3669.65 亿元，主要系公司同关联方往来资金规模快速增长所致。公司经营活动现金流量净额波动较大，2018 年为 -73.65 亿元，净流出金额较 2017 年有所减少。

从投资活动看，2018 年，公司投资活动现金流入为 60.33 亿元，同比增长 62.99%，主要系收到其他与投资活动有关的现金增长所致；2018 年公司收到其他与投资活动有关的现金 55.00 亿元，主要为收回的对关联方的委托贷款；2018 年，公司投资活动现金流出为 10.26 亿元，同比下降 62.54%，主要系本期向关联方提供委托贷款的金额为零导致支付其他与投资活动有关的现金为零。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 50.07 亿元，同比增长 420.43%。

2018 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -23.58 亿元，波动幅度较大。2018 年，受公司扩大直接融资和间接融资规模的影响，筹资活动现金流入同比增长 34.16%至 253.87 亿元，主要为取得借款收到的现金和发行债券收到的现金；同期公司筹资活动现金流出为 131.65 亿元，同比增长 65.62%，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，为 122.22 亿元。

2019 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-72.72 亿元、7.71 亿元和 98.82 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仍较大。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，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均有所下降，两项指标三年均值分别为 159.88%和 59.51%，2018 年底分别为 155.12%和 51.35%。截至 2019 年 3 月底，公司上述两项指标分别为 156.21%和 51.31%。2018 年，公司经营活动现金仍呈现净流出状态，经营现金流动负债比为-3.19%。2018 年地，公司现金类资产为 518.31 亿元，对短期债务的覆盖倍数为 13.04 倍。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，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 同比增长 4.77%至 162.69 亿元。同期，公司 EBITDA 利息倍数为 6.93 倍，全部债务/EBITDA 为 3.27 倍。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2019 年 3 月底，公司合并口径取得银行授信 894.60 亿元，其中已使用额度 383.90 亿元，未使用授信额度 510.70 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保共计 20.56 亿元，担保比率 1.91%，主要是对关联方的担保，或有负债风险较小。

7．母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 1642.16 亿元，同比增长 12.55%。母公司资产构成中，流动资产占 85.92%、非流动资产占 14.08%，母公司资产构成以流动资产为主。截至 2018 年底，母公司流动资产 1410.93 亿元，同比增长 38.27%，主要包括货币资金 196.14 亿元（占 13.90%）、其他应收款 1153.55 亿元（占 81.76%）和一年内到期的非流动资产 61.24 亿元（占 4.34%），其他应收款主要为与子公司等的往来款。截至 2018 年底，母公司非流动资产 231.23 亿元，同比下降 17.63%，主要包括长期股权投资 70.60 亿元（占 30.53%）和其他非流动资产 159.54 亿元（占 69.00%），长期股权投资主要为对下属子公司的权益投资。

截至 2018 年底，母公司所有者权益 552.76 亿元，同比增长 5.04%，构成上主要为实收资本 200.00 亿元（占 38.26%）和未分配利润 316.28 亿元（占 60.50%）。负债方面，截至 2018 年底，母公司负债总额 1089.40 亿元，同比增长 40.59%。其中流动负债占 73.10%、非流动负债占 26.90%，母公司负债以流动负债为主。截至 2018 年底，母公司流动负债 796.36 亿元，同比增长 38.42%，主要为其他应付款 780.64 亿元（占 98.03%），为往来款；截至 2018 年底，母公司非流动负债 293.04 亿元，同比增长 46.85%，主要包括长期借款 123.73 亿元（占 42.22%）和应付债券 169.04 亿元（占 57.68%）。有息债务方面，2018 年，母公司全部债务为 307.72 亿元，其中，长期债务占 95.14%；近三年母公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率加权均值分别为 62.27%、32.63%和 30.52%，2018 年底分别为 66.34%、35.76%和 34.63%，母公司为公开市场债务融资主体，债务结构以长期债务为主，整体债务负担较轻。

盈利能力方面，2018 年，母公司营业收入为 14.86 亿元；同期投资收益为 25.27 亿元，受投资收益下降的影响，母公司利润总额小幅下降至 26.97 亿元。母公司利润主要来源于下属子公司的投资收益。

现金流方面，2018 年，母公司经营活动现金流入为 2276.35 亿元，主要为收到其他与经

营活动有关的现金 2263.03 亿元；同期经营活动现金流出量为 2249.76 亿元，主要为支付其他与投资活动有关的现金 2244.51 亿元；同期经营活动现金流量净额为 26.58 亿元。2018 年，母公司投资活动现金流入以取得投资收益收到的现金为主，为 28.14 亿元。其中，取得投资收益收到的现金 25.24 亿元；同期投资活动现金流出为 107.02 亿元，主要为支付其他与投资活动有关的现金 92.00 亿元。同期投资活动现金流量净额为-78.88 亿元。2018 年，母公司筹资活动现金流入以取得借款和发行债券为主，为 167.31 亿元；同期筹资活动现金流出为 103.24 亿元；同期筹资活动现金流量净额为 64.08 亿元。

总体看，母公司资产构成以往来款和对下属子公司的权益投资为主；母公司为公开市场债务融资主体，但整体债务负担较轻；母公司利润主要来源于对下属子公司的投资收益。

8．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 2019 年 7 月 9 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。

9．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

经联合资信评定的公司存续债券为2018年2月发行的中期票据“18中海地产MTN001”，期限为3年，余额30.00亿元，将于2021年2月到期。假设“16中海01”“18中海01”均于2021年全部行权到期，考虑公司其他将于2021年到期的存续债券[1]，公司将于2021年到期的债券最高额度合计159.04亿元（以下简称“最高偿还额度”，最高偿还额度不考虑公司后续发行的2021年到期的债券，最高偿还额度包含“18中海地产MTN001”“16中海01”“18中海01”和“15中海01”）。

表10　公司最高偿还额度保障情况（单位：倍）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量/最高偿还额度	10.51	28.42	29.59
经营活动现金流量净额/最高偿还额度	1.43	-2.82	-0.46
EBITDA/最高偿还额度	1.02	0.98	1.02

资料来源：联合资信整理

2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为“18 中海地产 MTN001”的 5.38 倍、5.18 倍和 5.42 倍；2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为“18 中海地产 MTN001”的 55.74 倍、150.66 倍和 156.89 倍；2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为最高偿还额度的 7.58 倍、-14.94 倍和-2.45 倍，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对“18 中海地产 MTN001”的保障能力极强。

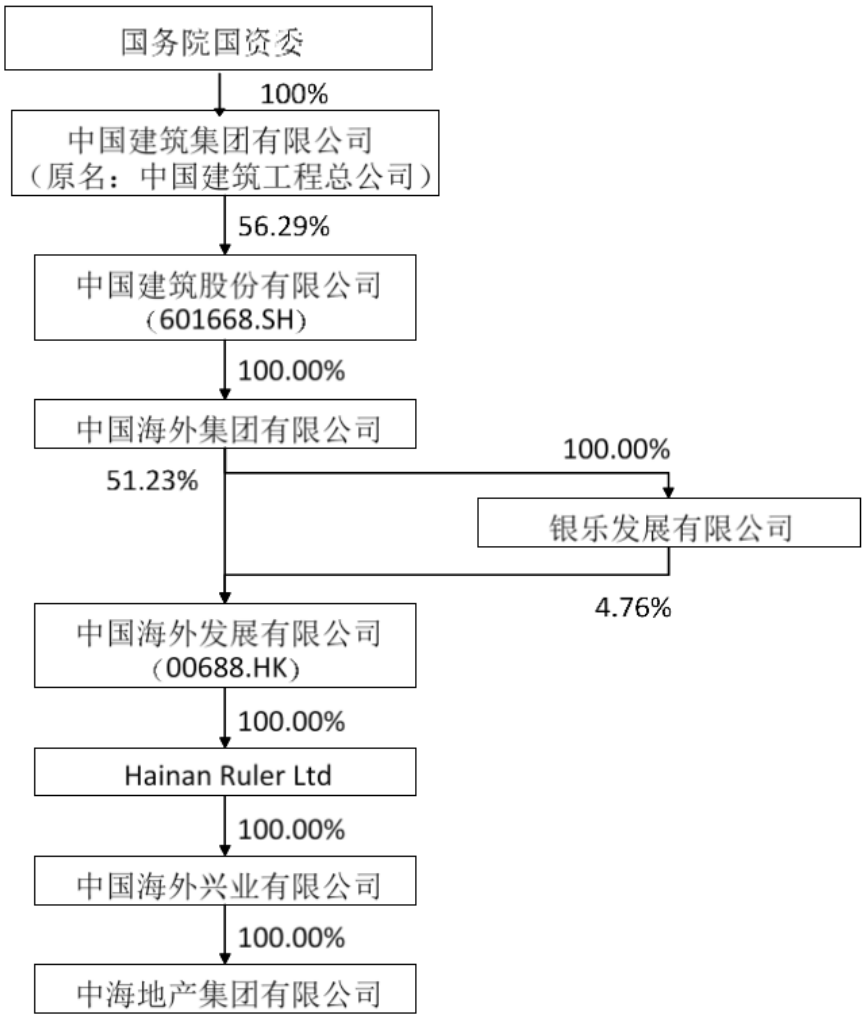
2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为最高偿还额度的 1.02 倍、0.98 倍和 1.02 倍；2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为最高偿还额度的 10.51 倍、28.42 倍和 29.59 倍；2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为最高偿还额度的 1.43 倍、-2.82 倍和-0.46 倍，公司经营活动现金流入量对存续债券将于 2021 年到期的最高偿还额度的保障能力很强。

十一、结论

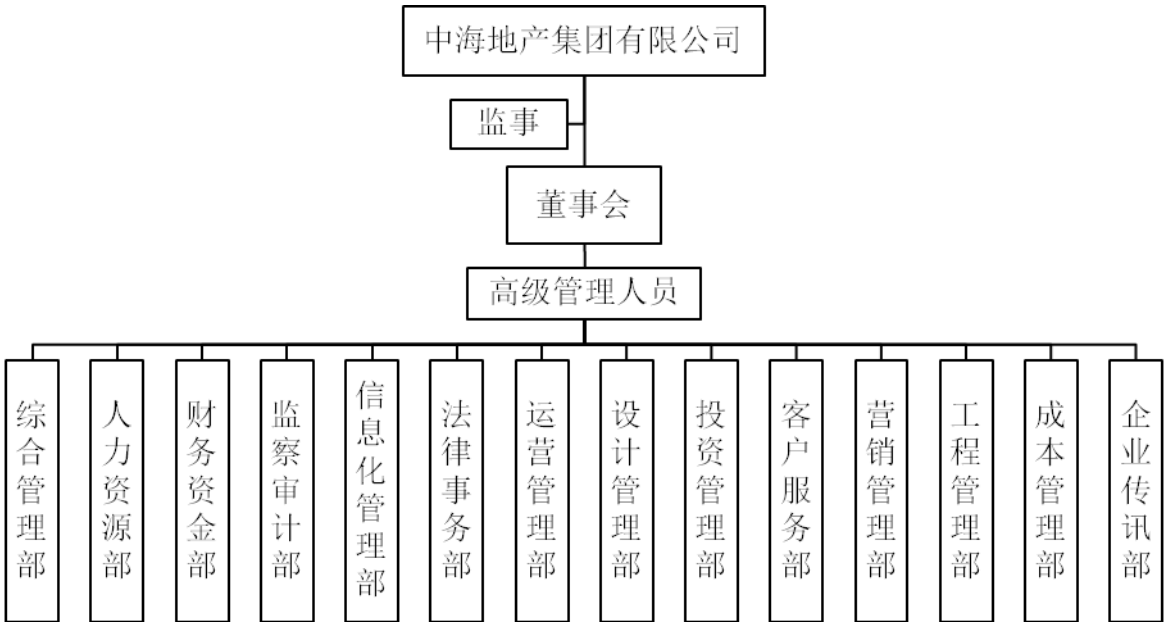
综合评估，联合资信确定维持中海地产集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，并维持“18 中海地产 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

[1] 此时点为 2019 年 3 月底，公司将于 2021 年到期的债券

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3　2018 年底公司合并范围子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例（%）
北京中海地产有限公司	房地产开发经营	100.00
北京嘉益德房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
北京智地普惠房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
北京智地愿景房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
北京中建兴华房地产开发有限公司	房地产开发经营	80.00
北京中海豪景房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
北京慧眼置业有限公司	房地产开发经营	80.00
北京仁和燕都房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
北京中海金石房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
北京奥城四季商业发展有限公司	房地产开发经营	100.00
北京中海广场商业发展有限公司	房地产开发经营	100.00
北京鑫景通达商业发展有限公司	出租商业用房	100.00
北京古城兴业置业有限公司	房地产开发经营	70.00
北京世纪顺龙房地产开发有限公司	房地产开发经营	51.00
北京中海新城置业有限公司	房地产开发经营	100.00
北京安泰兴业置业有限公司	房地产开发经营	100.00
中建国际建设有限公司	施工总承包	100.00
成都中海鼎盛房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
中海佳诚（成都）房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
大连中海地产有限公司	房地产开发经营	100.00
大连中海兴业房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
中海新海汇（大连）置业有限公司	房地产开发经营	100.00
东莞市中海嘉业房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
东莞市中海嘉和房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
佛山中海千灯湖房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
佛山中海环宇城房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
佛山中海嘉益房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
佛山海裕房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
佛山中海盛兴房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
佛山市顺德海润房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
佛山市顺德中海嘉和房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
佛山海创房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
佛山市顺德中海嘉业房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
肇庆中海嘉兴房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
中山市中海房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
中山市金运宏房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
福州中海地产有限公司	房地产开发经营	100.00
福州中海海逸地产有限公司	房地产开发经营	100.00
福州中海海榕地产有限公司	房地产开发经营	100.00
福州海翔地产有限公司	房地产开发经营	100.00
广州广奥房地产发展有限公司	房地产开发经营	100.00
广州毅源房地产开发有限公司	房地产开发经营	90.00
广州世佳房地产开发有限公司	房地产开发经营	90.00
哈尔滨中海颢房地产开发有限公司	房地产开发经营	50.00

杭州中海宏鲲房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
济南中海地产投资有限公司	房地产开发运营	100.00
济南中海兴业房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
济南中海城房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
中海海盛（苏州）房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
中海海通（苏州）房地产有限公司	房地产开发	100.00
中海海润（苏州）房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
中海海诚（苏州）房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
无锡中海太湖新城置业有限公司	房地产开发经营	51.00
无锡中海海润置业有限公司	房地产开发经营	51.00
无锡中海海盛房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
江苏润荣房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
昆明中海房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
云南中海城投房地产开发有限公司	房地产开发经营	65.00
昆明海豪房地产开发有限公司	房地产开发经营	60.00
南昌中海地产有限公司	房地产开发经营	100.00
南昌中海金钰地产有限公司	房地产开发经营	100.00
南昌中海豪锦地产有限公司	房地产开发经营	100.00
南京中海海浦房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
南京海麒房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
南京海汇房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
南京海合房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
南京海融房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
南京海宏房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
宁波中海海兴置业有限公司	房地产开发经营	100.00
宁波中海海尚置业有限公司	房地产开发经营	100.00
宁波中海海润置业有限公司	房地产开发经营	100.00
宁波中海海富房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
青岛中海海湾置业有限公司	房地产开发经营	100.00
青岛中海海创置业有限公司	房地产开发经营	100.00
厦门中海地产有限公司	房地产开发经营	100.00
厦门海合美地产有限公司	房地产开发经营	51.00
厦门中海海怡地产有限公司	房地产开发经营	51.00
厦门中海嘉业地产有限公司	房地产开发经营	100.00
漳州中海房地产有限该公司	房地产开发经营	100.00
上海中建投资有限公司	房地产开发经营	51.00
上海中海海昆房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
上海中海海煦房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
上海中建嘉好地产有限公司	房地产开发经营	100.00
上海中海海富房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
华东中建地产有限公司	房地产开发经营	100.00
深圳中海地产有限公司	房地产开发经营	100.00
深圳市中海海景山庄物业发展有限公司	房地产开发经营	100.00
深圳市毅骏房地产开发有限公司	房地产开发经营	80.00
深圳市海泽工程管理有限公司	房地产工程项目管理、咨询等	100.00
深圳市海嘉投资有限公司	房地产营销策划；房地产投资等	100.00

中海地产（沈阳）有限公司	房地产开发经营	51.00
沈阳中海新海汇置业有限公司	房地产开发经营	100.00
沈阳中海兴业房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
沈阳中海嘉业房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
天津中海嘉业投资有限公司	房地产开发经营	100.00
天津中海海华地产有限公司	房地产开发经营	90.00
天津中海地产有限公司	房地产开发经营	100.00
中海兴业武汉房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
武汉华盛志远房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
武汉中海鼎盛房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
武汉中海兴晟房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
西安中建浐灞置业有限公司	房地产开发经营	70.00
西安中海振兴房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
西安中海兴诚房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
西安中海兴东置业有限公司	房地产开发经营	100.00
新疆中海地产有限公司	房地产开发经营	60.00
烟台中海地产有限公司	房地产开发经营	100.00
烟台中海兴业地产有限公司	房地产开发	100.00
烟台中海福盛地产有限公司	房地产开发经营	100.00
长春中海地产有限公司	房地产开发	100.00
长春海华房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
长春海悦房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
长春海成房地开发有限公司	房地产开发经营	100.00
长沙中建投资有限公司	实业投资	70.00
长沙中海梅溪房地产开发有限公司	房地产开发经营	95.00
郑州海耀房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
郑州海捷房地产开发有限公司	房地产开发经营	65.00
郑州海滨房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
重庆中工建设有限公司	房屋建筑工程施工总承包壹级	100.00
重庆中海兴城房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
重庆中海海盛房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
中海地产（香港）有限公司	房地产投资	100.00
北京晟泰兴业置业有限公司	房地产开发经营	100.00
北京中海兴良房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
太原中海仲兴房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
福州海富地产有限公司	房地产开发经营	100.00
宁波中海海宸房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
宁波中海海丽房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
重庆中海海能房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
长春海胜房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
佛山家泰装修装饰工程有限公司	建筑装饰	100.00
中海佳隆成都房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
大连中海鼎业房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
深圳市中海启宏房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
广州中海盛荣房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
杭州中海襄晟房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00

沈阳中海海嘉房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
武汉泰运房地产有限公司	房地产开发经营	51.00
昆明海嘉房地产开发有限公司	房地产开发经营	60.00
重庆金嘉海房地产开发有限公司	房地产开发经营	51.00
雄安中海发展有限公司	房屋建筑工程施工	100.00
北京中海宏业房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
北京中海兴达房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
昆明海祥房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
青岛中海海新置业有限公司	房地产开发经营	100.00
乌鲁木齐中海海润房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
长沙中海融城房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
北京中海兴盛房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
福州富乐居装饰工程有限公司	建筑装饰	100.00
南京海嘉房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
南昌海欣房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
南昌中海豪轩地产有限公司	房地产开发经营	100.00
上海海升环盛房地产开发有限公司	房地产开发经营	70.00
杭州中海海创房地产有限公司	房地产开发经营	100.00
宁波中海海庭房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
鄂州中建宝来房地产有限公司	房地产开发经营	50.00
济南中海华山置业有限公司	房地产开发经营	100.00
长春海瀛房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
北京中海全盛房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
武汉华讯产城科技有限公司	计算机软硬件、通讯产品的技术开发	99.00
大连鼎鑫嘉业房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
哈尔滨中海海盛房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
哈尔滨中海龙誉房地产开发有限公司	房地产开发经营	100.00
北京金安兴业房地产开发有限公司	房地产开发经营	80.00
烟台海创佳兴地产有限公司	房地产开发经营	100.00
福州海建地产有限公司	房地产开发经营	50.00

附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	662.56	384.25	518.31	484.78
资产总额(亿元)	2293.67	2873.88	3922.64	4208.51
所有者权益合计(亿元)	870.24	944.03	1070.35	1074.34
短期债务(亿元)	33.82	63.43	39.75	32.45
长期债务(亿元)	182.12	328.97	492.99	609.27
全部债务(亿元)	215.94	392.40	532.74	641.72
营业收入(亿元)	729.84	510.35	410.88	42.66
利润总额(亿元)	154.05	146.58	148.22	7.33
EBITDA(亿元)	161.45	155.29	162.69	--
经营性净现金流(亿元)	227.31	-448.16	-73.65	-72.72
财务指标				
销售债权周转次数(次)	44.21	40.48	53.40	--
存货周转次数(次)	0.54	0.25	0.11	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.20	0.12	--
现金收入比(%)	100.99	136.78	210.72	385.52
营业利润率(%)	21.76	30.06	37.87	37.35
总资本收益率(%)	11.31	9.00	7.92	--
净资产收益率(%)	13.28	11.83	10.52	--
长期债务资本化比率(%)	17.31	25.84	31.53	36.19
全部债务资本化比率(%)	19.88	29.36	33.23	37.39
资产负债率(%)	62.06	67.15	72.71	74.47
流动比率(%)	164.59	164.68	155.12	156.21
速动比率(%)	81.12	58.71	51.35	51.31
经营现金流动负债比(%)	18.90	-28.74	-3.19	--
EBITDA 利息倍数(倍)	19.85	12.11	6.93	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.34	2.53	3.27	--

注：1. 2016 年财务数据使用经追溯调整后数据；2. 2019 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　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。

附件 4-3　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