

中海企业发展集团有限公司
2026 年面向专业投资者公开发行
公司债券（第三期）信用评级报告

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

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2026〕7343号

联合资信评估股份有限公司通过对中海企业发展集团有限公司及其拟发行的 2026 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第三期）的信用状况进行综合分析和评估，确定中海企业发展集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，中海企业发展集团有限公司 2026 年面向专业投资者公开发行人公司债券（第三期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年八月十三日

声 明

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

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

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

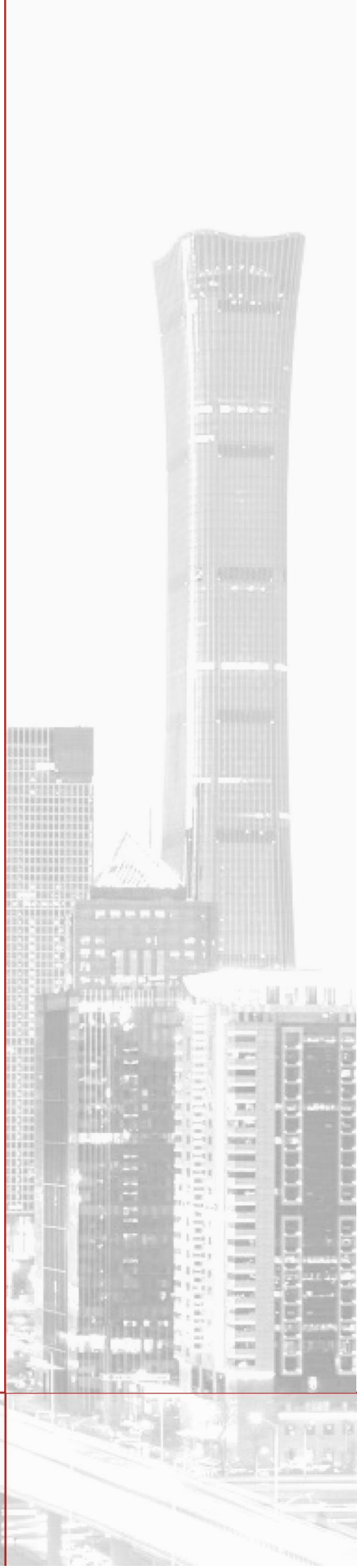
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

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

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



中海企业发展集团有限公司 2026 年

面向专业投资者公开发行人公司债券（第三期）信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2026/08/13

债项概况 本期债项发行金额不超过 40.00 亿元（含 40.00 亿元）。其中，品种一期限为 3 年期固定利率品种，品种二期限为 5 年期固定利率品种。两个品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制。本期债项按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债项无担保，募集资金拟全部用于偿还公司债券。

评级观点 中海企业发展集团有限公司（以下简称“公司”）作为中国建筑集团有限公司（以下简称“中国建筑集团”）旗下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）在境内的重要房地产业务平台。公司深耕房地产开发数十年，具备突出的产品力、品牌溢价能力和成本费用管控能力。近年来，公司在房地产市场下行的环境下，展现出非常强的经营韧性，行业龙头地位显著。经营方面，公司坚持“主流城市、主流地段”的精准投资策略，2025 年加大拿地和新开工力度，新增项目城市能级很高，期末土地储备大部分位于一二线城市且规模充裕，拿地稳健性非常高，当年签约销售面积和销售金额均实现不同程度增长，项目去化前景良好。整体看，公司突出的成本费用管控能力和全国化均衡布局，有效增强了对行业周期波动的抵御能力，经营风险非常低。财务方面，公司盈利能力很强，近三年累计经营活动现金流量净流入超过 300 亿元，自我造血能力良好，货币资金充裕，资本结构非常好，财务及融资政策稳健；公司短期及长期偿债指标整体表现极强，同时，公司融资渠道畅通，良好的外部融资进一步保障了公司的财务弹性。综合评估，公司信用风险极低。

本期债项对公司现有债务结构影响不大，公司对本期债项的偿还能力极强。

个体调整：无。

外部支持调整：无。

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

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

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

优势

- **公司股东实力极强，可为公司提供大力支持。**公司是中国海外发展境内业务的主要平台，中国海外发展经营及财务实力极强，且为大型中央企业中国建筑集团的子公司，公司股东实力极强。2025 年中国海外发展位列克而瑞权益销售金额榜第一名。公司在中国海外发展体系中有重要地位，可获得股东大力支持。
- **公司具备突出的开发运营能力、产品竞争力和品牌优势，土地储备质量非常高，抵御房地产行业下行的抗风险能力很强。**公司具有丰富的房地产开发经验和应对行业下行的经验，旗下的“中海地产”品牌已发展成为跨地域的全国性地产品牌。公司土地储备规模充裕，主要位于高能级的一二线城市，均衡的全国化布局有利于公司在不同阶段获取城市轮动带来的市场机会。2025 年公司签约销售面积和销售金额均实现不同程度增长，在房地产行业深度调整的背景下，公司展现出很强的抗风险能力。
- **公司资本结构非常好，财务及融资政策稳健，成本费用管控能力突出，持续盈利能力很强。**公司货币资金充裕，债务负担与同行业相比非常轻，债务结构良好。公司资产受限程度较低，财务及融资政策稳健，长短期偿债指标整体表现极强。作为首家发行 15 年期信用债券的境内房企，2025 年公司新发行债券票面利率低至 1.60%~2.50%，充分体现了市场对公司信用资质的高度认可，良好的外部融资进一步保障了公司的财务弹性。在房地产行业利润率趋势性下行的背景下，公司突出的成本费用管控能力可有效保障公司项目的盈利空间，未来持续获利能力很强。

关注

- **房地产市场尚未完全止跌企稳，公司面临一定的资产减值风险。**近年来房地产行业景气度下行，市场整体销售价格和销售流速受到较大冲击。2023—2025 年，公司综合毛利率逐年下降，利润空间收窄。考虑到市场景气度较弱，后续公司存货和投资性房地产面临一定的资产减值风险。
- **公司存在一定的项目建设及补库存资金需求。**公司在建和拟建项目规模较大，未来对建设开发资金仍有一定需求；同时，基于规模发展需要，公司持续存在补库存需求。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 房地产开发经营企业信用评级方法与模型 V4.1.202606

债项评级方法 债项评级基本方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
经营风险	A	经营环境	宏观经济	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			经营分析	1
			企业管理	1
财务风险	F1	盈利能力		2
		资本结构		1
		偿债能力		1
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
模型级别				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

主要财务数据

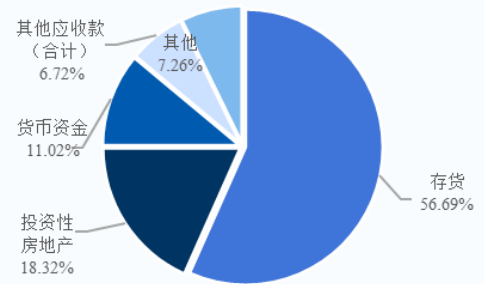
合并口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	809.41	911.05	686.66	729.80
资产总额（亿元）	6283.76	6128.66	6229.26	6326.59
所有者权益（亿元）	2350.19	2501.77	2685.16	2705.95
短期债务（亿元）	250.74	227.62	212.28	345.39
长期债务（亿元）	781.59	850.83	978.67	937.84
全部债务（亿元）	1032.33	1078.46	1190.95	1283.23
营业总收入（亿元）	1415.04	1340.79	1134.28	138.19
利润总额（亿元）	259.04	207.79	131.97	13.50
EBITDA（亿元）	276.99	219.80	148.08	--
经营性净现金流（亿元）	447.15	54.70	-173.96	-7.75
营业利润率（%）	18.33	18.25	13.73	15.94
总资产报酬率（%）	4.38	3.56	2.36	--
资产负债率（%）	62.60	59.18	56.89	57.23
调整后资产负债率（%）	57.10	53.04	49.87	49.90
全部债务资本化比率（%）	30.52	30.12	30.73	32.17
流动比率（%）	161.64	179.61	203.59	197.99
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	3.32	2.74	1.98	--
现金短期债务比（倍）	3.23	4.00	3.23	2.11
EBITDA 利息倍数（倍）	6.13	5.82	3.26	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.73	4.91	8.04	--

公司本部口径				
项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	2514.44	2471.10	3343.84	3570.86
所有者权益（亿元）	788.90	813.13	862.96	865.40
全部债务（亿元）	789.06	752.66	758.56	802.36
营业总收入（亿元）	1.12	0.80	1.17	0.14
利润总额（亿元）	37.81	23.96	50.06	1.95
资产负债率（%）	68.63	67.09	74.19	75.76
全部债务资本化比率（%）	50.01	48.07	46.78	48.11
流动比率（%）	189.08	164.88	123.06	106.73
经营现金流动负债比（%）	-20.59	29.42	14.41	--

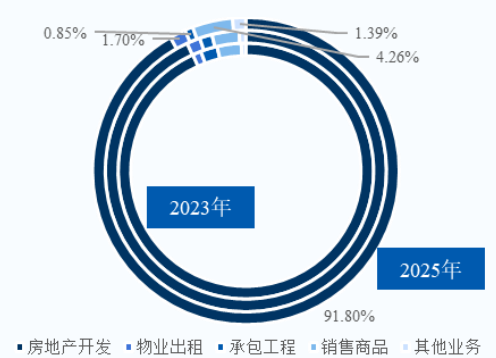
注：1. 本报告部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2023—2024 年末合并口径其他应付款、长期应付款等科目中的债务部分已分别调增短期债务和长期债务，非债务性质的款项已在计算全部债务时剔除；2025 年底及 2026 年 3 月底债务数据未经调整；3. 公司本部口径债务计算未经调整；4. 2026 年一季度财务数据未经审计；5. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

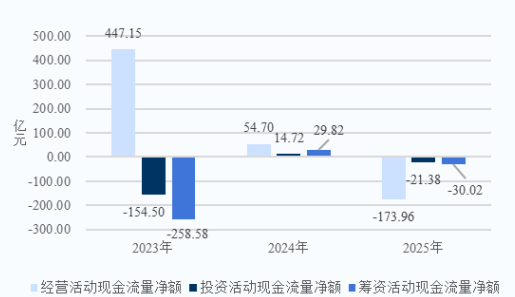
2025 年底公司资产构成



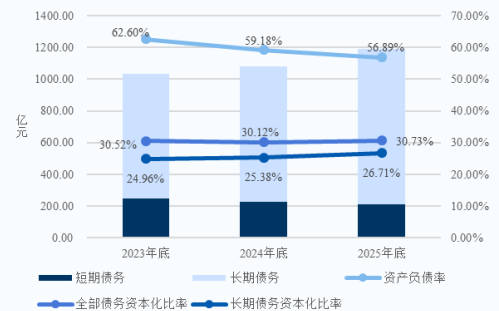
2023—2025 年公司收入构成



2023—2025 年公司现金流情况



2023—2025 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2026/07/03	罗星驰 郭察理	房地产开发经营企业信用评级方法与模型 V4.1.202606	阅读全文
AAA/稳定	2015/08/07	刘洪涛 刘晓亮	企业主体评级方法（2008 年）	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：罗星驰 luoxc@lhratings.com

项目组成员：郭察理 guocl@lhratings.com

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

电话：010-85679696 传真：010-85679228

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



一、主体概况

中海企业发展集团有限公司（以下简称“公司”）是中国海外发展有限公司（以下简称“中国海外发展”，证券代码：0688.HK）在境内重要的业务平台。历经数次增资及股权转让，截至 2026 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 200.00 亿元，中国海外兴业有限公司（以下简称“中海兴业”）为公司唯一股东，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

截至 2026 年 3 月底，公司本部设投资管理部、设计管理部、营销管理部、运营管理部、工程管理部 and 成本管理部等职能部门（详见附件 1-2）。

公司主营房地产开发业务，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）行业划分标准属于房地产开发经营行业。

截至 2025 年底，公司合并资产总额 6229.26 亿元，所有者权益 2685.16 亿元（含少数股东权益 270.17 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 1134.28 亿元，利润总额 131.97 亿元。

截至 2026 年 3 月底，公司合并资产总额 6326.59 亿元，所有者权益 2705.95 亿元（含少数股东权益 271.32 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 138.19 亿元，利润总额 13.50 亿元。

公司注册地址：广东省深圳市南山区粤海街道海珠社区创业路 1688 号中国海外大厦 2201；法定代表人：张智超。

二、本期债项概况

经证监许可〔2025〕180 号文注册，本次公司债券发行总额不超过人民币 150.00 亿元（含），已完成发行 103.00 亿元。

本期债项发行金额不超过 40.00 亿元（含 40.00 亿元）。其中，品种一期限为 3 年期固定利率品种，品种二期限为 5 年期固定利率品种。两个品种间可以进行回拨，回拨比例不受限制。本期债项按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债项无担保，募集资金拟全部用于偿还公司债券。

三、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工企利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

四、行业分析

2025 年，我国房地产开发经营行业处于深度调整筑底阶段，呈现供需弱格局：开发投资、新开工、施工规模持续收缩，商品房销售面积与销售额降幅虽有所收窄但仍处下行区间，房价存在下行压力，广义库存去化周期虽回落但仍处高位。行业准入壁垒低、同质化竞争充分，市场格局持续分化，央国企拿地与新增货值占比提升，销售集中度短期走低。政策以稳市场、去库存、防风险、促转型为主线，中央与地方协同发力，全面松绑需求、强化融资支持、推进保交楼与存量盘活。展望 2026 年，行业预计以筑底企稳、转型提质为主基调，逐步向租购并举、存量盘活、品质提升的新发展模式转型。完整版行业分析详见[《2026 年房地产开发经营行业分析》](#)。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司行业地位突出，保持行业领先的规模优势、品牌认可度和成本费用管控能力，土地储备质量非常高，具备极强的竞争实力。

从行业地位来看，作为中国海外发展房地产板块在中国境内的重要控股平台，公司地产开发业务经营历史长，具有丰富的房地产开发经验和应对行业下行的经验，旗下的“中海地产”品牌已发展成为跨地域的全国性地产品牌。2025 年中国海外发展全口径销售金额 2512 亿元，位列克而瑞全口径销售金额榜第 2 名；权益销售金额 2311 亿元，位列克而瑞权益销售金额榜第 1 名，权益占比约 92%。公司作为中国海外发展的境内主要运营主体，2025 年全口径签约销售金额 1703.23 亿元（占中国海外发展的 67.80%），公司保持行业领先的规模优势和品牌认可度，销售规模处于行业前列。

公司在成本费用管控方面竞争优势显著。公司项目开发以利润回报为首要经营目标，在前期、开发、销售等环节均执行较为严格的成本控制，通过在各城市深耕发展，降低运营成本。开发阶段，地区公司按照战略委员会确定的开发成本推进项目建设，运营管理部实时跟踪、监管、修正，确保项目最终盈利指标的实现；销售阶段，公司以自有营销团队销售为主，对不同项目的销售费用进行精细化管理。采购方面，公司采购方式包括集中采购和分散采购两种，以集中采购为主。公司积累了丰富的供应商体系，通过将合约拆解成多个细标，并多次比较以获取最具优势的价格，带动整体成本处于较低水平。公司股东中国海外发展是中国建筑业龙头企业中国建筑集团有限公司（以下简称“中国建筑集团”）在香港的控股公司，得益于建筑行业背景，公司具备突出的成本管控能力。

从土地储备质量来看，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布局，覆盖内地 30 余个经济活跃城市，均衡的全国化布局有利于公司在不同阶段获取城市轮动带来的市场机会。截至 2026 年 3 月底，公司全口径剩余可售面积约 1660.54 万平方米，主要分布在一二线城市，项目业态以住宅为主，土地储备质量非常高。

2 人员素质

公司管理团队经验丰富且较稳定。

截至 2026 年 3 月底，公司董事及高级管理人员共 3 人。2023 年以来，上述人员未发生变动，公司整体管理团队较稳定。

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

3 信用记录

公司过往履约记录良好。

根据公司提供的企业客户信用信息报告，截至 2026 年 6 月 1 日，公司本部无未结清的不良和关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中无不良和关注类信息。

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

截至 2026 年 8 月 13 日，联合资信未发现公司本部被列入全国失信被执行人名单，公司本部在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不良记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司法人治理结构完善，运作规范。

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

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

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

公司不设监事会或监事。

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

2 管理水平

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

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在建设施工、安全质量、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的各个环节。近年来公司持续推进区域公司缩编和城市公司整合，并于 2026 年撤销区域公司的设置，改为采用“总部-城市/地区”两级管理架构，扁平化模式将有助于提升公司在行业下行期的市场响应速度与风险管理精度。

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

采购和招标管理方面，公司根据业务需要与质量管理原则制定了一系列管理制度，总公司、子公司及各地区分公司所需各类物资、材料、工程建设服务由总部统一询价供应。公司对产品和服务的选购、定购、验收环节分别制定了严格的工作原则，对于新产品采购须邀请三家以上供应商参与报价，并以质量最优、服务最好、价格最低作为选定原则。对于长期合作的供应商，公司根据历史采购价格、服务质量、产品使用情况设立了详细的信息库和考评机制，对于有不良记录的供应商采取一票否决制。

建设方管理方面，公司制定了一系列建设方管控制度，为施工进度、施工安全、工程质量和项目品质提供保障。

七、经营分析

1 经营概况

(1) 经营概况

2023—2025 年，随着房地产行业下行，公司收入和毛利率逐年下降；2026 年一季度，公司结转规模较小，毛利率同比变化不大。

公司项目业态以住宅为主，产品体系涵盖从高端改善型到中低端刚需型各个档次。公司以独立开发为主，部分新增一线城市项目采用合作开发模式，但整体来看合作开发项目占比仍较低。

2023—2025 年，公司营业总收入年均复合下降 10.47%，房地产开发收入占比保持在 90%以上。从各板块来看，2024 年公司房地产开发毛利率同比小幅下降，2025 年同比下降 6.17 个百分点，主要系房地产行业景气度下行、销售价格尚未完全止跌企稳所致；2023—2025 年，公司物业出租板块收入和毛利率均波动增长；公司旗下建筑板块拥有建筑工程施工总承包特级资质、建筑工程与城乡规划双甲级资质等，可提供设计、代建、EPC 和管理咨询等服务，2025 年公司承包工程板块中服务类收入占比较高，该板块收入同比下降但毛利率上升；公司销售商品收入主要来自 B2B 建材交易综合服务平台业务，2023—2025 年，公司销售商品收入波动增长，毛利率逐年小幅下降。

2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 138.19 亿元，同比下降 53.35%，当期结转规模较小；综合毛利率为 18.50%，同比变化不大，但较 2025 年全年毛利率有较大提升。

图表 1 • 2023—2025 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 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	1318.62	93.19	19.95	1248.57	93.12	19.62	1041.22	91.80	13.45
物业出租	15.29	1.08	87.17	20.65	1.54	84.78	19.26	1.70	97.32
承包工程	30.00	2.12	34.09	19.36	1.44	5.25	9.64	0.85	32.80
销售商品	43.26	3.06	7.94	42.02	3.13	6.65	48.35	4.26	6.06
其他	7.88	0.56	7.09	10.18	0.76	30.76	15.80	1.39	17.13
合计	1415.04	100.00	20.54	1340.79	100.00	20.09	1134.28	100.00	14.78

注：部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成
资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

2 土地储备

公司拿地策略聚焦“主流城市、主流地段”，近年来土地投资金额波动下降，但新增土储楼面均价逐年上涨。截至 2026 年 3 月底，公司土地储备规模充裕且基本位于一二线城市，拿地稳健性非常强。考虑到规模发展需要，公司仍将持续存在补库存需求。

在拿地区域上，公司聚焦于主流城市，以直辖市、省会城市、计划单列市、经济发达地区以及人口较多的一二线城市为主，并继续加大一线城市投资占比，以维持在一线城市的市场份额。公司在选定城市的基础上，优选城市核心区域主流地段，同时对于公司历史销售业绩较为突出的城市，公司在拿地资源上有所倾斜，以维持在当地市场的领先地位。

2023—2025 年，受行业景气度下行影响，公司土地投资金额波动下降；新增土储楼面均价逐年上涨，公司于核心城市、核心地段的拿地占比提升。其中，2024 年公司拿地规模相对较小；2025 年公司加大了补库存力度，土地投资金额同比增长 41.86%。2025 年公司新拿地项目主要位于北京、上海、深圳和杭州等一二线城市。公司通过股权收购获取了位于上海徐汇区东安新村旧改区域的两个地块，出让金合计 439.53 亿元，总可售面积 54.98 万平方米。其中，125-31 地块出让金 341.35 亿元，公司持股比例为 50.50%，项目由公司并表操盘，截至 2026 年 3 月底该地块尚未开工；127b-24 地块出让金 98.18 亿元，公司参股比例为 30.50%，由招商局蛇口工业区控股股份有限公司操盘，首期项目于 2025 年 12 月开盘，截至 2026 年 3 月底累计销售面积 4.55 万平方米，累计销售金额 23.98 亿元；该类大体量高端住宅项目整体分期开发，去化周期将较长。2026 年一季度，公司新增雄安新区商业用地和厦门同安住宅用地，楼面均价较低。整体来看，公司拿地稳健性非常强。

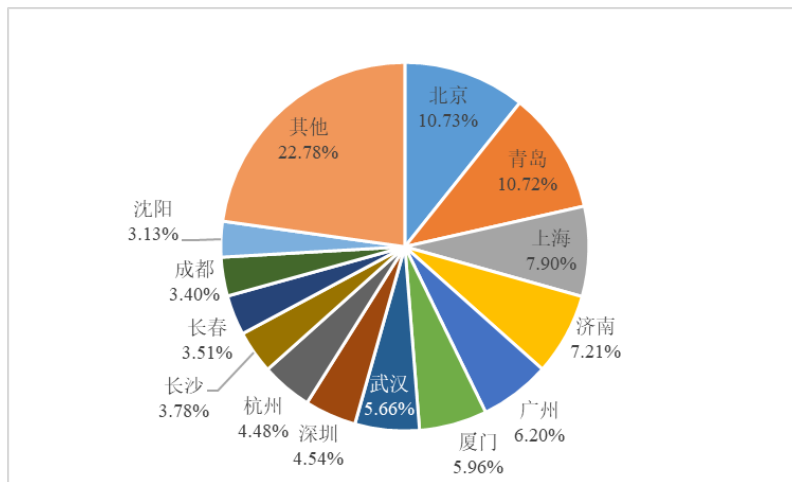
图表 2 • 2023—2025 年及 2026 年 1—3 月公司土地储备获取情况（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新增土地储备建筑面积	761.11	380.04	419.70	9.41
土地投资金额	1382.26	802.98	1139.07	5.05
新增土储楼面均价	1.82	2.11	2.71	0.54

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

截至 2026 年 3 月底，公司全口径土地储备剩余可售面积（统计口径为未开工、在建及竣工项目的总可售面积减累计已售面积）约 1660.54 万平方米，可满足未来 2 年以上的销售需要。其中，一线城市占 29.37%，二线城市占 69.81%，三线城市¹仅占 0.82%，公司布局的城市能级很高；从城市分布来看，剩余可售面积较大的城市包括北京、青岛、上海、济南、广州、厦门、武汉、深圳和杭州等。随着近年来公司采取“优中选优”的投拓策略，一线城市拿地占比增加，公司土地储备质量进一步提升。截至 2026 年 3 月底，公司剩余未开工面积 509.26 万平方米，考虑到规模发展的需要，公司仍将持续存在补库存需求。

图表 3 • 截至 2026 年 3 月底公司全口径剩余可售面积分布



资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

3 项目开发

2023—2025 年，公司新开工面积波动增长，竣工面积逐年下降，未来资本支出压力可控。

2023—2025 年，公司新开工面积波动增长，其中 2025 年随着拿地面积增加而同比增长 44.07%；竣工面积逐年下降，近两年竣工项目主要为高能级城市项目，项目货值较大但面积相对较小。2026 年一季度，房地产市场景气度仍较弱，公司新开工和竣工面积同比下降。截至 2026 年 3 月底，公司在建及拟建项目尚需投资约 1429.12 亿元，尚需投资规模大，考虑到公司财务弹性良好、融资渠道畅通，未来资本支出压力可控。

图表 4 • 2023—2025 年及 2026 年 1—3 月公司项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
新开工面积	403.73	367.75	529.82	111.91
竣工面积	1115.54	538.69	416.79	88.50
期末在建面积	1048.68	834.24	831.44	774.73

注：统计口径为全口径；公司统计各期数据时会剔除当期已无土储的项目，项目口径差异导致期末在建面积不等于上期期末在建面积+新开工面积-竣工面积
资料来源：公司提供

4 项目销售

2023—2025 年公司签约销售规模波动下降，其中 2025 年公司签约销售面积同比显著增长、签约销售金额小幅增长；2026 年一季度，公司签约销售金额同比显著增长，项目去化前景良好。

2023—2025 年，公司签约销售面积和签约销售金额均波动下降。其中，2024 年受行业景气度下行且公司前期拿地规模收缩影响，销售规模同比下降；2025 年公司签约销售面积和金额分别同比增长 40.55%和 2.11%，一线城市核心区项目销售表现良好，同时大连、沈阳、武汉等二线城市也实现较大销售额，当年签约销售均价同比下降。2026 年 1—3 月，公司在加大补库存力度后可售项目充裕，签约销售金额同比显著增长（上年同期为 219.25 亿元）。考虑到公司土地储备规模充裕且布局城市能级高，可对未来一段时期的销售形成支撑，去化风险整体可控，项目去化前景良好。

¹ 公司土地储备分布的一线城市包括北京、上海、广州和深圳；二线城市包括成都、大连、东莞、佛山、福州、杭州、济南、南昌、南京、宁波、青岛、厦门、沈阳、石家庄、苏州、太原、天津、武汉、西安、长春、长沙、郑州和重庆；三线城市为嘉兴和肇庆。

图表 5 • 2023—2025 年及 2026 年 1—3 月公司项目销售情况（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
签约销售面积	568	377.41	530.46	93.54
签约销售金额	1828	1668.01	1703.23	385.74
签约销售均价	3.22	4.42	3.21	4.12

注：统计口径为全口径
资料来源：公司提供

5 经营效率

2023—2024 年公司经营效率指标较稳定，2025 年公司经营效率指标偏低。

2023—2025 年，公司存货周转次数分别为 0.37 次、0.36 次和 0.30 次，总资产周转次数分别为 0.23 次、0.22 次和 0.18 次。其中，2025 年公司存货周转次数和总资产周转次数同比有所下降，主要系当年结转规模下降但补库存力度加大所致，公司经营效率指标较其他央企背景头部房企偏低。

图表 6 • 2025 年同行业公司经营效率对比情况（单位：次）

对比指标	公司	保利发展	华润置地控股	招商蛇口
存货周转次数	0.30	0.37	0.52	0.36
总资产周转次数	0.18	0.24	0.26	0.18

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

6 未来发展

公司未来发展战略稳健。

作为中国海外发展的境内主要运营主体，公司将执行中国海外发展的未来发展战略规划，保持投资定力，聚焦高能级城市的优质资产，重点布局北上广深四个一线城市，使得货量结构优势更加突出，并密切追踪相关并购机会。公司将坚持财务稳健基础上的高质量发展策略，保持在住宅开发业务方面的产品力以及利润水平，提升在市场下行期的比较优势。2025 年公司新增大规模优质土地储备，2026 年公司可售货量充裕，预计签约销售额有望稳中有增。

八、财务分析

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023—2025 年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2026 年一季度财务报表未经审计。公司合并范围变化主要来自项目公司，对财务数据可比性影响不大。

1 资产质量

近年来，公司资产总额变化不大，2025 年底资产结构中存货占比上升；公司存货和投资性房地产主要位于一二线城市，存货去化风险整体可控，但受房地产市场景气度影响仍存在一定的资产减值风险；公司资产受限程度较低，再融资空间大。

图表 7 • 公司主要资产情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	4872.68	77.54	4744.22	77.41	4914.91	78.90	4997.29	78.99
货币资金	809.41	12.88	911.02	14.86	686.53	11.02	729.79	11.54
其他应收款（合计）	713.79	11.36	665.51	10.86	418.34	6.72	391.29	6.18
存货	3078.82	49.00	2914.51	47.56	3531.23	56.69	3590.20	56.75

非流动资产	1411.08	22.46	1384.43	22.59	1314.35	21.10	1329.30	21.01
投资性房地产	1121.39	17.85	1134.86	18.52	1140.96	18.32	1159.30	18.32
资产总额	6283.76	100.00	6128.66	100.00	6229.26	100.00	6326.59	100.00

注：占比指占资产总额的比例

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023—2025 年末，公司资产总额变化不大。资产结构方面，2025 年公司加大补库存力度并清理关联方往来款，年末资产结构中货币资金和其他应收款（合计）占比有所下降，存货占比有所上升。截至 2025 年底，公司货币资金较上年底下降 24.64%，但规模仍属充裕。公司作为中国海外发展主要的境内业务平台，受资金集中管控和合作开发等因素的影响，产生了较大规模的关联方往来款。截至 2025 年底，公司其他应收款（合计）较上年底下降 37.14%，主要系公司清理关联方往来款，应收和应付款项均有所减少所致。2023—2025 年末，公司存货规模波动增长。截至 2025 年底，公司存货账面价值中开发产品占 26.58%，公司对存货累计计提跌价准备 16.76 亿元，计提比例仅 0.47%，考虑到公司存货主要位于一二线城市且拿地成本合理，去化风险整体可控，但由于房地产市场尚未完全止跌企稳，后续公司仍面临一定存货减值风险。公司投资性房地产以公允价值法计量，主要为一二线城市的写字楼和购物中心；公司投资性房地产中有较大规模的在建项目和新建成项目，租金收入对公允价值的覆盖程度较低（截至 2025 年底投资性房地产公允价值约为当年租金收入的 59.24 倍）。考虑到商业地产景气度较弱，公司投资性房地产面临一定的估值波动风险。

截至 2026 年 3 月底，公司资产总额及资产结构较上年底变化不大。

截至 2025 年底，公司受限资产账面价值占资产总额的 15.06%，受限程度较低，再融资空间大。

图表 8 • 截至 2025 年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占该科目的比例	受限原因
货币资金	1.69	0.25	保证金
存货	348.72	9.88	抵押贷款
固定资产	7.97	50.31	抵押贷款
投资性房地产	579.97	50.80	抵押贷款
合计	937.95	--	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2 资本结构

（1）所有者权益

近年来公司所有者权益规模持续增长，权益结构稳定性一般。

2023—2025 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 6.89%，主要系未分配利润积累和少数股东权益增长所致。截至 2026 年 3 月底，公司所有者权益 2705.95 亿元，较上年底小幅增长，主要由实收资本（占 7.39%）、其他综合收益（占 5.01%）、未分配利润（占 74.96%）和少数股东权益（占 10.03%）构成，权益结构稳定性一般。

（2）负债

近年来公司负债总额逐年下降，债务规模有所增加但债务负担仍属非常轻，债务结构合理。

2023—2025 年末，公司负债总额逐年减少，年均复合下降 5.08%；负债结构中流动负债占比持续下降。公司应付账款主要为工程进度款，受开发规模和支付节点的影响波动较大。2023—2025 年末，公司应付账款年均复合下降 25.37%。公司其他应付款主要包括关联方往来款、外部往来款和土地增值税清算准备金等，截至 2025 年底其他应付款（合计）较上年底下降 25.21%，主要系公司清理关联方往来款，应收和应付款项均有所减少所致。合同负债主要为预收售楼款，2023—2025 年末合同负债波动增长，对未来收入结转形成支撑。截至 2026 年 3 月底，公司负债总额和负债结构较上年底变化不大。

2023—2025 年末，公司全部债务年均复合增长 7.41%。截至 2025 年底，公司全部债务 1190.95 亿元，较上年底增长 10.43%，主要系收购上海东安新村项目承债所致；短期债务占比为 17.82%，债务期限结构合理。2023—2025 年末，公司调整后资产负债率逐年下降，截至 2025 年底已下降至 49.87%；全部债务资本化比率较为稳定，截至 2025 年底为 30.73%，公司整体债务负担非常轻。

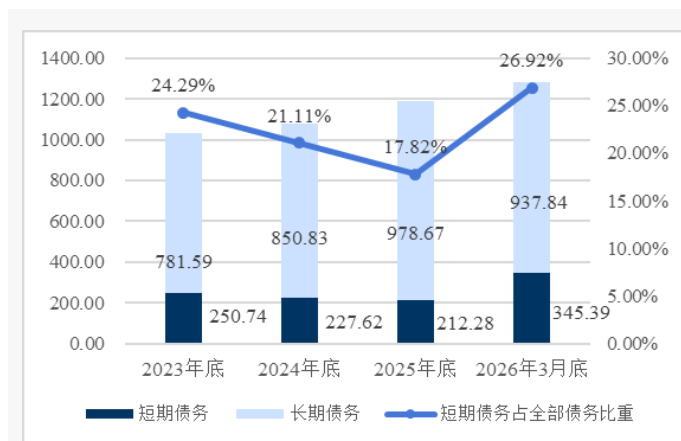
从融资渠道来看，根据公司的有息债务统计口径，截至 2025 年底，银行贷款占 56.43%，信用类债券占 39.45%，非银行金融机构和其他债务占 4.12%，公司融资渠道以银行贷款和信用类债券为主。截至 2026 年 3 月底，公司全部债务规模较上年底增长 7.75%，债务负担仍属非常轻。未来公司计划继续严格控制有息债务规模，提升公司在房地产深度调整阶段的财务安全性。

图表 9 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年底		2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	3014.49	76.64	2641.33	72.83	2414.16	68.12	2524.05	69.71
应付账款	590.24	15.01	350.21	9.66	328.79	9.28	295.16	8.15
其他应付款（合计）	1189.59	30.24	1113.22	30.69	832.54	23.49	811.95	22.43
一年内到期的非流动负债	241.31	6.13	198.58	5.48	209.98	5.92	341.09	9.42
合同负债	803.29	20.42	799.59	22.05	870.98	24.58	923.57	25.51
非流动负债	919.07	23.36	985.55	27.17	1129.94	31.88	1096.59	30.29
长期借款	399.05	10.14	479.83	13.23	592.69	16.72	527.01	14.56
应付债券	359.78	9.15	332.00	9.15	385.00	10.86	410.00	11.32
负债总额	3933.57	100.00	3626.89	100.00	3544.10	100.00	3620.64	100.00

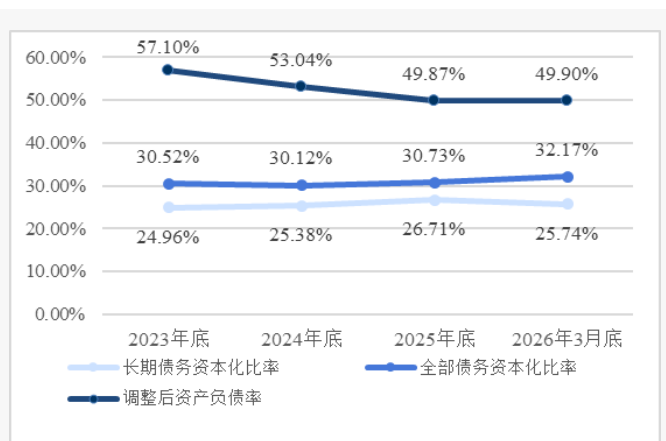
注：占比指占负债总额的比例
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 10 • 公司全部债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

图表 11 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

3 盈利能力

2023—2025 年，随着房地产行业下行，公司利润规模逐年下降，但仍保持很强的盈利能力，结合公司土地储备质量，预计未来一段时期公司持续获利能力仍将保持很强。

图表 12 • 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	1415.04	1340.79	1134.28	138.19
营业成本	1124.39	1071.37	966.66	112.62
费用总额	42.86	42.43	43.79	9.23
公允价值变动收益	34.29	-0.58	17.53	0.13
投资收益	7.02	15.90	8.09	0.23
资产减值损失	0.00	-5.85	-11.65	0.00

信用减值损失	-0.03	-5.16	-1.33	0.13
利润总额	259.04	207.79	131.97	13.50
总资产报酬率	4.38	3.56	2.36	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

公司营业总收入及毛利率分析见经营概况部分。2023—2025 年，公司费用总额较为稳定，以销售费用和管理费用为主。2023 年和 2025 年，公司实现较大规模的投资性房地产公允价值变动收益，分别占当年利润总额的 13.24%和 13.28%，主要系位于伦敦等地的海外资产增值以及国内部分优质项目运营状况提升所致。考虑到当前国内商业地产市场景气度较弱，后续投资性房地产存在一定的估值波动风险。公司以独立开发为主，合作开发项目产生的投资收益规模不大，2023—2024 年公司投资收益主要来自委托贷款投资收益；2025 年投资收益主要来自处置长期股权投资产生的投资收益 3.78 亿元和委托贷款投资收益 3.31 亿元。受行业景气度下行影响，2024—2025 年公司计提了一定规模的存货减值损失和坏账损失，但与公司经营体量相比计提减值损失的规模较小。综上，2023—2025 年，公司利润总额逐年减少，年均复合下降 28.62%，整体盈利能力有所下降但仍属很强。

盈利指标方面，2023—2025 年，公司总资产报酬率逐年下降。与其他央企背景头部房企相比，2025 年公司盈利指标表现良好。

图表 13 • 2025 年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

对比指标	公司	保利发展	华润置地控股	招商蛇口
销售毛利率	14.78	12.75	21.24	13.76
总资产报酬率	2.14	1.06	2.98	0.89
净资产收益率	3.41	0.53	10.12	0.98

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

2026 年 1—3 月，公司利润总额同比下降 64.52%，主要系结转项目规模较小所致。结合公司过往盈利表现及现有土地储备质量，预计未来一段时期公司持续获利能力仍将保持很强。

4 现金流

2023—2025 年，公司累计实现大规模经营性现金净流入，自我造血能力良好；投资和筹资性现金流整体呈净流出。2026 年一季度，公司经营现金流呈小幅净流出，投资和筹资性现金流小幅净流入。

图表 14 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	7341.18	5045.18	3060.64	675.99
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	1571.00	1442.30	1312.01	192.88
经营活动现金流出小计	6894.03	4990.48	3234.60	683.73
经营活动现金流量净额	447.15	54.70	-173.96	-7.75
投资活动现金流入小计	117.09	142.55	95.77	20.76
投资活动现金流出小计	271.59	127.83	117.14	0.65
投资活动现金流量净额	-154.50	14.72	-21.38	20.12
筹资活动前现金流量净额	292.65	69.42	-195.34	12.37
筹资活动现金流入小计	569.10	578.18	583.70	62.76
筹资活动现金流出小计	827.68	548.36	613.72	30.57
筹资活动现金流量净额	-258.58	29.82	-30.02	32.19

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看，随着拿地和销售规模变化，加上土地款的支付存在一定周期，部分下半年拿地项目在次年支付土地款，2023—2025 年公司经营活动净现金流波动较大。其中，2023 年公司实现大规模的经营性现金净流入；2024 年随着销售规模下降和土地款持续支付，净流入规模缩减；2025 年公司加大拿地和新开工规模，经营性现金流转为较大规模的净流出。公司近三年累计经营性现金流仍为净流入，合计 327.89 亿元。公司经营活动现金流中，收到和支付其他与经营活动的现金规模较大，主要系土拍保

证金和关联方经营性往来规模较大所致。

从投资活动来看，公司投资活动现金流主要受到购建投资性房地产支出以及委托贷款投资和收回的影响。作为中国海外发展内地业务的重要平台，公司通过往来借款和委托贷款等形式为关联方提供资金支持并获得利息收入。近年来公司投资性净现金流波动较大，2025 年转为小幅净流出。

从筹资活动来看，随着房地产行业进入深度调整阶段，公司积极管理有息借贷规模、控制资金成本。其中，2023 年公司偿还债务规模很大，当年筹资活动现金流转为大幅净流出；2024 年融资规模基本保持稳定且融资成本下降，筹资性现金流小幅净流入；2025 年公司剔除收购上海东安新村项目承债影响后的债务规模呈下降态势，筹资性现金流小幅净流出。

2026 年 1—3 月，公司经营性现金流为小幅净流出，净流出额同比大幅下降 94.40%；投资性现金流转为小幅净流入；随着融资规模增长，筹资性现金流转为净流入。

5 偿债指标

公司短期及长期偿债指标整体表现非常强。

图表 15 • 公司偿债指标（单位：亿元、倍）

项目	指标	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
短期偿债指标	经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）	3.32	2.74	1.98	--
	现金短期债务比	3.23	4.00	3.23	2.11
长期偿债指标	EBITDA	276.99	219.80	148.08	--
	全部债务/EBITDA	3.73	4.91	8.04	--
	EBITDA/利息支出	6.13	5.82	3.26	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债指标来看，2023—2025 年（末），公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数保持非常高水平；经营活动现金流入对剔除合同负债后流动负债的覆盖倍数逐年下降，但仍属非常高。流动性方面，2025 年，公司发行公司债券及中期票据规模合计 118.00 亿元，票面利率处于 1.60%~2.50%，其中新发行 15 年期中期票据 5.00 亿元，公司成为首家发行 15 年期信用债券的境内房企；2026 年 1—5 月，公司发行公司债券 25.00 亿元，票面利率 1.80%~2.10%。截至 2026 年 3 月底，公司及子公司获得各银行授信额度共计人民币 2141 亿元，其中尚未使用 863 亿元，占授信总额的 40%。公司良好的外部融资进一步保障了公司的财务弹性，融资成本非常低，再融资空间大，流动性风险极低。

从长期偿债指标来看，2023—2025 年，公司 EBITDA 年均复合下降 26.88%，EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖倍数虽有所下降但仍属良好。公司资本实力极强、利润积累丰厚且土地储备布局城市能级高，对销售价格波动的承受能力极强。

截至 2025 年底，公司对外担保 27.60 亿元，占所有者权益的 1.03%，均为对关联方提供的担保，或有负债风险可控。

截至 2026 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

6 公司本部财务分析

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

公司本部是公司的资金归集平台和重要融资主体，资产构成主要为货币资金、其他应收款、债权投资、长期应收款和长期股权投资，负债构成主要为其他应付款和有息债务，利润主要来自投资收益。截至 2025 年底，公司本部资产总额 3343.84 亿元，其中货币资金 225.80 亿元，公司本部是中国海外发展境内主要的资金归集中心，本部对资金的管控能力很强；负债总额 2480.88 亿元，其中全部债务 758.56 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 74.19%和 46.78%，现金短期债务比为 1.59 倍，债务负担一般，短期偿债指标表现良好。2025 年，公司本部实现营业总收入 1.17 亿元，利润总额 50.06 亿元，主要来自投资收益。

九、ESG 分析

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

环境方面，公司作为中国海外发展的境内主要运营平台，在履行环境责任方面的表现可参考中国海外发展统计数据。2025 年，中国海外发展温室气体排放量同比下降 5.57%，新建项目达到国家绿色建筑星级设计标准的比例为 100%，符合高星级绿色建筑的建筑面积比例为 64.1%。中国海外发展已公开发布《中国海外发展有限公司碳中和白皮书》，承诺将于 2060 年实现碳中和。

社会责任方面，公司在施工管理、上游合作和客户服务等方面建立了完善的管理制度和流程，2025 年项目及时交付率为 100%；在员工管理方面，公司制定了完整的员工培训、人才培养、绩效考核和安全健康体系。

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

十、外部支持

1 支持能力

公司股东实力和支持能力极强。

公司间接控股股东中国海外发展作为中国建筑集团房地产板块的核心品牌和旗舰企业，已形成了以住宅为主、商业地产为辅的经营格局，业务拓展至内地 60 余个主要城市以及港澳地区。截至 2025 年底，中国海外发展资产总额 9156.97 亿元，股东权益合计 4198.99 亿元；2025 年，中国海外发展实现收入 1680.89 亿元，除税前利润 206.09 亿元。在克而瑞评选的中国房地产企业销售排行榜中，2025 年中国海外发展权益销售金额均位列第 1 名。整体来看，中国海外发展资本实力和支持能力极强。

2 支持可能性

公司在中国海外发展体系中有重要地位，可获得股东大力支持。

作为中国海外发展房地产板块在中国境内的重要平台，2025 年（末）公司资产总额、所有者权益、营业收入和净利润分别占中国海外发展的 68.03%、63.95%、67.48%和 67.26%。考虑到公司在中国海外发展体系中的重要性，其持续获得股东支持的可能性高。从历史支持记录看，中国海外发展多次在资金、人员配备等方面给予公司大力支持。公司是中国海外发展的境内财务中心和主要的债券发行主体，在拓宽融资渠道、拉长债务期限、降低综合融资成本等方面发挥着关键作用，若公司信用资质受损，将直接削弱中国海外发展整体的境内融资能力和资本市场形象，因此中国海外发展在必要时对公司提供支持的可能性高。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债项对公司现有债务的影响

本期债项对公司现有债务结构影响不大。

本期债项发行规模上限为 40.00 亿元，占公司 2026 年 3 月底长期债务和全部债务的 4.27%和 3.12%，对公司现有债务规模和结构影响不大。

以 2026 年 3 月底财务数据为基础，本期债项发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 57.23%、32.17%和 25.74%上升至 57.50%、32.84%和 26.54%，公司整体负债水平略有上升，但对公司现有债务规模和结构影响不大。考虑到本期债项募集资金拟全部用于偿还公司债券，实际债务负担增幅将低于上述静态测算值。

2 本期债项偿还能力

公司对本期债项的偿还能力极强。

本期债项发行后，公司经营性现金流入量和 EBITDA 对长期债务覆盖倍数很高；虽然因加大核心城市补库存力度，2025 年公司经营活动现金流净额为-173.96 亿元，但考虑到公司货币资金充裕，外部流动性支持充足，且近三年累计经营活动现金流净额仍为净流入 327.89 亿元，长期自我造血能力良好，经营活动现金流净额的单年波动不影响公司对本期债项的整体偿付能力。2025 年，

公司经营活动产生的现金流入和 EBITDA 分别为 3060.64 亿元和 148.08 亿元，为本期债项发行额度上限（40.00 亿元）的 76.52 倍和 3.70 倍。

图表 16 • 本期债项偿还能力测算（单位：亿元、倍）

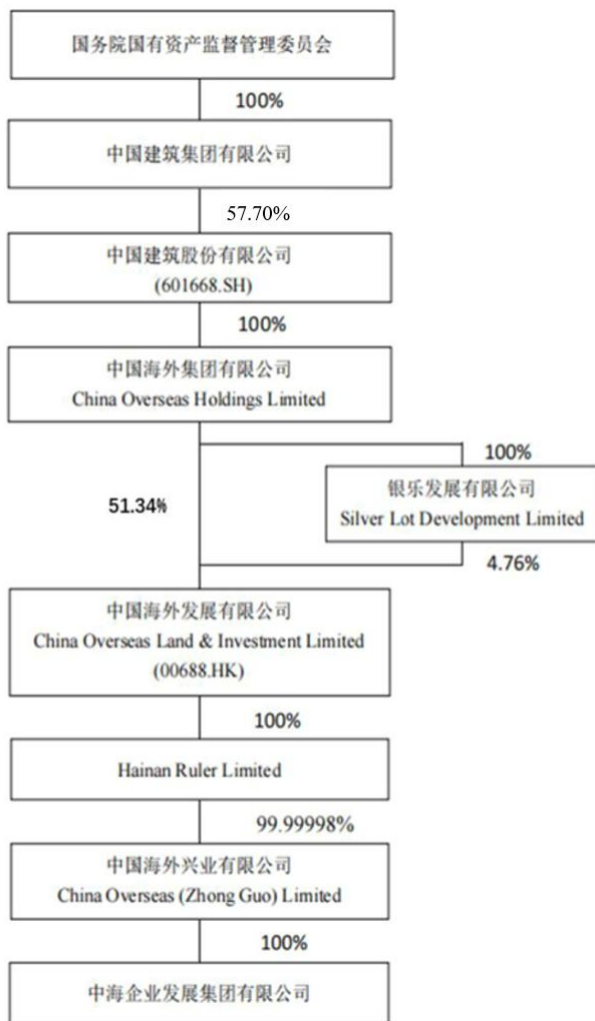
项目	2025 年
发行后长期债务*	1018.67
经营现金流入/发行后长期债务	3.00
经营现金/发行后长期债务	-0.17
发行后长期债务/EBITDA	6.88

注：发行后长期债务为将本期债项发行额度上限计入后测算的截至 2025 年底长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

十二、评级结论

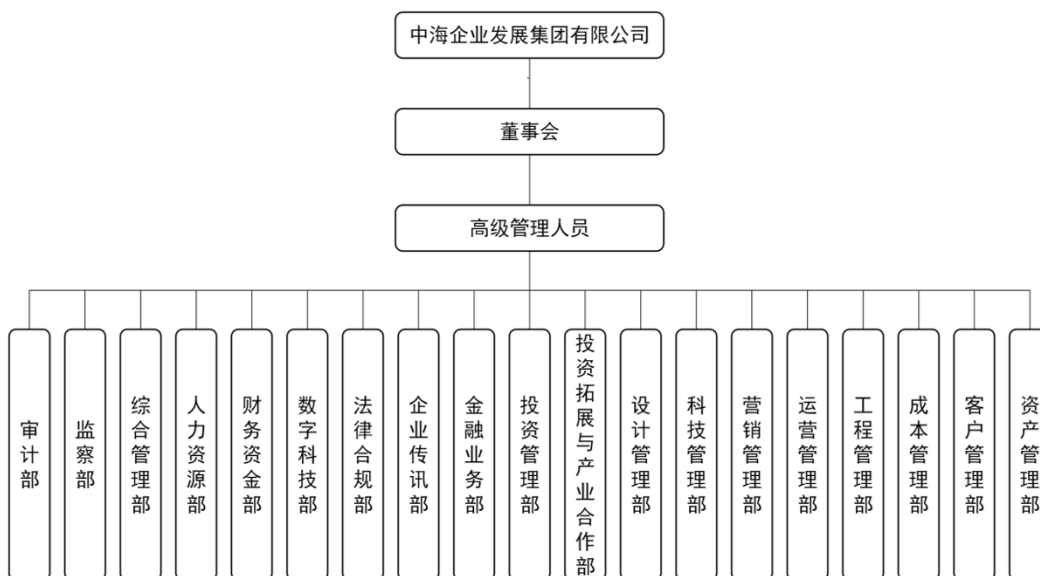
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2025 年底）

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

注：截至 2025 年底，公司下属控股子公司超过 200 家。因篇幅所限，上表仅列示公司部分重要控股子公司
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	809.41	911.05	686.66	729.80
应收账款（亿元）	50.67	32.02	36.92	32.87
其他应收款（合计）（亿元）	713.79	665.51	418.34	391.29
存货（亿元）	3078.82	2914.51	3531.23	3590.20
长期股权投资（亿元）	123.96	107.49	104.64	99.97
固定资产（合计）（亿元）	9.34	15.87	15.84	15.68
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	6283.76	6128.66	6229.26	6326.59
实收资本（亿元）	200.00	200.00	200.00	200.00
少数股东权益（亿元）	153.80	165.41	270.17	271.32
所有者权益（亿元）	2350.19	2501.77	2685.16	2705.95
短期债务（亿元）	250.74	227.62	212.28	345.39
长期债务（亿元）	781.59	850.83	978.67	937.84
全部债务（亿元）	1032.33	1078.46	1190.95	1283.23
营业总收入（亿元）	1415.04	1340.79	1134.28	138.19
营业成本（亿元）	1124.39	1071.37	966.66	112.62
其他收益（亿元）	0.52	0.42	0.41	0.07
利润总额（亿元）	259.04	207.79	131.97	13.50
EBITDA（亿元）	276.99	219.80	148.08	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1571.00	1442.30	1312.01	192.88
经营活动现金流入小计（亿元）	7341.18	5045.18	3060.64	675.99
经营活动现金流量净额（亿元）	447.15	54.70	-173.96	-7.75
投资活动现金流量净额（亿元）	-154.50	14.72	-21.38	20.12
筹资活动现金流量净额（亿元）	-258.58	29.82	-30.02	32.19
财务指标				
销售债权周转次数（次）	23.43	32.42	32.83	--
存货周转次数（次）	0.37	0.36	0.30	--
总资产周转次数（次）	0.23	0.22	0.18	--
现金收入比（%）	111.02	107.57	115.67	139.57
营业利润率（%）	18.33	18.25	13.73	15.94
总资产报酬率（%）	4.38	3.56	2.36	--
总资本收益率（%）	6.31	4.68	2.71	--
净资产收益率（%）	8.41	6.29	3.36	--
长期债务资本化比率（%）	24.96	25.38	26.71	25.74
全部债务资本化比率（%）	30.52	30.12	30.73	32.17
资产负债率（%）	62.60	59.18	56.89	57.23
调整后资产负债率（%）	57.10	53.04	49.87	49.90
流动比率（%）	161.64	179.61	203.59	197.99
速动比率（%）	59.51	69.27	57.32	55.75
经营活动现金流入/（流动负债-合同负债）（倍）	3.32	2.74	1.98	--
现金短期债务比（倍）	3.23	4.00	3.23	2.11
EBITDA 利息倍数（倍）	6.13	5.82	3.26	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.73	4.91	8.04	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2023—2024 年末合并口径其他应付款、长期应付款等科目中的债务部分已分别调增短期债务和长期债务，非债务性质的款项已在计算全部债务时剔除；2025 年底及 2026 年 3 月底债务数据未经调整；3. 公司本部口径债务计算未经调整；4. 2026 年一季度财务数据未经审计；5. “--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告及提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	387.34	362.81	225.80	327.88
应收账款（亿元）	0.00	0.02	0.02	0.05
其他应收款（合计）（亿元）	1772.96	1421.07	2037.17	1828.09
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	268.20	447.96	631.46	733.96
固定资产（合计）（亿元）	0.03	6.92	7.23	7.15
在建工程（合计）（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	2514.44	2471.10	3343.84	3570.86
实收资本（亿元）	200.00	200.00	200.00	200.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	788.90	813.13	862.96	865.40
短期债务（亿元）	225.49	193.30	141.63	187.78
长期债务（亿元）	563.57	559.37	616.93	614.58
全部债务（亿元）	789.06	752.66	758.56	802.36
营业总收入（亿元）	1.12	0.80	1.17	0.14
营业成本（亿元）	0.06	0.13	0.09	0.12
其他收益（亿元）	0.01	0.02	0.04	0.01
利润总额（亿元）	37.81	23.96	50.06	1.95
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1.63	1.09	1.59	0.13
经营活动现金流入小计（亿元）	5597.32	4713.27	4726.64	1069.45
经营活动现金流量净额（亿元）	-237.83	321.14	267.49	353.92
投资活动现金流量净额（亿元）	392.30	-304.03	-412.05	-277.03
筹资活动现金流量净额（亿元）	-127.56	-42.56	6.90	26.69
财务指标				
销售债权周转次数（次）	72.80	64.68	49.21	--
存货周转次数（次）	17.40	37.59	26.82	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	145.45	137.18	135.39	89.59
营业利润率（%）	69.44	74.25	73.21	-21.92
总资本收益率（%）	/	/	/	--
净资产收益率（%）	4.65	2.97	5.74	--
长期债务资本化比率（%）	41.67	40.76	41.69	41.53
全部债务资本化比率（%）	50.01	48.07	46.78	48.11
资产负债率（%）	68.63	67.09	74.19	75.76
流动比率（%）	189.08	164.88	123.06	106.73
速动比率（%）	189.08	164.88	123.06	106.73
经营现金流动负债比（%）	-20.59	29.42	14.41	--
现金短期债务比（倍）	1.72	1.88	1.59	1.75
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部有息债务数据未经调整；“/”表示数据未获取，“--”表示指标不适用
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
应收账款周转次数	营业总收入/平均应收账款净额
存货周转次数 ²	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
净营业周期	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
盈利指标	
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
调整后营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-财务费用-管理费用-研发费用)/营业总收入×100%
总资产报酬率	(利润总额+费用化利息支出)/总资产 ³ ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
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%
EBITDA 利润率	EBITDA/营业总收入×100%
调整后 EBITDA 利润率	调整后 EBITDA/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
调整后 EBITDA 利息倍数	调整后 EBITDA/利息支出
全部债务/调整后 EBITDA	全部债务/调整后 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 ⁴	(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%
销售商品提供劳务收到的现金/流动负债	销售商品提供劳务收到的现金/流动负债合计
经营活动现金流入/流动负债	经营活动现金流入/流动负债合计
经营活动现金流入/(流动负债-合同负债)	经营活动现金流入/(流动负债合计-合同负债)
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销
 调整后 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销-非经常性损益
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 应收账款周转天数=360/应收账款周转次数
 存货周转天数=360/存货周转次数
 应付账款周转天数=360/(营业成本/平均应付账款)

² 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 存货周转次数=营业成本/(平均存货净额+平均合同资产)

³ 使用《一般工商企业信用评级方法与模型》的企业, 总资产报酬率=(利润总额+费用化利息支出)/平均资产总额×100%

⁴ 使用《建筑与工程企业信用评级方法与模型》的企业, 速动比率=(流动资产合计-存货-合同资产)/流动负债合计×100%

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

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

具体等级设置和含义如下表。

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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

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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用等级的调整方向尚无法判断

跟踪评级安排

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

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

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

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

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