信用等级公告

联合〔2020〕1673 号

联合资信评估有限公司通过对中海企业发展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，确定维持中海企业发展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

二〇二〇年六月二十三日

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

中海企业发展集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
中海企业发展集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18中海地产MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日
18中海地产MTN001	30.00	30.00	2021/02/06

注：表中所列债券为公司经联合资信评级的存续债券

评级时间：2020年6月23日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
联合资信评估有限公司房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果		AAA
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	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1－F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，中海企业发展集团有限公司（以下简称“公司”或“中海企发”）作为中国海外发展有限公司（以下简称“中国海外发展”，证券代码：0688.HK）在境内的重要控股平台，仍为国内房地产龙头企业，在品牌影响力、资产规模、成本控制能力及员工素质等方面具有优势；2019年，公司经营稳定，新增土地储备有所下降但整体体量较大，且区域分布较为均衡、成本合理；债务负担较轻，整体盈利能力很强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业政策对公司销售有一定影响、公司在建项目资金需求量较大以及权益稳定性有待提高等因素对公司信用状况带来的不利影响。

2019年，公司签约销售金额大幅增长。未来随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望得到进一步提升。

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. **股东实力很强，对公司支持力度仍较大。**公司是中国海外发展境内的重要控股平台，股东实力很强，为大型央企，公司在资源共享以及资金方面仍能获得股东的大力支持。
2. **公司为行业龙头企业之一。**公司仍为国内房地产龙头企业，具有丰富的房地产开发经验，且管理人员从业经验丰富，在项目开发、成本管控、员工素质、规模及品牌影响力等方面具有优势。
3. **土地储备规模较大、质量较高。**2019年以来，公司新增土储规模有所下滑，但土地储备规模仍较大，区域分布广泛，仍主要位于一、二线城市，土储质量较高，为公司塑造品牌形象和提升盈利能力奠定了良好的基础。
4. **公司资产质量仍较好，资本实力仍较强。**2019年以来，公司货币资金充裕，受限资产规模较小，资产质量仍较好，资本实力较强。
5. **盈利能力很强，费用管控能力很强，债务负担较轻。**

分析师：刘艳婷　刘莉婕
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

公司毛利率处于相对较高水平，期间费用控制能力和整体盈利能力仍很强；债务负担仍较轻，长短期偿债指标表现仍较好。

关注

1. **房地产行业调控政策可能对公司销售产生一定影响。**2019 年以来，全国楼市调控长期化并趋于稳定，楼市调控政策可能对公司销售速度产生一定影响，部分项目可能存在一定的去化压力。
2. **在建及拟建投资规模仍较大。**公司在建和拟建项目规模仍较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金仍有一定需求；受业务规模增长影响，公司全部债务规模持续增长，负债率持续提高。
3. **关联方往来款规模较大，所有者权益稳定性有待提高。**受资金统筹调配的运营模式影响，公司关联方往来款规模仍较大；同时，所有者权益中未分配利润占比仍较高。

主要财务数据:

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	384.25	518.31	656.17	590.38
资产总额(亿元)	2873.88	3922.64	4698.44	5065.43
所有者权益合计(亿元)	944.03	1070.35	1272.67	1277.42
短期债务(亿元)	63.43	39.75	113.74	141.20
长期债务(亿元)	328.97	492.99	572.13	692.33
全部债务(亿元)	392.40	532.74	685.87	833.53
营业收入(亿元)	504.92	410.88	1005.89	53.60
利润总额(亿元)	146.58	148.22	270.39	7.03
EBITDA(亿元)	155.29	162.69	275.22	--
经营性净现金流(亿元)	-448.16	-73.65	133.72	-208.35
营业利润率(%)	29.31	37.87	26.33	23.22
净资产收益率(%)	11.83	10.52	16.00	--
资产负债率(%)	67.15	72.71	72.91	74.78
全部债务资本化比率(%)	29.36	33.23	35.02	39.49
流动比率(%)	164.68	155.12	154.63	154.67
经营现金流动负债比(%)	-28.74	-3.19	4.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.53	3.27	2.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.11	6.93	8.49	--
公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	1301.11	1642.16	2039.90	2331.85
所有者权益(亿元)	526.23	552.76	607.67	610.57
全部债务(亿元)	232.65	307.72	426.23	516.25
营业收入(亿元)	17.07	1.49	1.61	0.02
利润总额(亿元)	26.88	26.97	55.11	3.21
资产负债率（%）	59.56	66.34	70.21	73.82
全部债务资本化比率(%)	30.66	35.76	41.23	45.81
流动比率（%）	177.36	177.17	170.95	163.19
经营现金流动负债比(%)	-44.54	3.34	-12.02	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均采用合并口径，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告 2017 年、2018 年和 2019 年财务数据分别为 2018 年审计报告期初数、2019 年审计报告上年期末数及 2019 年审计报告期末数；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目组	评级方法/模型	评级报告
18 中海地产 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/12/22	付骁林 姜雨彤 柳丝丝	房地产企业信用分析要点（2015）/--	阅读全文
18 中海地产 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/07/25	刘艳婷 刘珺轩	房地产行业企业信用评级方法（2018）/--	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编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由中海企业发展集团有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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。

中海企业发展集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

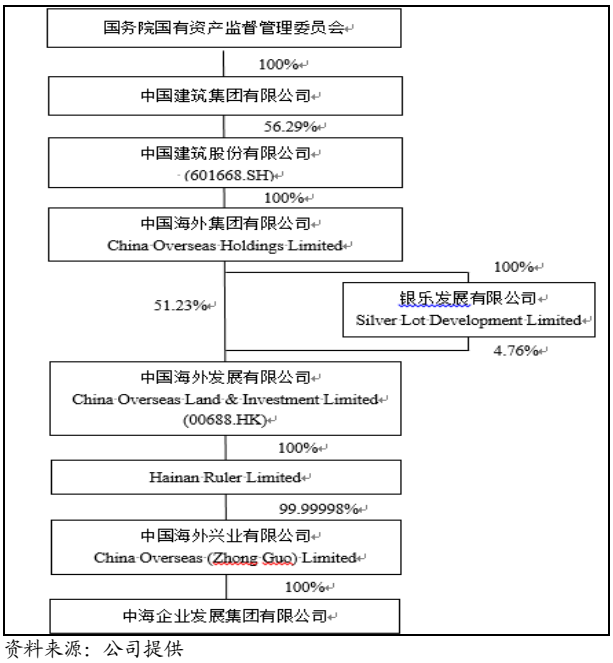
一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于中海企业发展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

中海企业发展集团有限公司（以下简称“公司”或“中海企发”）前身是经深圳市人民政府深办函〔1988〕337 号文“关于中国海外建筑工程有限公司在深圳组建分公司请示的批示的批复”批准，由中国海外建筑工程有限公司（以下简称“中海建筑”）独资设立，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 500.00 万元，1988 年 9 月注册登记。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“中国海外发展”，证券代码：0688.HK）。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 500.00 万元增至 100.00 亿元（截至 2015 年底），并转为外商（台港澳侨）投资企业。2016 年，公司直接控股股东中国海外兴业有限公司（以下简称“中海兴业”）对公司增资 100.00 亿元，公司实收资本增加至 200.00 亿元。2019 年 10 月，公司更名为现名。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 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，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，具体股权结构如下图。

图1　截至2020年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，公司组织架构未发生重大变化。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司 189 家；在职员工 4995 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 4698.44 亿元，所有者权益合计 1272.67 亿元（含少数股东权益 66.98 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 1005.89 亿元，利润总额 270.39 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 5065.43 亿元，所有者权益合计 1277.42 亿元（含少数股东权益 65.11 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 53.60 亿元，利润总额 7.03 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区粤海街道高新区社区科技南八路 2 号豪威科技大厦 1401；法定代表人：张智超[1]。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，联合资信评定的公司存续债券本金合计 30.00 亿元（详见表 1）。跟踪期内，联合资信评级的公司存续债券募集资金已按规定用途使用，存续债券已按期支付存续期利息。

[1] 2020 年 5 月 12 日，公司董事长及法定代表人由颜建国变更为张智超

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	募集资金用途	期限	到期兑付日	还本付息方式
18 中海地产 MTN001	30.00	30.00	用于项目建设及补充流动资金	3 年	2021 年 2 月 6 日	按年付息，到期一次还本
合计	**30.00**	**30.00**	--	--	--	--

资料来源：公开市场资料

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，
财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表 2），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长

10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，

各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

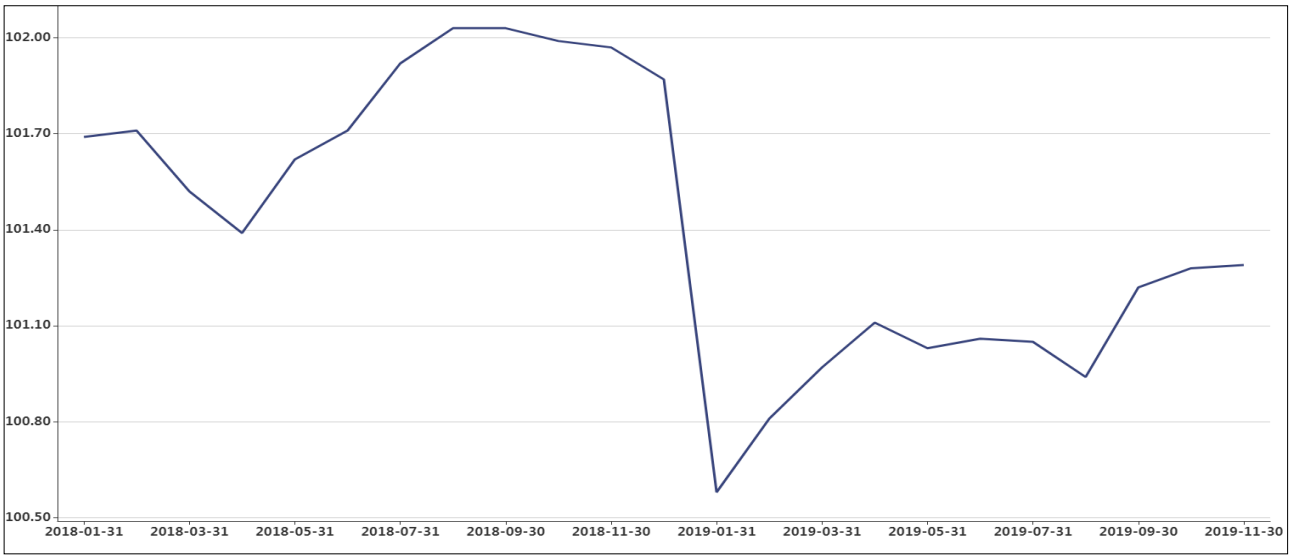
1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。

图 2　2018 年－2019 年 11 月全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、

三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情的影响，促进需求端复苏。

2. 土地市场与信贷环境

土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。受信贷政策维持紧缩的影响，房企到位资金增速虽有所回升，但仍处近年以来的低位；资金来源中以定金及预收款项为主的其他资金来源占比超过 50%，且占比持续提升。

土地市场方面，2019 年，房地产开发企业土地购置面积 2.58 亿平方米，同比下降 11.40%，相较 2018 年累计同比增长 14.20%的增速下滑 25.60 个百分点；土地成交价款 14709.28 亿元，累计同比下降 8.70%，相较于 2018 年累计同比增长 18.00%的增速下滑 26.70 个百分点。土地市场降温明显，各能级城市供给成交分化。分月份来看，2019 年 1－3 月，土地市场较为冷清；4 月开始随着行业融资有所松动以及小阳春行情的影响，加之房企库存普遍下降的情况下，房企拿地意愿有所增强；6 月开始小阳春行情的消退以及行业融资再度收紧，土地市场同步降温。

从资金来源上看，2019 年，房地产开发到位资金合计 17.86 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2018 年回升 1.20 个百分点。其中，国内贷款合计 2.52 万亿元，同比增长 5.10%，国内贷款增速于 2018 年全年维持负增长，于 2019 年 3 月增速开始转正，全年增速较 2018 年回升 10.00 个百分点；自筹资金合计 5.82 万亿元，同比增长 4.20%，增速较 2018 年下滑 5.50 个百分点；其他资金合计 9.50 万亿元，同比增长 10.49%，增速较 2018 年提升 2.65 个百分点。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元）

主要开发资金来源	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25241.76	16.18%	24004.52	14.46%	25228.77	14.13%
利用外资	168.19	0.11%	107.98	0.07%	175.72	0.10%
自筹资金	50872.22	32.60%	55830.65	33.64%	58157.84	32.56%
其他资金	79770.46	51.12%	86019.74	51.83%	95046.26	53.21%
其中：定金及预收款	48693.57	31.20%	55418.17	33.39%	61359.00	34.35%
个人按揭	23906.31	15.32%	23705.89	14.28%	27281.00	15.27%
合 计	**156052.62**	**100.00%**	**165962.89**	**100.00%**	**178608.59**	**100.00%**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，对房地产企业的融资渠道进行全面管控。

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变。从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不

炒”的表述，仅强调“因城施策”，政策或将根据市场情况进行逆周期微调，短期政策或将出现边际调整，但“房住不炒”仍然是硬约束，中长期来看仍将围绕总基调不变。（具体政策内容见表 4）

表 4　2019 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 3 月	两会政府工作报告	房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落
2019 年 4 月	银保监会	继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019 年 4 月	中央政治局会议	继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019 年 7 月	中央政治局会议	会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段
2019 年 9 月	全国人民代表大会	主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正
2019 年 11 月	央行	强调“因城施政”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托资金受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。同时，监管机构也延长了房地产企业债券的审核时间。（具体政策内容见表 5）

表 5　2019 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策文件名	主要内容
2019 年 5 月	银保监会	房地产信托资金受限：银保监会日前正式发布银保监发〔2019〕23 号文《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》，强调不得向四证不全、开发商/股东资质不达标、资本金未足额到位的房地产开发项目直接提供融资，或通过股权投资+股东借款、股权投资+债权认购劣后、应收账款、特定资产收益权等方式变相提供融资
2019 年 7 月	发改委	要求房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务；房企在外债备案登记申请材料中要列明拟置换境外债务的详细信息，包括债务规模、期限情况、备案登记情况等，并提交《企业发行外债真实性承诺函》；房企发行外债要加强信息披露，在募集说明书等文件中需明确资金用途等情况
2019 年 7 月	央行	“点名”房地产行业占用了较多的信贷资源，旨在引导银行充分认识信贷结构调整的必要性和迫切性，转变传统信贷路径依赖，合理控制房地产贷款投放。并明确对房地产信贷领域提出以下几点要求：①保持个人住房贷款合理适度增长，严禁消费贷款违规用于购房；②加强对银行理财、委托贷款等渠道流入房地产的资金管理；③加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率
2019 年 8 月	银保监会	银保监会决定在 32 个城市开展银行房地产业务专项检查工作。关于检查内容和要点，通知指出，一是贯彻落实党中央、国务院关于规范房地产市场决策部署和监管部门规定的情况；二是房地产信贷业务管理情况，包括房地产开发贷款和土地储备贷款管理情况等；三是房地产业务风险管理情况；四是信贷资金被挪用流向房地产领域，例如个人综合消费贷款、经营性贷款、“首付贷”、信用卡透支等资金挪用于购房等；五是同业和表外业务，包括对银行理财资金投向房地产领域非标准化资产的监督管理情况等
2019 年 9 月	财政部	专项债额度提前下达，不能用于房地产领域

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 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。

2. 企业规模与竞争力

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。

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 年底，公司在 35 个城市拥有土地储备（全口径未竣工部分）规划建筑面积 3721.32 万平方米，土地储备权益规划建筑面积为 3111.50 万平方米，土储规模较大。

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，2019 年公司签约销售额大幅增长至 1662.56 亿元。

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，保持行业内很强的盈利能力。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。2004－2019 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 17 年获得经济观察报评选的中国蓝筹地产企业称号。

3. 人员素质

公司董事及高层管理人员具备多年从业经历和丰富的管理经验；公司职工队伍文化素质较高，能够较好地满足日常经营需求。

截至 2020 年 3 月底，公司董事会成员、监事及高管人员共 10 人。

2020 年 5 月 12 日，根据公司股东委派，任命张智超为公司董事长兼法定代表人，颜建国不再担任董事长兼法定代表人职务；根据公司董事会聘任，聘任张智超为公司总经理，颜建国不再担任总经理职务；同时根据公司股东委派，任命郭光辉为公司董事，张一不再担任董事职务。跟踪期内，公司高管及核心人员有所变动，均拥有较为丰富的房地产开发及企业管理经验，主要管理制度连续，管理运作正常。

张智超，2001 年毕业于东南大学建筑工程专业并就职于中海企发上海公司，其后在公司工程部、投资策划部工作及担任苏州公司副总经理、合肥公司总经理、无锡公司总经理及苏州公司总经理；2017 年 5 月，担任公司助理总裁及北方区域公司总经理；2019 年 1 月，担任公司副总裁；2020 年 2 月担任公司控股股东中国海外发展行政总裁、执行董事；现任公司董事长及总经理。

截至 2019 年底，公司员工总数 4995 人。其中管理人员 240 人，占员工总数的 4.80%；财务、审计及法务人员 406 人，占员工总数的 8.13%；营销人员 469 人，占员工总数的 9.39%；工程人员 1887 人，占员工总数的 37.78%；其他专业技术人员 1993 人，占员工总数的 39.90%。硕士及以上学历 1379 人，占员工总数的 27.61%；本科学历 3362 人，占员工总数的 67.31%；大专及以下学历 254 人，占员工总数的 5.08%。

4. 股东支持

公司间接控股股东中国海外发展是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。

公司间接控股股东中国海外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。

截至 2019 年底，中国海外发展资产总额 7238.96 亿元，净资产 2891.45 亿元；2019 年，实现营业总收入 1642.77 亿元、净利润 416.18 亿元。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，公司在资源共享及资金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。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

受房地产项目结转大幅增加影响，2019 年，公司主营业务收入大幅增长，受房地产开发业务毛利率下降影响，公司综合毛利率有所下降。

2019 年，公司实现营业收入 1005.89 亿元，同比增长 144.81%，主要系当期结转项目大幅增加所致；同期，公司实现净利润 203.57 亿元，同比增长 80.75%，增幅小于收入增幅，主要系毛利率下降所致。

2019 年，公司主营业务收入占营业收入的比例为 99.66%，房地产开发业务收入占主营业务收入的 95.61%，房地产开发业务是公司主要收入来源。收入构成方面，2019 年，公司房地产开发收入为 958.45 亿元，同比增长 145.48%，主要系当期结算项目大幅增加所致；物业出租收入为 12.64 亿元，同比增长 19.47%，主要系公司租金上涨及出租率提升所致；承包工程收入为 31.39 亿元，同比增长 365.73%，主要系公司承包工程业务同比增加所致。综上，公司主营业务收入同比增长 145.85%。

表6 2017－2019年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 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	490.43	97.93	33.26	390.44	95.75	43.48	958.45	95.61	33.02
物业出租	9.18	1.83	77.84	10.58	2.59	87.45	12.64	1.26	94.23
承包工程	1.21	0.24	35.21	6.74	1.65	6.71	31.39	3.13	16.79
合计	**500.82**	**100.00**	**34.08**	**407.76**	**100.00**	**44.01**	**1002.49**	**100.00**	**33.29**

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

毛利率变化方面，2019 年，公司房地产开发业务毛利率为 33.02%，同比减少 10.46 个百分点，主要与结转项目区域分布有关；物业出租毛利率为 94.23%，同比上升 6.78 个百分点，主要系持有的部分物业已进入运营成熟期，运营成本下降所致；承包工程毛利率为 16.79%，同比增加 10.08 个百分点，主要系结转工程毛利率较高所致。受上述因素的共同影响，2019 年公司综合毛利率为 33.29%，同比减少 10.72 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 53.60 亿元，同比增长 25.66%；同期，公司实现净利润 6.62 亿元，同比增长 23.83%。

2. 土地储备

2019 年公司新增土地储备建筑面积有所下降；公司土地储备规模仍较大，布局以一、二线城市为主，土地储备区域分布较为合理，土储质量较高。

公司作为中国海外发展在境内的重要控股平台，仍为国内房地产龙头企业，在品牌影响力、资产规模等方面具有优势。公司以自主拿地为主，合作开发的项目多以关联方合作为主。2019 年受土地市场回暖影响，公司新增土地储备地价上涨较快，当期公司新获取土地储备建筑面积较 2018 年下降幅度较大。

表7 2017－2019年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新增土地储备建筑面积	1379.95	1388.93	707.51
土地投资金额	873.97	962.96	739.64
新增土储楼面均价	6333.38	6933.14	10454.24

注：公司以自主拿地为主，上述数据未按权益折算；新增土地储备面积和投资金额均为全口径数据
资料来源：公司提供

2019 年，公司拿地仍主要分布在一、二线城市，新增土地储备中前五大城市占比处于较高水平，公司在北京和太原获取土地的规模较大；2019 年，公司新增土地楼面均价 10454.24 元/平方米，同比增幅较大，主要系公司当期在北京获取项目较多且楼面均价较高所致。

表8　2017－2019年公司新增土地储备主要城市占比情况（单位：%）

排序	2017 年		2018 年		2019 年	
	城市	占比	城市	占比	城市	占比
1	成都	13.04	青岛	20.08	北京	14.04
2	西安	12.72	广州	11.34	太原	13.28
3	长春	11.62	长春	10.17	沈阳	8.55
4	北京	6.13	北京	9.78	长沙	8.19
5	--	--	昆明	7.92	长春	7.65
合计	**--**	**43.51**	**--**	**59.29**	**--**	**51.71**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在 35 个城市拥有土地储备（全口径未竣工部分）规划建筑面积 3721.32 万平方米，土地储备权益规划建筑面积为 3111.50 万平方米，规模较大。从城市分布来看，截至 2019 年底，公司全口径土地储备权益后规划建筑面积二线城市约占总储备的 77.42%，其中济南、长春、成都和沈阳等城市未竣工建筑面积规模较大；同期，北京、广州、上海及深圳四个一线城市土地储备权益占比合计为 20.90%，公司土地储备规模较大，分布较为合理，土储质量较高。具体情况如下表所示。

表9　截至2019年底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

城市类型	一线城市	二线城市	三线及以下城市	总计
土地储备规划建筑面积	856.29	2784.07	80.96	**3721.32**
土地储备占比	23.01	74.81	2.18	**100.00**
土地储备权益规划建筑面积	650.39	2409.01	52.10	**3111.50**
土地储备权益占比	20.90	77.42	1.67	**100.00**

注：1.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；2.表中城市分类为中海企发城市分类，具体如下，一线城市：北京、广州、上海和深圳；二线城市：为省会城市、直辖市、计划单列市及GDP超8000亿元地级市，包括济南、青岛、长春、沈阳、成都、西安、长沙、昆明、太原、乌鲁木齐、南京、宁波、福州、武汉、大连、重庆、郑州、佛山、厦门、哈尔滨、天津、南昌、杭州、苏州、烟台、石家庄；三线城市：除上述一、二线城市外，其余为三线及以下城市，包括中山、鄂州、漳州、肇庆
资料来源：公司提供

3. 项目建设开发情况

公司整体在建及拟建项目剩余可售面积仍较大，能够保证未来一段时间的销售需要；同时，公司尚需投资规模较大，对开发资金有一定的需求。

2019 年，公司新开工面积为 1283.00 万平方米，同比小幅下降；竣工面积为 1027.00 万平方米，较 2018 年增加 93.16%，主要系公司加快建设进度所致。截至 2019 年底，公司期末在建面积为 2366.15 万平方米，具体情况如下表所示。

表10　2017－2019年公司项目开发情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工项目数（个）	53	61	80
新开工面积（万平方米）	994.40	1383.47	1283.00
竣工项目数（个）	28	31	84
竣工面积（万平方米）	418.60	531.69	1027.00
期末在建项目数（个）	62	92	137

期末在建面积（万平方米）	1277.00	2128.80	2366.15

注：上表统计口径为全口径，竣工面积为所有竣工项目本年竣工建筑面积
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司主要在建房地产开发项目共计137个，总建筑面积为3264.90万平方米，总可售面积为2265.59万平方米；预计总投资为3665.81亿元，截至2019年底，公司累计已投资2532.53亿元，尚需投资1133.28亿元，具体情况如下表所示。

表11　截至2019年底公司主要在建房地产开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

城市	总建筑面积	在建面积	总可售面积	已售面积	待售面积	总投资金额	累计投资额	尚需投资额
北京	421.15	348.60	248.42	126.48	121.94	835.16	641.40	193.76
济南	405.93	298.68	302.30	169.76	132.55	297.22	189.71	107.51
长春	286.06	186.11	218.66	107.39	111.27	200.22	126.61	73.61
沈阳	283.35	158.90	213.48	146.94	66.53	178.91	109.29	69.62
青岛	211.02	55.34	160.72	57.37	103.35	158.92	65.32	93.60
广州	209.91	197.67	126.33	17.06	109.27	345.90	249.11	96.80
西安	168.64	47.90	122.74	71.89	50.85	116.11	67.89	48.22
长沙	146.10	145.84	99.07	18.58	80.50	126.18	73.72	52.45
昆明	108.56	72.89	69.71	24.78	44.93	99.92	58.70	41.22
太原	93.96	38.55	69.92	18.75	51.18	48.91	19.58	29.33
南京	86.10	86.10	65.25	30.59	34.66	133.46	97.01	36.44
武汉	85.08	70.89	61.37	16.04	45.33	111.26	66.54	44.72
成都	75.46	75.46	54.01	15.70	38.30	72.47	43.70	28.77
大连	71.42	47.77	48.86	26.61	22.25	79.17	60.55	18.63
重庆	71.26	47.36	52.33	18.55	33.78	67.09	52.77	14.31
福州	60.28	55.40	39.19	4.29	34.90	80.35	59.78	20.57
宁波	57.75	57.75	29.45	10.74	18.71	108.09	70.98	37.11
乌鲁木齐	54.00	53.31	41.97	19.40	22.57	27.23	13.70	13.53
厦门	46.97	31.64	29.53	3.79	25.74	115.23	94.63	20.60
上海	43.87	43.87	26.40	4.13	22.27	138.39	123.22	15.17
鄂州	43.19	32.52	33.88	7.34	26.55	35.34	25.70	9.64
南昌	29.01	10.39	21.65	8.62	13.02	23.41	19.96	3.45
哈尔滨	28.69	28.69	20.77	12.14	8.63	26.21	18.84	7.37
天津	24.21	24.21	18.10	2.23	15.87	52.09	44.67	7.42
佛山	23.13	23.13	16.57	--	16.57	29.40	19.65	9.75
深圳	22.08	22.08	4.44	--	4.44	27.85	21.22	6.62
郑州	19.49	19.49	14.32	8.74	5.58	15.64	8.90	6.74
中山	17.04	17.04	8.60	2.41	6.19	14.84	12.17	2.68
肇庆	16.57	16.57	12.21	--	12.21	13.73	7.71	6.02
漳州	14.82	14.82	11.28	8.18	3.10	16.76	14.46	2.30
石家庄	14.39	14.39	9.62	0.33	9.29	14.24	9.21	5.03
杭州	14.09	14.09	8.04	1.44	6.60	42.80	36.14	6.65
东莞	6.06	3.41	2.65	2.55	0.10	8.45	6.28	2.17
烟台	5.27	5.27	3.78	3.17	0.61	4.88	3.42	1.46
总计	**3264.90**	**2366.15**	**2265.59**	**965.96**	**1299.63**	**3665.81**	**2532.53**	**1133.28**

注：上表统计口径为全口径，包含非并表项目；在建面积为截至2019年底仍处于在建状态的面积
资料来源：公司提供，联合资信整理

截至 2019 年底，公司主要在建项目中济南、北京、长春和沈阳为在建项目中总可售面积前四的城市，比重分别为 13.34%、10.96%、9.65%和 9.42%；济南、北京、长春和广州为在建项目中待售面积前四的城市，比重分别为 10.20%、9.38%、8.56%和 8.41%。从投资规模看，截至 2019 年底，北京和广州在建项目预计总投资规模较大，占比分别为 22.78%和 9.44%；北京和济南在建项目尚需投资占比分别为 17.10%和 9.49%。公司主要在开发项目中一、二线城市占比较高，目前地产景气度波动较大，支撑地产价格增长的动力将弱于以往，加速项目开发并维持高利润水平的难度加大。

截至 2019 年底，公司主要拟建项目 41 个，主要分布在济南、成都、青岛和长春等地，总建筑面积合计 912.02 万平方米，总可售面积 634.83 万平方米，预计总投资 1140.03 亿元，尚需投资 559.87 亿元，公司未来将保持一定的融资需求。考虑到公司财务弹性良好，未来融资压力可控。

4. 房产销售情况

2019 年，公司销售面积及销售金额同比均有所增长，受结转面积大幅增加影响，结转收入大幅增长；公司可售房源仍主要位于一、二线城市，长期去化压力不大，但限购等政策的实施可能会对公司销售速度造成一定影响，另外需关注部分城市的去化压力。

2019 年，公司实现签约销售面积 806.32 万平方米，较上年有所增长，主要系公司自 2016 年以来加大土地储备和新开工力度使得达预售状态的项目逐年增加及销售面积统计口径发生变化所致；但签约销售面积增幅远低于公司土地开发速度，主要系公司项目主要位于一二线城市，受房地产调控政策影响销售周期延长和受环保等政策影响工程周期延长及预售条件提高等影响，预售时点延后所致；实现签约销售均价 2.06 万元/平方米，同比上涨 12.57%，主要系销售区域房价均有所上涨所致；受签约销售面积和销售均价上涨影响，公司实现签约销售金额 1662.56 亿元，同比大幅增长。2019 年，公司结转面积大幅增加，主要系 2018 年第四季度竣工项目面积较大并跨年结转所致；结转均价为 1.50 万元/平方米，较上年小幅下降；受结转面积大幅增加影响，公司结转收入大幅增长。

表12　2017－2019年公司销售及结转概况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
达预售项目（个）	87	151	226
签约销售面积（万平方米）	509.40	552.96	806.32
签约销售金额（亿元）	694.57	1014.25	1662.56
签约销售均价（万元/平方米）	1.36	1.83	2.06
结转收入面积（万平方米）	371.00	263.35	637.80
结转收入（亿元）	490.43	390.44	958.45
结转均价（万元/平方米）	1.32	1.56	1.50

注：表中合同销售面积及合同销售金额统计口径：2017年和2018年为并表口径，2019年为全口径；结转面积和结转收入统计口径为并表口径，结转面积是结转收入部分的可售面积
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司主要在建房地产项目的待售面积合计 1299.63 万平方米，拟建项目总可售面积 634.83 万平方米（详见第三小节主要在建房地产项目情况表），乌鲁木齐项目可能存在一定的去化压力。若以公司 2019 年的签约销售面积来看，待售面积能维持公司未来 2~3 年的销售，同时考虑到公司未开发项目的规模，公司未来销售有一定的基础支撑。

5. 自持物业情况

公司自持物业仍主要为写字楼和商业地产，整体规模不大，但能够为公司贡献较好的现金流并成为收入的有益补充。

公司持有部分商业物业，主要为写字楼和商业

物业，以出租为主。2019 年，公司新增上海九峯里友里长租公寓等项目。截至 2019 年底，公司主要自持物业的建筑面积合计 74.17 万平方米，公允价值为 277.48 亿元，累计增值率为 199.36%，主要在北京、上海、沈阳和佛山四个城市，具体情况如下表所示。

表13　截至2019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	2017 年收入	2018 年收入	2019 年收入
中海地产广场	北京	8.65	写字楼及商业	5.67	33.94	1.43	1.56	1.92
中海凯旋写字楼	北京	2.47	写字楼	2.54	17.90	1.44	0.21	0.95
中海广场	北京	14.51	写字楼及商业	18.29	82.55	3.24	3.14	3.69
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	0.52
环宇城	佛山	13.06	商业	14.04	19.92	0.69	0.98	0.96
中海国际中心	沈阳	11.46	写字楼及商业	6.77	12.74	0.19	0.47	0.77
中建大厦	上海	9.51	写字楼及商业	10.03	42.02	1.89	2.05	2.27
北京奥南 4#地项目	北京	9.30	写字楼	26.63	45.33	--	1.48	1.77
九峯里友里长租公寓	上海	0.98	长租公寓	3.22	4.53	--	--	0.01
合计	--	**74.17**	--	**92.69**	**277.48**	**9.02**	**10.25**	**12.86**

注：中建大厦为2017年3月通过收购转入，但上表列示了中建大厦2017年全年的租金收入明细，受此影响，上表租金收入合计值与公司审计报告中物业出租收入可能存在不一致
资料来源：公司提供

6. 关联交易

公司关联交易的形成主要是公司正常生产经营的需要，整体关联交易规模较小。

2019 年，公司与关联方因采购商品和接受劳务发生的交易金额为 41.19 亿元，占当期交易金额的比重为 3.84%，主要为与中国建筑股份有限公司及其下属子公司进行的工程施工发生的关联交易。因销售商品和提供劳务发生的交易金额为 14.43 亿元，主要为与成都信勤置业有限公司和上海老西门新苑置业有限公司产生的工程承包收入，占当期销售商品和提供劳务金额的比重为 1.10%。公司为关联方提供担保金额为 30.20 亿元，中国海外发展为公司提供担保的金额为 121.48 亿元，与关联方发生的资金拆借为 66.23 亿元。公司关联交易余额分别体现在应收账款、预付账款、其他应收款、应收股利和预收款项、应付账款、其他应付款、应付利息和应付股利等科目。

为进一步规范公司关联交易管理，明确管理职责和分工，维护公司股东和债权人的合法利益，保证公司与关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公开、公允的原则，根据《公司法》《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》《公司章程》的有关规定结合公司实际情况，公司制定了《关联交易管理制度》，对关联交易的基本原则、价格确定及管理、审议程序、信息披露等事宜进行了明确规定。

7. 经营效率

公司经营效率尚可。

2019年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数分别为52.03次、0.26次和0.23次，存货周转次数及总资产周转次数均有所提升。与同行业可比公司进行对比，公司经营效率尚可。

表 14　2019 年房地产开发类公司主要经营效率指标对比（单位：次）

公司简称	存货周转次数	总资产周转次数
保利发展控股集团股份有限公司	0.29	0.25
华润置地控股有限公司	0.19	0.15
深圳华侨城股份有限公司	0.15	0.18
公司	0.26	0.23

资料来源：联合资信根据公开数据整理

8. 未来发展

公司未来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。

公司将继续积极吸纳土地，并以实现有质量的业绩增长为目标，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，持续创新运营模式。

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计[2]，并出具了标准无保留意见的审计结论；2020 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照现行《企业会计准则》编制。2019 年，公司合并范围新增 25 家子公司，注销 2 家子公司，截至 2019 年底，公司合并范围内共有子公司 189 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 4698.44 亿元，所有者权益合计 1272.67 亿元（含少数股东权益 66.98 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 1005.89 亿元，利润总额 270.39 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 5065.43 亿元，所有者权益合计 1277.42 亿元（含少数股东权益 65.11 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 53.60 亿元，利润总额 7.03 亿元。

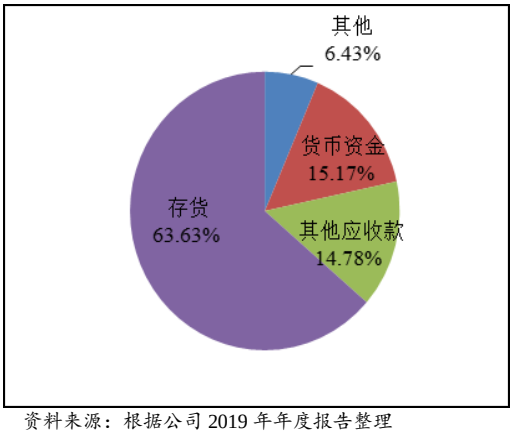
2. 资产质量

2019 年，公司资产规模持续增长，资产结构仍以流动资产为主；资产受限比例低，货币资金持续增长并保持充足，受资金统筹运营模式的影响，公司关联方往来规模较大。整体看，公司资产质量较好。

截至 2019 年底，公司资产总额 4698.44 亿元，较 2018 年底增长 19.78%。其中，流动资产占 92.07%，非流动资产占 7.93%，资产构成以流动资产为主。

流动资产方面，截至 2019 年底，公司流动资产总额为 4326.00 亿元，较 2018 年底增长 20.72%，构成如下图所示。

图 3　截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司 2019 年年度报告整理

截至 2019 年底，公司货币资金为 656.17 亿元，较 2018 年底增长 26.60%；货币资金由银行存款和其他货币资金构成，其中银行存款 654.28 亿元；因预售房产监管资金、按政府规定交纳保证金等而受限的货币资金 5.63 亿元，受限规模很小。

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作为间接控股股东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。截至 2019 年底，公司其他应收款账面价值为 639.39 亿元，较 2018 年底增长 26.93%，主要系往来款、保证金、押金及备用金等增加所致。其他应收款主要由关联方往来款（占 90.14%）、保证金加押金加备用金（占 8.70%）和外部往来款（占 0.81%）构成，对公司资金形成一定占用。从账龄看，其他应收款中一年以内占

[2]受瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）被处罚影响，公司于 2019 年变更审计机构

73.44%、1~2 年占 12.75%、2~3 年占 7.09%、3 年以上占 6.71%。公司其他应收款年末余额前五名共计 304.89 亿元，占比为 47.69%，主要为关联方往来款。

表 15　截至 2019 年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

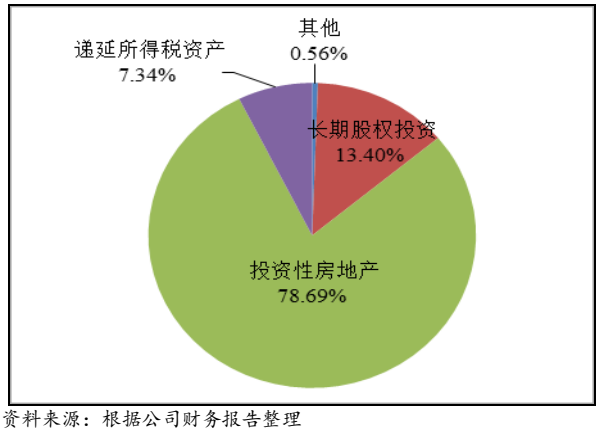
单位名称	账龄	金额	占比	款项性质
中信房地产集团有限公司本部	1 年以内	174.77	27.33	关联往来
南京海润房地产开发有限公司	3 年以内	52.82	8.26	关联往来
大连鼎泰锦城房地产有限公司	1 年以内	29.79	4.66	关联往来
上海金海伊上房地产开发有限公司	1 年以内	29.67	4.64	关联往来
佛山市顺德嘉润房地产开发有限公司	2 年以内	17.84	2.79	关联往来
合计	--	**304.89**	**47.69**	--

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 2752.45 亿元，主要由开发成本（占比 91.57%）和开发产品（占比 7.56%）构成，未计提存货跌价准备。公司开发项目中二线城市占比较高。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。

非流动资产方面，截至 2019 年底，公司非流动资产合计 372.43 亿元，较 2018 年底增长 9.79%，构成如下图所示。

图 4　截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：根据公司财务报告整理

2019 年底，公司长期股权投资为 49.92 亿元，较 2018 年底增长 9.55%，其中当年追加投资 4.58 亿元（主要为青岛方跃置业有限公司 1.17 亿元、青岛方虔置业有限公司 1.12 亿元、北京辉广企业管理有限公司 0.83 亿元，其余较为分散）；2019 年确认投资收益 5.49 亿元。

截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值合计 293.06 亿元，较 2018 年底增长 5.95%，系评估增值所致。

截至 2019 年底，公司因预售房产监管资金、按政府规定交纳保证金等而受限的货币资金 5.63 亿元，因为关联方抵押借款质押而受限的投资性房地产 42.02 亿元，合计 47.65 亿元，占资产总额的比例为 1.01%，受限比例低。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 5065.43 亿元，较 2019 年底增长 7.81%，主要系当期外部往来款和开发成本增加，使其他应收款和存货相应增加所致；其中，流动资产占 92.79%，非流动资产占 7.21%，较 2019 年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

公司所有者权益中未分配利润占比仍较高，权益稳定性有待提高。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 1272.67 亿元，较 2018 年底增长 18.90%。其中，归属于母公司所有者权益为 1205.69 亿元，占比为 94.74%；公司归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 16.59%，其他综合收益占 2.30%，盈余公积占 3.47%，未分配利润占 77.64%。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 1277.42 亿元，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 94.90%，少数股东权益占比为 5.10%。归属于母公司所有者权益 1212.32 亿元，主要为实收资本和未分配利润，分别占 16.50%和 77.74%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

负债

2019 年，公司总负债持续增长，仍以预收款项和其他应付款为主；其他应付款进一步增加，主要为关联方无固定期限往来款；有息债务持续增长，

但整体债务规模仍属较低水平且债务结构合理。

截至 2019 年底，公司负债合计 3425.77 亿元，较 2018 年底增长 20.11%，系流动负债和非流动负债均增长所致。其中，流动负债占比 81.66%，非流动负债占比 18.34%，以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 2797.64 亿元，较 2018 年底增长 21.20%，主要系应付账款、其他流动负债等增长所致。流动负债构成以预收款项（占 36.53%）、应付账款（占 9.64%）和其他应付款（占 43.43%）为主。

截至 2019 年底，公司应付账款 269.57 亿元，较 2018 年底增长 62.95%，主要系工程进度款增加所致。公司应付账款主要由工程进度款（占 82.43%）和工程保固金（占 17.20%）构成。截至 2019 年底，公司预收款项为 981.06 亿元，较 2018 年底增长 14.23%，主要系南京中海左岸澜庭、北京望京府和宁波庄桥等项目当期预售款规模较大所致，可为未来收入结转提供较好的支撑。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 1194.56 亿元，较 2018 年底增长 14.43%，主要为关联方往来款 1162.02 亿元。公司其他应付款年底余额前五名共计 452.12 亿元，占比为 37.85%，主要为关联方往来款。

表 16　截至 2019 年底公司其他应付款前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	账龄	金额	占比	款项性质
中国海外发展有限公司	1~2 年	165.83	13.88	归集资金及关联往来
中海发展（苏州）有限公司	1~2 年	95.97	8.03	关联往来
中海发展（广州）有限公司	1~2 年	88.73	7.43	关联往来
中海发展（上海）有限公司	1~3 年	52.66	4.41	关联往来
上海老西门新苑置业有限公司	1~2 年	48. 93	4.10	关联往来
合计	--	**452.12**	**37.85**	--

资料来源：公司财务报告

截至 2019 年底，公司非流动负债为 628.13 亿元，较 2018 年底增长 15.85%，主要由长期借款（占 58.60%）、应付债券（占 32.48%）和递延所得税负债（占 8.92%）构成。截至 2019 年底，公司长期借款为 368.09 亿元，较 2018 年底增长 13.63%，主要系公司经营规模扩大带动新项目增加使得开发贷规模扩张所致。公司长期借款主要为信用借款和保证借款，根据公司提供的主要借款明细，公司长期借款主要集中在 2022 年到期。截至 2019 年底，公司应付债券账面余额 204.04 亿元，较 2018 年底增长 20.71%，主要系当期新发行“19 中海 01”和“19 中海 02”所致。截至 2019 年底，公司递延所得税负债为 56.00 亿元，较 2018 年底增长 13.83%。

表 17　截至 2019 年底公司应付债券构成（单位：亿元、年、%）

债券名称	发行时间	回售时间	到期时间	发行金额	期末余额	债券期限	初始票面利率
15 中海 01	2015-11-19	2018-11-19	2021-11-19	70.00	34.04	3+3	3.40
15 中海 02	2015-11-19	2020-11-19	2022-11-19	10.00	10.00	5+2	4.20
16 中海 01	2016-8-23	2021-8-23	2026-08-23	60.00	60.00	5+5	3.10
18 中海地产 MTN001	2018-02-06	--	2021-02-06	30.00	30.00	3	5.60
18 中海 01	2018-10-22	2021-10-22	2024-10-22	35.00	35.00	3+3	4.00
19 中海 01	2019-01-22	2022-01-24	2025-01-24	20.00	20.00	3+3	3.47
19 中海 02	2019-01-22	2024-01-24	2026-01-24	15.00	15.00	5+2	3.75
合计	--	--	--	**240.00**	**204.04**	--	--

资料来源：公开数据，联合资信整理

截至 2019 年底，公司全部债务较 2018 年底增长 28.74%，主要系公司拿地规模较大及新开工项目持续增加致使公司融资需求增加所致。其中，长期债务占比 83.42%，短期债务占比 16.58%，债务期限结构合理。2019 年底，公司资产负债率和全部债务

资本化比率分别为 72.91%和 35.02%，较 2019 年底分别增长 0.20 个百分点和 1.79 个百分点；长期债务资本化比率为 31.01%，较 2019 年底减少 0.52 个百分点，债务负担有所加重，但仍属较低水平且债务结构较为合理。

表 18　截至 2019 年底公司有息债务到期分布情况（单位：亿元、%）

年份	短期借款	一年内到期非流动负债	长期借款	应付债券	合计	占比
2020 年	24.19	89.55	--	10.00	**123.74**	18.04
2021 年	--	--	81.67	159.04	**240.71**	35.10
2022 年	--	--	231.78	20.00	**251.78**	36.71
2023 年	--	--	6.06	--	**6.06**	0.88
2024 年及以后	--	--	48.58	15.00	**63.58**	9.27
合计	**24.19**	**89.55**	**368.09**	**204.04**	**685.87**	**100.00**

注：应付债券到期期限分布假设未到期的含权债均于首个行权日或回售日到期
资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 3788.00 亿元，较 2019 年底增长 10.57%，主要系长期借款等增加所致。其中，流动负债占 80.23%，非流动负债占 19.77%，以流动负债为主，负债结构较 2019 年底变化不大。截至 2020 年 3 月底，公司流动负债 3039.04 亿元，较 2019 年底增长 8.63%；非流动负债 748.96 亿元，较 2019 年底增长 19.24%，主要系长期借款增加所致。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 833.53 亿元，较 2019 年底增长 21.53%。其中，短期债务 141.20 亿元（占 16.94%），较 2019 年底增长 24.15%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。长期债务 692.33 亿元（占 83.06%），较 2019 年底增长 21.01%，主要系长期借款增长所致。截至 2020 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.78%、39.49%和 35.15%，较 2019 年底分别提高 1.87 个百分点、4.47 个百分点和 4.13 个百分点，债务负担持续加重，但仍属较低水平且债务结构较为合理。

4. 盈利能力

2019 年，受结转面积大幅增加影响，公司营业收入和净利润同比大幅增长；费用控制能力仍很强；利润对非经常性损益的依赖程度不高，整体盈利能力很强。

2019 年，公司实现营业收入 1005.89 亿元，同比增长 144.81%，主要系当期结转项目大幅增加所致；同期，公司实现净利润 203.57 亿元，同比增长 80.75%，增幅小于收入增幅。

期间费用方面，2019 年，公司期间费用为 19.34 亿元，同比下降 24.23%。其中，销售费用为 16.07 亿元、管理费用为 10.55 亿元、财务费用为-7.28 亿元。2019 年，公司销售费用同比增长 45.16%，主要系公司当年销售规模大幅增加所致；管理费用增长 2.46%；财务费用为负数，主要系当期产生的利息收入较大所致。2019 年，公司期间费用收入比为 1.92%，费用控制能力强。

从利润构成来看，2019 年，公司公允价值变动收益（均为按公允价值计量的投资性房地产公允价值变动）为 17.06 亿元，占当年营业利润的比重为 6.33%，有所减少；公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益，为 5.52 亿元，占营业利润的比重为 2.05%，对营业利润影响不大。

从各项盈利指标看，2019 年公司营业利润率为 26.33%，较上年减少了 11.54 个百分点，主要系公司结转项目毛利率下降所致；总资本收益率和净资产收益率分别为 10.63%和 16.00%，分别较上年增长了 2.71 个百分点和 5.48 个百分点，主要系公司当期收入大幅增加致使利润大幅增长所致。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 53.60 亿元，同比增长 25.66%；同期，公司实现净利润 6.62 亿元，同比增长 23.83%，其中归属于母公司所有者的净利润 6.41 亿元。

5. 现金流

受资金统筹调配运营模式的影响，公司经营性净现金流波动较大，2019 年经营性现金流转为净流入状态；投资活动净现金流规模相对较小；筹资活

动现金流持续净流入，仍存在一定的外部融资需求。

表 19　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
经营活动现金流入量	4519.93	4706.64	5192.91	1339.22
经营活动现金流出量	4968.09	4780.28	5059.19	1547.57
经营活动现金流量净额	**-448.16**	**-73.65**	**133.72**	**-208.35**
投资活动现金流入量	37.01	60.33	13.72	--
投资活动现金流出量	27.39	10.26	4.89	0.03
投资活动现金流量净额	**9.62**	**50.07**	**8.83**	**-0.03**
筹资活动现金流入量	189.23	253.87	261.31	172.62
筹资活动现金流出量	79.49	131.65	183.73	37.67
筹资活动现金流量净额	**109.74**	**122.22**	**77.58**	**134.95**
筹资活动前现金流	**-438.53**	**-23.58**	**142.55**	**-208.38**

资料来源：根据公司财务报告和财务报表整理

从经营活动情况来看，2019 年公司经营活动现金流入为 5192.91 亿元，同比增长 10.33%，主要系公司销售回款增加所致；经营活动现金流出为 5059.19 亿元，同比增长 5.83%，主要系支付的建安成本增长所致。受上述因素的影响，2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 133.72 亿元，由净流出转为净流入，且净流入规模较大。

从投资活动情况来看，2019 年，公司投资活动现金流入为 13.72 亿元，同比下降 77.25%，主要系当年收回委贷款项减少所致；投资活动现金流出为 4.89 亿元，同比下降 52.32%，主要系当期对外投资规模减少所致。受上述因素的影响，2019 年公司投资活动产生的现金流量净额为 8.83 亿元，同比大幅减少。

从筹资活动情况看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 261.31 亿元，同比增长 2.93%，主要系银行借款增加所致；筹资活动现金流出为 183.73 亿元，同比增长 39.56%，主要系偿付债务规模增加所致。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 77.58 亿元，同比下降 36.53%。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-208.35 亿元，上年同期为-72.72 亿元，净流出规模同比增长主要系拿地及工程支出增加所致；投资活动产生的现金流量净额为-0.03 亿元，上年同期为 7.71 亿元，当期对外投资及收回投资规模均较小；筹资活动产生的现金流量净额为 134.95 亿元，上年同期为 98.82 亿元，受业务规模扩大影响，公司对外部融资有一定需求。

6. 偿债能力

公司长、短期偿债能力指标表现仍较好，现金短期债务比虽有所下降，但对短期债务保障程度仍较高；综合考虑公司股东背景、行业地位等，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率为 154.63%，较年初变化不大；速动比率增长至 56.25%；现金短期债务比由 13.04 倍大幅下降至 5.77 倍，主要系公司短期债务大幅增加所致。截至 2020 年 3 月底，公司现金短期债务比为 4.18 倍。整体看，公司短期偿债能力仍很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 275.22 亿元，同比增长 69.16%。其中，折旧占 0.05%、摊销占 0.03%、计入财务费用的利息支出占 1.67%、利润总额占比 98.25%，公司 EBITDA 以利润总额为主。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 8.49 倍，同比有所上升，主要系 EBITDA 增加所致；全部债务/EBITDA 有所下降，为 2.49 倍。整体看，公司长期偿债能力仍很强。

截至 2019 年底，公司共取得银行授信额度 1005.00 亿元，已使用额度 454.42 亿元，未使用的额度为 550.58 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年底，公司对合并范围外企业担保共计 30.20 亿元，占净资产比例为 2.37%，全部为对关联企业提供的担保。公司为商品房承购人向银行抵押借款提供担保余额为人民币 274.57 亿元，截至目前承购人未发生违约。公司或有负债风险一般。

表 20　截至 2019 年底公司对外提供担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否互保	是否关联方
广州碧臻房地产开发有限公司	20417.54	2018/12/11	2020/12/29	否	是
	14279.29	2018/12/26	2020/12/02	否	是
广州利合房地产开发有限公司	57546.00	2018/07/13	2021/05/21	否	是
广州绿嵘房地产开发有限公司	29321.60	2018/11/13	2021/11/29	否	是

	6664.00	2019/4/11	2022/4/10	否	是
	9996.00	2019/9/30	2022/9/29	否	是
深圳市海清置业发展有限公司	5000.00	2018/05/07	2023/05/23	否	是
	2495.00	2018/12/24	2023/05/23	否	是
	7665.84	--	2023/5/16	否	是
杭州中建国博置业投资有限公司	16000.00	2013/04/10	2020/04/09	否	是
中海海隆商业管理（苏州）有限公司	117500.00	2019/10/21	2026/10/16	否	是
长沙禧荣置业有限公司	15071.31	2019/1/16	2020/12/18	否	是
合计	**301956.58**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司无实质性影响自身经营及财务状况等的重大未决诉讼、仲裁或行政处罚。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10440304000231401），截至 2020 年 5 月 29 日，公司本部已结清业务中，因银行操作失误，存在金额合计 96.41 万元的 2 笔欠息已经协调删除，征信报告中不再体现；公司未结清及已结清业务中无不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

母公司资产逐年增长，其他应收款规模较大；负债持续增长，整体债务负担较适中；收入规模较小，盈利主要来自于对子公司投资取得的收益；经营性和投资性净现金流变动较大，筹资性现金流持续为净流入。

资产方面，截至 2019 年底，母公司资产总额为 2039.90 亿元，较上年底增长 25.21%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产占 90.37%，非流动资产占 9.63%，以流动资产为主。其中货币资金、其他应收款和其他非流动资产占比较大，2019 年底分别为 264.95 亿元、1447.09 亿元和 108.24 亿元，公司其他应收款主要为关联方往来款，其他非流动资产主要系委托贷款。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债规模 1432.23 亿元，较上年底增长 31.47%。母公司负债中流动负债占 75.29%，非流动负债占 24.71%，以流动负债为主。流动负债以其他应付款 1004.20 亿元和一年内到期的非流动负债 73.64 亿元为主；非流动负债以长期借款 148.55 亿元和应付债券 204.04 亿元为主。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 70.21%，全部债务资本化比率为 41.23%。整体看，母公司负债规模持续增长，整体债务负担较适中。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益 607.67 亿元，较上年底增长 9.93%；母公司所有者权益主要由实收资本（占 32.91%）、资本公积（占 0.12%）、盈余公积（占 6.89%）和未分配利润（占 60.08%）构成。

损益方面，2019 年，母公司营业收入小幅增长 8.13%至 1.61 亿元；投资净收益为 51.57 亿元，同比增长 104.09%，主要为对子公司投资取得的收益；净利润为 54.21 亿元，同比增长 104.32%。同期，母公司期间费用为-1.98 亿元，为负数，主要系委托贷款利息自 2018 年后计入财务费用利息收入所致。整体看，近年来母公司利润主要来自于对子公司投资取得的收益。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流净额为-129.63 亿元，由净流入转为净流出；投资活动现金流净额为 100.73 亿元，由净流出转为净流入，主要系当期收到的其他与投资活动有关的现金大幅增长；筹资活动现金流净额为 101.11 亿元，同比增长 57.77%，持续为净流入，主要系当期取得借款规模较大所致。

十、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对单独年度最高偿付额的保障能力很强，EBITDA 对单独年度内最高偿付额的保障能力尚可。

经联合资信评定的“18 中海地产 MTN001”，存续额度合计 30.00 亿元，将于 2021 年 2 月到期。

截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产 590.38 亿元，为“18 中海地产 MTN001”的 19.68 倍。

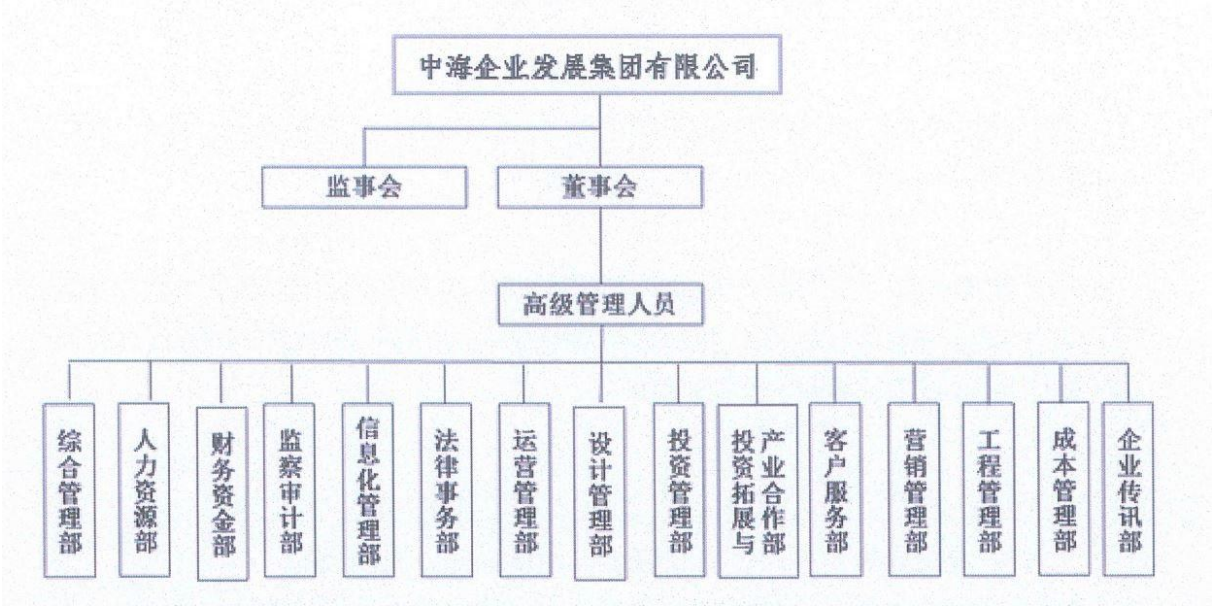
如表 18 所示，公司将于 2021 年到期的债券合

计 159.04 亿元（以下简称“单独年度最高偿付额”）。2019 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为 5192.91 亿元、133.72 亿元和 275.22 亿元，分别为单独年度最高偿付额的 32.65 倍、0.84 倍和 1.73 倍。

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，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　公司组织结构图


中海企业发展集团有限公司
监事会
董事会
高级管理人员
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
产业合作部
投资拓展与
客户服务部
营销管理部
工程管理部
成本管理部
企业传讯部

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	384.25	518.31	656.17	590.38
资产总额(亿元)	2873.88	3922.64	4698.44	5065.43
所有者权益合计(亿元)	944.03	1070.35	1272.67	1277.42
短期债务(亿元)	63.43	39.75	113.74	141.20
长期债务(亿元)	328.97	492.99	572.13	692.33
全部债务(亿元)	392.40	532.74	685.87	833.53
营业收入(亿元)	504.92	410.88	1005.89	53.60
利润总额(亿元)	146.58	148.22	270.39	7.03
EBITDA(亿元)	155.29	162.69	275.22	--
经营性净现金流(亿元)	-448.16	-73.65	133.72	-208.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	40.05	53.40	52.03	--
存货周转次数(次)	0.25	0.11	0.26	--
总资产周转次数(次)	0.20	0.12	0.23	--
现金收入比(%)	136.78	210.72	129.88	570.80
营业利润率(%)	29.31	37.87	26.33	23.22
总资本收益率(%)	9.00	7.92	10.63	--
净资产收益率(%)	11.83	10.52	16.00	--
长期债务资本化比率(%)	25.84	31.53	31.01	35.15
全部债务资本化比率(%)	29.36	33.23	35.02	39.49
资产负债率(%)	67.15	72.71	72.91	74.78
流动比率(%)	164.68	155.12	154.63	154.67
速动比率(%)	58.71	51.35	56.25	52.32
经营现金流动负债比(%)	-28.74	-3.19	4.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.11	6.93	8.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.53	3.27	2.49	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均采用合并口径，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告 2017 年、2018 年和 2019 年财务数据分别为 2018 年审计报告期初数、2019 年审计报告上年期末数及 2019 年审计报告期末数；3. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	184.33	196.14	264.95	282.21
资产总额(亿元)	1301.11	1642.16	2039.90	2331.85
所有者权益(亿元)	526.23	552.76	607.67	610.57
短期债务(亿元)	33.46	14.95	73.64	68.71
长期债务(亿元)	199.19	292.77	352.59	447.54
全部债务(亿元)	232.65	307.72	426.23	516.25
营业收入(亿元)	17.07	1.49	1.61	0.02
利润总额(亿元)	26.88	26.97	55.11	3.21
EBITDA(亿元)	--	--		--
经营性净现金流(亿元)	-256.25	26.58	-129.63	-11.38
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	0.12	0.29	0.44	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	95.87	895.90	105.99	--
营业利润率(%)	99.28	92.15	90.65	--
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	4.63	4.80	8.92	--
长期债务资本化比率(%)	27.46	34.63	36.72	42.30
全部债务资本化比率(%)	30.66	35.76	41.23	45.81
资产负债率(%)	59.56	66.34	70.21	73.82
流动比率(%)	177.36	177.17	170.95	163.19
速动比率(%)	177.36	177.17	170.95	163.19
经营现金流动负债比(%)	-44.54	3.34	-12.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司 2020 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-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+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

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

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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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