

信用等级公告

联合〔2020〕689号

中海企业发展集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中海企业发展集团有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）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，评级展望为“稳定”

中海企业发展集团有限公司拟面向专业投资者公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月十四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

中海企业发展集团有限公司 2020 年 面向专业投资者公开发行公司债（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 24 亿元（含）

债券期限：本期债券分为两个品种，品种一为 3 年期，品种二为 5 年期；引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 4 月 14 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额(亿元)	2,873.88	3,922.64	4,698.44
所有者权益(亿元)	944.03	1,070.35	1,272.67
长期债务(亿元)	328.97	492.99	572.13
全部债务(亿元)	392.40	532.74	685.87
营业收入(亿元)	504.92	410.88	1,005.89
净利润(亿元)	111.66	112.62	203.57
EBITDA(亿元)	155.29	162.69	275.22
经营性净现金流(亿元)	-448.16	-73.65	133.72
营业利润率(%)	29.31	37.87	26.33
净资产收益率(%)	12.31	11.18	17.38
资产负债率(%)	67.15	72.71	72.91
全部债务资本化比率(%)	29.36	33.23	35.02
流动比率(倍)	1.65	1.55	1.55
EBITDA 全部债务比(倍)	0.40	0.31	0.40
EBITDA 利息倍数(倍)	12.11	6.93	8.49
EBITDA/本期发债额度(倍)	6.47	6.78	11.47

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

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中海企业发展集团有限公司（以下简称“公司”或“中海企发”）的评级反映了公司作为中国海外发展有限公司（以下简称“中国海外发展”，证券代码：0688.HK）在境内的重要控股平台，其在股东支持、行业地位、品牌影响力、全国化区域布局、项目储备、盈利能力及偿债能力等方面具备的显著竞争优势。同时，联合评级也关注到房地产行业政策对公司销售有一定影响、在建项目资金需求量较大、债务规模及负债率逐年上升以及权益稳定性有待提高等因素对公司信用状况产生的不利影响。

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持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 股东实力很强，对公司支持力度大。

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，在资源共享以及资金方面获得了股东的大力支持。

2. 公司为行业龙头企业之一。

公司是国内房地产行业龙头企业之一，在品牌影响力、经营规模和开发经验等方面居于国内领先地位。

3. 土地储备规模大、质量较高。

公司土地储备规模较大，区域分布广泛，且主要位于一、二线城市，土地质量较高，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. 公司资产质量较好，资本实力较强。

公司货币资金规模大，受限资产规模较小，资

产质量较好，资本实力较强。

5. **盈利能力及偿债能力好。**公司期间费用控制能力很强，整体盈利能力和盈利质量在行业内处于领先水平；公司债务负担低，长短期偿债指标表现良好。

关注

1. **房地产政策可能对公司销售产生一定影响。**2017年以来，全国楼市调控长期化，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大，全部债务规模及负债率逐年上升。**公司在建和拟建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金的需求将保持较大规模；受业务规模增长影响，公司全部债务规模持续增长，负债率逐年提高。

3. **对关联方资金依赖度高，所有者权益稳定性有待提高。**公司关联方往来款规模较大，对关联方资金依赖度较高；同时，所有者权益中未分配利润占比高。

分析师

宋莹莹 登记编号（R0040219010002）

曹梦茹 登记编号（R0040218090002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：宋莹莹 曹慧如

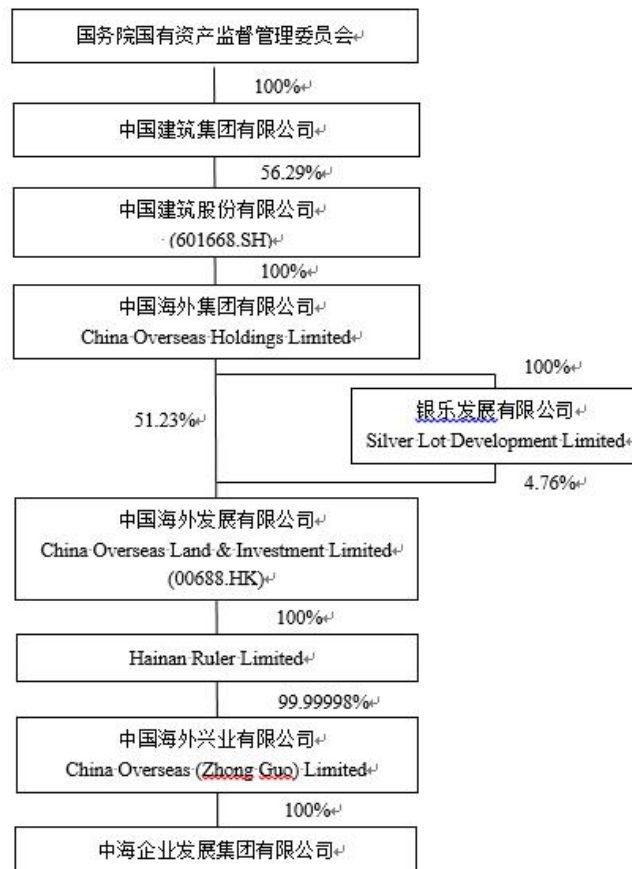


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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。1991年2月，公司更名为中国海外建筑（深圳）有限公司。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）。1997年11月，中国海外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”）。2002年5月，公司更名为深圳中海实业有限公司，并引入新的投资者；同年8月，公司更名为中海地产股份有限公司。2006年11月公司转为有限责任公司，相应更为中海地产集团有限公司。2010年10月，公司股东广州中海地产有限公司将其持有的2.57%的股权转给中海兴业，公司再次变更为外资企业，并于2012年1月办理工商变更手续，获批为台港澳法人独资企业。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2019年底，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，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2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：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，按照项目公司原则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 年底，公司内设综合管理部、企业传讯部、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、投资管理部等 15 个职能部门（详见附件 1）；纳入合并范围的子公司 189 家；在职员工 4,995 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 4,698.44 亿元，负债合计 3,425.77 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）1,272.67 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 1,205.69 亿元。2019 年，公司实现营业收入 1,005.89 亿元，净利润（含少数股东损益）203.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 189.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 133.72 亿元，现金及现金等价物净增加额 220.13 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：颜建国。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期公司债券名称为“中海企业发展集团有限公司 2020 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”，本期债券发行规模为不超过 24 亿元（含 24 亿元）；本期债券分为两个品种，品种一期限为 3 年期；品种二为 5 年期；本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券申购情况，在总发行规模内，由公司和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的 100%。本期债券向专业投资者公开发行。本期债券票面利率将由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除发行费用拟用于偿还公司债务。

三、行业分析

目前公司主要收入来源于房地产开发与销售，属于房地产行业。

1. 行业概况

房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，房地产投资增速 2016 年后有所回升，2018 年之后在土地购置费、新开工增加带动下保持高位

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地

产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 个月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高速增长下继续维持在高位。2019 年 1—9 月，全国房地产开发投资 98,007.67 亿元，同比增长 10.50%，增速与 1—8 月持平。

图 2 近年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

2. 市场供需

（1）土地供应状况

2016 年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨；随着 2017 年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018 年至 2019 年 1—9 月，房企拿地趋于理性，土地溢价率继续走低

土地是房地产企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2016 年，土地供求总量小幅下降，整体分化趋势不改，重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年，除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外，一三线城市均有较大幅度下降；除一线城市土地出让金下降 16%外，二三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外，各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%，二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%，三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线市场的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米，同比增加 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增加 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增加 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率有所下滑；二线城市

土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%。其中，住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019年1—9月，全国300个城市土地供需总量较去年同期微降，楼面均价及出让金总额同比增加近两成。前三季度出让金总额逾3.55万亿元，同比上涨17%。一线城市供地节奏加快，出让金总额较去年同期增加近三成，政策调控促使楼面均价得到有效控制，同比去年均有所下滑；二线城市供求量同比小幅增加，楼面均价同比上涨16%，在各线城市中涨幅居前；三四线城市整体供应同比小幅走低，成交方面量跌价涨，溢价率同比下降3个百分点。

表1 2016-2019年9月全国300个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—9月
推出面积	103,212	111,907	128,440	88,131
同比	-9	8	20	-1
成交面积	85,885	95,036	105,492	72,986
同比	-3	8	14	-3
出让金	29,047	40,623	41,773	35,195
同比	31	38	2	15
楼面均价	1,904	2,374	2,159	2,581
同比	40	26	-11	17
土地平均溢价率	43	29	13	16
同比	上升27个百分点	下降14个百分点	下降16个百分点	下降0.4个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，2019年一季度房企融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，预计2019年四季度房地产融资延续趋紧的政策方向

受益于宽松的信贷政策，2016年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入10月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016年，房地产开发企业到位资金144,214亿元，同比增长15.18%；其中，国内贷款21,512亿元，同比增长6.42%；利用外资140亿元，同比下降52.79%；自筹资金49,133亿元，同比增长0.19%；其他资金73,428亿元，同比增长31.93%。在其他资金中，定金及预收款41,952亿元，增长29.0%；个人按揭贷款24,403亿元，增长46.5%。

2017年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金156,053亿元，同比增长8.20%，增速较上年同期下降7.00个百分点；其中，国内贷款25,242亿元，同比增长17.30%；利用外资168.19亿元，同比增长19.80%；自筹资金50,872亿元，上升3.50%；其他资金79,770亿元，同比增长8.60%。在其他资金中，定金及预收款48,694亿元，同比增长16.10%；个人按揭贷款23,906

亿元，同比下降2.00%。

2018年，房地产开发企业到位资金165,962.89亿元，同比增长6.40%；其中，国内贷款同比下降4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018年，央行已进行4次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019年1—9月，房地产开发企业到位资金130,571亿元，同比增长7.1%，增速比1—8月份加快0.5个百分点。其中，国内贷款19,689亿元，增长9.1%；利用外资104亿元，增长1.4倍；自筹资金42,024亿元，增长3.5%；定金及预收款43,877亿元，增长9.0%；个人按揭贷款19,900亿元，增长13.6%。2019年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。4月份开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房企的融资环境开始有所收紧。5月17日，银保监会发布《关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），在银行和非银（信托）领域规范地产融资，针对部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，银保监会开展了约谈警示。根据融360的数据，2019年6月全国首套房及二套房房贷利率自2019年以来结束5个月回落首次上行。7月10日，部分媒体报道银保监会约谈信托公司，要求过度扩张的信托公司约束对房地产的投资；7月12日，发改委发布通知要求房地产企业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；7月30日，政治局会议重申坚持“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，打消了市场认为房地产将继续受益于全球流动性宽松的希望。预计2019年四季度房地产融资延续趋紧的政策方向。

（3）市场供需情况

政府重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用，信贷政策及热点城市调控难有大幅放松，预计后期销售增速将延续下行调整态势

2016年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016年，全国商品房销售面积157,349.00万平方米，同比增长22.5%；其中，住宅销售面积增长22.4%，办公楼销售面积增长31.4%，商业营业用房销售面积增长16.8%。从供应来看，2016年，全国房屋竣工面积106,128.00万平方米，同比增长6.1%；其中，住宅竣工面积77,185.00万平方米，同比增长4.6%。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,408万平方米，同比增长7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好；其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,484万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

图3 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind

2018年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速自8月之后开始收窄；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较1—11月上漲0.10个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93,550.11万平方米，同比减少7.80%；商品房待售面积52,414万平方米，较2017年底减少11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图4 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用Wind 40大中城市数据中的二线城市模拟代替，三四线城市数据用全国数据扣减40大中城市中的一、二线数据进行模拟代替

资料来源：Wind，联合评级搜集整理

2019年1—9月，商品房销售面积119,179万平方米，同比下降0.1%，降幅比1—8月份收窄0.5个百分点。其中，住宅销售面积增长1.1%，办公楼销售面积下降11.0%，商业营业用房销售面积下降13.7%。商品房销售额111,491亿元，增长7.1%，增速加快0.4个百分点。其中，住宅销售额增长10.3%，办公楼销售额下降11.1%，商业营业用房销售额下降13.0%。2019年春节后，政策预期好转叠加房贷利率下行，楼市出现“小阳春”行情，2019年3月和4月全国单月销售面积同比分别增长1.75%和1.26%。随着楼市升温及部分城市土地市场火热，5月住建部对佛山、苏州、大连、南宁4个城市预警提示，苏州、西安调控加码，6月房贷利率止降回升，市场预期调整，房地产销售热度下行，2019年5月和6月全国单月销售面积同比分别下降5.52%和2.25%。在“房住不炒”的主基调下，信贷政策及热点城市调控难有大幅放松，预计后期销售增速将延续下行调整态势。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019年在“房住不炒”的主基调下，信贷政策及热点城市调控难有大幅放松，预计后期销售增速将延续下行调整态势。

（4）销售价格情况

近年来，我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓

从商品房销售价格看，2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015年3月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015年12月，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平方米，环比上涨0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12月百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016年，百城价格指数延续上年增长态势，一二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至2016年末，百城住宅平均价格为13,035.00元/平方米，较年初增长18.22%。

2017年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的21.37%大幅下降至年末的1.43%，二线城市同比增速从年初的18.27%下降至年末的7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到12%左右水平。

2018年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018年末，一线城市同比增速0.40%，二线城市同比增速7.08%，三线城市同比增速8.71%。

2019年1—9月，百城住宅价格累计上涨2.54%，涨幅较去年同期收窄1.51个百分点。2019年1—9月，一线城市新建住宅价格累计涨幅较去年同期略有扩大，二、三四线城市价格累计涨幅均收窄。具体来看，一线城市今年前三季度价格累计上涨0.61%，较去年同期扩大0.3个百分点，三季度累计上涨0.32%。二线城市1—9月价格累计上涨3.59%，较去年同期收窄2.57个百分点，三季度累计上涨1.26%。三四线代表城市1—9月累计上涨3.55%，较去年同期收窄3.65个百分点，涨幅收窄幅度在各线城市中最显著。

图 5 2015 - 2019 年 9 月全国百城住宅销售价格指数同比变化情况 (单位: %)



资料来源: Wind

总体看,近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势,房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正,需求进一步释放;但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响,一二线城市房地产价格增速大幅下降,三线城市价格增速降缓;2019 年 1-9 月,一线城市新建住宅价格累计涨幅较去年同期略有扩大,二、三、四线城市价格累计涨幅均收窄。

3. 行业竞争

房地产行业集中度不断提高,拥有资金、品牌、资源优势的大型房企在竞争中占据优势

随着近年来调控政策的逐渐加码,房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长,企业分化加剧,行业集中度不断提高的发展态势。

2016 年,房地产行业前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81%和 25.33%,分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19%和 15.94%,分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年,房地产市场集中度继续提高,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%,分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%,分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点,也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。2018 年,前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%;前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%,集中度继续提升。

表 2 2015 - 2018 年前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况 (单位: %)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10	26.89
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50	38.32
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38	19.08
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03	25.74

资料来源: CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势,资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中,

龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11—30 名的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31—50 名的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。据 CRIC 统计的 2019 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；保利发展、绿地控股和中海地产迈入 3,000 亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、绿城中国进入 2,000 亿元阵营，另有 16 家房企龙湖集团、金地集团、阳光城、旭辉集团等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 3 2019 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	中海地产
2	万科企业	7	龙湖集团
3	碧桂园	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	保利地产	10	广州富力

注：中海地产集团有限公司于 2019 年 10 月 23 日更名为“中海企业发展集团有限公司”
资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产政策持续趋严，并坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2016 年“十一假期”	2016 年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计 21 个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整
2016 年 11 月	上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居

	建设导则（试行）>的通知》面向社会公开征求意见
2017年10月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017年12月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018年3月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018年7月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，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。”
2018年12月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018年12月	2018年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019年1月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019年3月	2019年3月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019年4月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，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5月	银保监会发布《“巩固治乱成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23号），严查房地产违规融资
2019年7月	中央政治局会议提到“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8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，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。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上

涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

总体看，2016年“十一”之后，热点一二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年中央多次会议继续坚持房住不炒、因城施策思路，继续推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展。

5. 行业关注

行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

随着资源逐步向大型房企集中，中小房企面临较大的经营压力，面临被大型房企收购整合风险。实力突出的大型房企，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司经营规模较大，土地储备丰富，项目覆盖全国重要城市，品牌影响力较大，具备很强的竞争力

公司是港股上市公司中国海外发展的全资控股子公司，是中国海外发展在中国大陆房地产开发的重要主体。公司拥有中国一级房地产开发资质，已形成以长三角、珠三角、环渤海、东北、中西部为重点区域的全国性均衡布局，业务覆盖内地近30个经济活跃城市。

截至2019年底，公司资产规模持续增长，在北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、成都、长春等35个城市拥有土地储备（全口径未竣工部分）规划建筑面积3,721.32万平方米，居全国同类型房地产开发企业前列。根据集团发展战略，公司开发项目主要分布于国内一线城市和经济发达

的二线省会城市，产品线涵盖了从中端刚需型到高端改善型各个档次。

公司行业地位较高，品牌影响力较大。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（2019年品牌价值910亿元）；截至2019年底，公司连续16年获得经济观察报评选的中国蓝筹地产企业称号；公司在克而瑞发布的“2019年中国房地产开发企业500强榜单”中位列第6位。

2. 人员素质

公司核心管理人员整体素质较高，具备多年的行业管理经验，且员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要

截至2019年底，公司董事、监事及高级管理人员等共计4人，其中董事3名、监事1名、高级管理人员3人（3名高管兼任董事）。公司高管均有丰富的行业经验和丰富的管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长兼总经理颜建国先生，1966年生，本科学历，北京大学光华管理学院MBA。颜先生于1989年加入中国建筑集团有限公司（原名“中国建筑工程总公司”，以下简称“中国建筑集团”）。其中，1990年至1992年间，历任深圳中海地产有限公司地盘工程师、部门负责人等职务；2001年至2011年再次获派驻中海企发工作，历任广州中海地产有限公司助理总经理、上海公司副总经理、苏州公司总经理、上海公司总经理、中海企发董事副总经理兼华北区域总裁。2011年至2014年6月，颜先生历任中国建筑集团办公厅主任，首席信息官及助理总经理等职务。2014年6月至2016年12月5日，颜先生历任龙湖地产有限公司执行董事、高级副总裁等职务。2016年12月28日起颜先生任公司董事、总经理，2017年1月1日起任中国海外发展执行董事兼行政总裁，2017年6月13日起获选为中国海外发展董事局主席，2017年6月26日起任公司董事长。

截至2019年底，公司员工总数4,995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1,887人，占员工总数的37.78%；其他专业技术人员1,993人，占员工总数的39.90%。硕士及以上学历1,379人，占员工总数的27.61%；本科学历3,362人，占员工总数的67.31%；大专及以下学历254人，占员工总数的5.09%。

五、公司管理

1. 治理结构

公司作为单一股东企业，法人治理结构较简单，符合法律要求，运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障

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，建立了基本的法人治理结构。

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

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

公司不设监事会，设监事1人，由股东委派，任期四年，任期届满，连选可连任。监事负责

对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

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

2. 管理水平

公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，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。根据自身经营管理需要，公司建立了三级管控制度，其中公司层面对所有重大经营决策进行审核批准，公司各地区公司（城市公司）作为公司经营和管理的基层单位，每个地区公司负责区域内的若干项目，对公司实际运营负责，区域公司则负责区域内地区公司的日常管理和部分考核评价。三级管控体系中，区域公司不是法人实体，各个地区公司则具备独立法人资格。公司内设综合管理部、企业传讯部、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、设计管理部和投资管理部等部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

公司建立了完善的内部管理信息系统，公司总部能够监控所有在建项目的建设、成本、销售等情况，及时发现问题并快速进行分析和纠正。

采购管理方面，公司制订了《集中采购管理制度》，对公司总部主办的工程物资招标采购进行了严格规范，规定了由公司相关领导组成的集中采购委员会负责集中采购工作的战略部署、定标决议，是集中采购管理工作的决策机构；由财务资金部、法律事务部、设计部、各区域公司等相关部门组成的集中采购招投标工作小组负责集中采购项目招标评审，形成初步意见供集中采购委员会决策；《集中采购管理制度》对投标单位需要满足的各种条件进行了详细的规定，同时也对招标文件的制定、招标过程的管控以及供应商的日常管理进行了规范。

开发建设管理方面，公司制定了《项目策划管理办法》《工程规范》《工程质量管理手册》《施工安全管理制度》《项目成本管理制度》等规章制度。其中《工程质量管理手册》主要规范工程质量实测过程中的程序、取样方法、测量操作、数据处理等具体步骤和要求；《工程规范》对各类施工工艺的具体用料、应达到的施工要求等进行了详细的描述和规范；《施工安全管理制度》对施工安全管理的目标、管理体系以及施工安全的事前、事中和事后控制作出规定；《项目成本管理制度》综合规范了土地成本、前期成本、建安成本、销售费用、管理费用、其他直接成本等项目成本要素，实行全过程成本管理和动态成本监控。

财务管理方面，公司建立了《销售财务管理制度》《预算管理制度》《资金管理制度》等相关制度体系。《预算管理制度》主要对预算的编制、执行、分析、调整和考核进行规定，明确了公司预算管理由行政总裁领导，分管副总裁负责领导预算管理的日常工作；公司通过预算指标会议的形式审批预算管理指标体系构成，审定地区公司和区域公司年度预算经营指标，并有权在市场环境和产业政策等发生重大变化时进行预算指标的重大调整。《资金管理制度》明确了公司按照预算控制、集中管理、统一调度、有效使用、防范风险、提高效率的原则进行资金管理；公司及其下属公司实行现金零库存管理，严禁使用现金进行支付，各个子公司全面推行网银支付；各地区公司不得以任何理由向系统以外的任何单位或个人提供任何形式、任何数量的资金支持，禁止对外提供任何担保、借款或者资金承诺等行为；资金调度由公司财务资金部统筹安排，未经批

准，禁止地区公司之间一切形式的跨地区资金调剂与调动。

地区公司管理方面，除按照上述财务管理制度对下属企业进行资金管控外，公司还制定了《地区公司重要财务岗位管理办法》《地区公司领导班子及其成员考核办法》《地区公司领导班子成员任职资格管理办法》等相关制度，对下属企业的核心成员进行管理、考核，确保下属子公司稳定正常运营。

六、经营分析

1. 经营概况

受房地产项目结转进度的影响，2017—2019年，公司主营业务收入波动增长，毛利率波动下降，但公司综合盈利能力处于相对较高水平

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；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，业务覆盖内地30余个经济活跃城市。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（以下简称“中建国际”）同一控制下的企业合并，2017年数据以全年并表数据为准，可能与财务部分存在一定差异。

从公司主营业务收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源。2017—2019年，公司房产开发收入波动增长，年均复合增长39.80%，主要系结转面积波动增长所致；物业出租收入逐年增长，年均复合增长17.34%，2018年，公司新增北京奥南项目对外出租运营，2019年，公司新增上海九峯里友里长租公寓等项目对外出租运营；承包工程收入逐年增长，2019年同比大幅增长365.73%，主要系承包工程业务量回升致使完工结转增长所致。

毛利率变化方面，2017—2019年，公司主营业务毛利率波动下降，其中房产开发业务毛利率波动下降，主要是受结转区域分布及项目毛利率存在差异共同影响所致；物业出租毛利率维持在较高水平，近年呈逐年上涨态势，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；承包工程业务毛利率波动下降，2018年承包工程毛利率为6.71%，同比下降28.50个百分点，主要系结转工程毛利率较低所致。

表5 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	1,002.49	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

2. 土地储备

2017—2018年，公司拿地较为积极，新增土地储备规模大幅增长；2019年公司当期新增土地储备建筑面积有所下降；公司土地储备规模较大，布局以一、二线城市为主，土地储备区域分布较为合理，质量较高

公司土地投资策略一直以来由集团高度集中管理，并实施审慎的土地获取政策。拿地区域上，公司目前聚焦于主流城市，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一线、二线城市为主，并继续加大一线城市投资占比，公司保持理性态度，积极吸纳地块以维持在一线城市的市场份额；在选定城市的基础上，优选城市核心区域，同时对于公司历史销售业绩较为突出的城市，公司将在拿地资源上有所倾斜，以维持在当地市场的领先地位。拿地方式上，公司采取多样化的方式获取土地资源，目前土地储备获取方式以“招、拍、挂”为主，并积极开展收并购、参与旧改及棚改和合作开发等方式获取土地；以自主拿地为主，合作开发的项目多以关联方合作为主。

表6 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	1,379.95	1,388.93	707.51
土地投资金额	873.97	962.96	739.64
新增土储楼面均价	6,333.38	6,933.14	10,454.24

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金额均为全口径数据
资料来源：公司提供

受销售目标、土地市场行情以及项目周转速度加快等影响，2017年和2018年，公司加快土地获取步伐，新获取土地储备建筑面积规模均较大；2019年受土地市场回暖，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。2017-2019年，公司拿地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、长春获取土地的规模持续较大；受新增土地储备城市分布差异及一线城市占比上升影响，公司新增土地楼面均价逐年增长，土地投资金额保持在较大规模，2019年，公司新增土地楼面均价10,454.24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7 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3,721.32万平方米，土地储备权益规划建筑面积为3,111.50万平方米，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占比合计为20.90%，具体情况如下表所示。

表8 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	2,784.07	80.96	3,721.32
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	2,409.01	52.10	3,111.50
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8,000亿元地级市，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. 成本控制及项目开发情况

公司整体在建及拟建项目剩余可售面积较大，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

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。

区域分布方面，公司着力完善全国性布局，避免将资源集中在单一城市或区域，以平衡经济和市场波动带来的风险。目前，公司房地产开发业务已形成长三角、珠三角、环渤海、东北、中西部为重点区域的布局，先后进入内地30余个经济活跃城市。

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，且不同项目有相应的营销费效比目标，从而实现整体销售费用的控制。采购方面，公司采购方式包括集中采购和分散采购两种，以集中采购为主。公司积累较丰富的供应商体系，通过将合约拆解成多个细标，并多次比较以获取最具优势的价格，带动整体成本的下降。受益于很强的期间费用控制能力，公司盈利水平在行业内处于领先水平。

2017—2019年，公司新开工面积呈波动增长态势，主要系公司自2016年起获取大量土地储备并逐步开工建设所致；公司竣工面积呈逐年增长态势，2019年增幅较大为93.16%，主要系新开工面积波动增长并陆续竣工所致。截至2019年底，公司期末在建面积为2,366.15万平方米，具体情况如下表所示。

表9 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	1,383.47	1,283.00
竣工项目数（个）	28	31	84
竣工面积（万平方米）	418.60	531.69	1,027.00
期末在建项目数（个）	62	92	137
期末在建面积（万平方米）	1,277.00	2,128.80	2,366.15

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3,264.90万平方米，

总可售面积为 2,265.59 万平方米；预计总投资为 3,665.81 亿元，截至 2019 年底，公司累计已投资 2,532.53 亿元，尚需投资 1,133.28 亿元，具体情况如下表所示。

表10 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	3,264.90	2,366.15	2,265.59	965.96	1,299.63	3,665.81	2,532.53	1,133.28

注：上表统计口径为全口径，包含非并表项目

资料来源：公司提供，联合评级整理

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%、8.46%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 1,140.03 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

公司可售房源主要位于一、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

公司下辖项目的销售以自主销售为主，经过多年发展，公司拥有一支专业销售队伍。公司对销售费用进行了严格管理，每年营销费用控制在销售额的 1%以内。公司要求下属房地产项目实现各类不同品质房源的均匀销售，以确保较为稳定的经营利润水平。

销售价格方面，公司参考周边对标项目价格、成本利润率目标及市场行情走势等因素确定楼盘销售价格，一般较周边楼盘略有溢价以体现公司品牌价值。销售手段方面，出于维护公司品牌形象的考虑，公司很少采用降价促销等方式加快楼盘回款，而是在蓄客阶段做好充分准备，通过提升项目内在质量和客户品牌认同度的方式提升销售速度。公司楼盘去化速度依不同项目略有不同，但整体上从开始预售到楼盘交房约 15~18 个月。

2017—2019 年，公司实现签约销售面积逐年增长，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；实现签约销售均价逐年提高，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持续上涨影响，公司签约销售金额逐年大幅增长。结转方面，2017—2019 年，公司结转面积波动增长，其中 2018 年下降主要系公司 2018 年竣工项目中 63.85%集中在第四季度竣工，而项目从竣工至结算尚需时间办理相关手续所致；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；公司结转均价波动增长；受结转面积波动增长及结转均价持续增长影响，公司结转收入波动增长。

表11 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	1,014.25	1,662.56
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	410.88	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 1,310.86 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形成收入的有益补充

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。2017 年 3 月，公司通过收购新增中建大厦项目对外出租运营。2018 年，公司新增北京奥南项目对外出租运营。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12 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. 经营效率

考虑拿地规模，公司经营效率尚可

由于公司实施积极的拿地策略，受土地投资规模大幅增加及新开工面积大幅增长等影响，2018 年公司各经营指标同比有所下降；受项目陆续竣工，结转规模增加影响，2019 年公司各经营指标均有所回升。2017—2019 年，公司存货周转率分别为 0.25 次、0.11 次和 0.26 次；流动资产周转率分别为 0.22 次、0.13 次和 0.25 次；总资产周转率分别为 0.20 次、0.12 次和 0.23 次。公司各项经营效率指标变动较大，与公司 2016 年开始转变经营风格，实施积极拿地的战略有一定关系。

7. 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

2017—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 10.10 亿元、20.73 亿元和 41.19 亿元，占当期交易金额的比重分别为 0.97%、2.09%和 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 1.45 亿元、9.05 亿元和 14.43 亿元，2017 年主要为资金占用费，2018 年和 2019 年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分别为 0.21%、1.05%和 1.10%。公司为关联方提供担保金额分别为 18.00 亿元、20.78 亿元和 30.20 亿元，中国海外发展为公司提供担保的金额为 76.70 亿元、76.23 亿元和 121.48 亿元，与关联方发生的资金拆借分别为 153.99 亿元、128.48 亿元和 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，发行人制定了《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。

8. 重大事项

公司对中建国际实施的同一控制下的企业合并有助于公司资源整合和业务的一体化

2017 年 3 月 6 日，公司子公司中海地产工程管理（深圳）有限公司向苏州竹辉兴业有限公司支付现金对价 11.67 亿元的方式，收购其持有的中建国际建设有限公司（以下简称“中建国际”）100%的股权，因上述公司合并前后均受中国建筑集团有限公司最终控制，该项企业合并属于同一控制下的企业合并。

截至 2017 年 3 月 6 日，中建国际资产总额 234.83 亿元，负债总额 200.36 亿元，所有者权益合计 34.47 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 19.28 亿元。中建国际拥有房屋建筑工程特级资质，并拥有机电安装、地基基础、装修装饰、钢结构等一级资质，主要业务为施工总承包，主要子公司分布在北京、上海、西安、新疆和长沙等地，能够与公司房地产开发业务形成协同效应。

9. 经营关注

公司土地储备及在建面积规模大，部分城市项目可能存在一定的去化压力

公司土地储备及在建面积规模大，随着房地产市场出现市场分化，乌鲁木齐项目可能存在一定的去化压力；另外，限购限价等政策可能对一、二线城市的库存去化和回款速度带来不利影响。

未来开发资金需求规模较大

公司在建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金将保持一定需求。

10. 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。

七、财务分析

公司 2017—2018 年的财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019 年的财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计¹，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照现行《企业会计准则》编制。

合并范围方面，2017 年公司合并财务报表范围新增加 62 家子公司，减少 2 家子公司；2018 年公司合并范围新增 33 家公司，注销 8 家公司；2019 年，公司合并范围新增 25 家公司，注销 2 家公司，截至 2019 年底，公司合并范围内共有子公司 189 家。本报告 2017 年、2018 年和 2019 年财务数据分别为 2017 年审计报告期初数、2019 年审计报告上年期末数和 2019 年审计报告期末数，财务数据具有可比性。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 4,698.44 亿元，负债合计 3,425.77 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）1,272.67 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 1,205.69 亿元。2019 年，公司实现营业收入 1,005.89 亿元，净利润（含少数股东损益）203.57 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 189.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 133.72 亿元，现金及现金等价物净增加额 220.13 亿元。

1. 资产质量

随着开发规模持续扩大，公司资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主；资产受限比例低，货币资金充足，但关联方往来款规模较大；公司整体资产质量良好

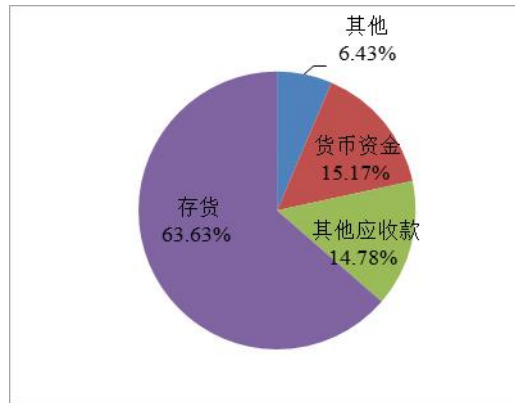
2017—2019 年，公司资产总额年均复合增长率为 27.86%，呈逐年增长态势，主要系流动资产增加所致。截至 2019 年底，公司资产总额 4,698.44 亿元，较 2018 年底增长 19.78%。其中流动资产占比 92.07%，非流动资产占比 7.93%，资产构成以流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产年均复合增长率为 29.80%，呈逐年增长态势，主要系存货及其他应收款等增长较快所致。截至 2019 年底，公司流动资产总额为 4,326.00 亿元，较 2018 年底增长 20.72%，构成如下图所示。

¹ 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。

图 6 截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金年均复合增长 30.68%，呈逐年增长态势，主要系销售回款增加所致。截至 2019 年底，货币资金为 656.17 亿元，较 2018 年底增长 26.60%，公司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。

2017—2019 年，公司其他应收款年均复合增长 23.95%，呈逐年增长态势。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 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 13 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	--

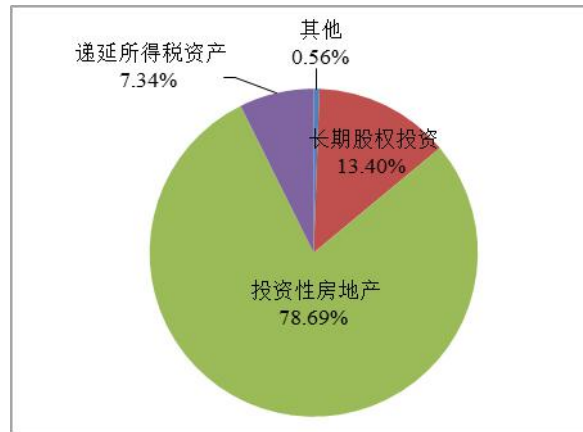
资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司存货账面价值年均复合增长 29.07%，呈逐年增长态势，主要系公司积极拿地且对在建项目投入持续增加的共同影响所致。截至 2019 年底，公司存货账面价值为 2,752.45 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，限购限售限价等政策可能会影响公司的回款和去化速度。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产年均复合增长率为 10.27%，呈逐年增长态势，主要系投资性房地产增加所致。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7 截至2019年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2017—2019年，公司长期股权投资年均复合增长34.03%，呈逐年增长态势，主要系公司与其他企业的合作项目逐渐增多，新增多家合营企业以及权益法下确认的投资收益增加所致。截至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。

2017—2019年，公司投资性房地产（按公允价值法计量）年均复合增长14.87%，呈逐年增长态势。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。

2017—2019年，公司递延所得税资产年均复合增长80.93%，呈逐年增长态势，主要为土地增值税清算准备和内部交易未实现利润。截至2019年底，公司递延所得税资产账面价值合计27.36亿元，较2018年底增长82.85%，主要系土地增值税清算准备增加所致。

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。

2. 负债及所有者权益

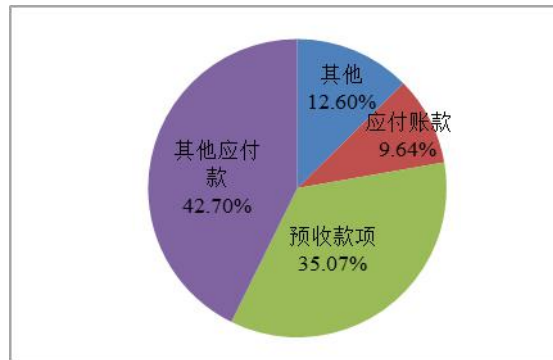
（1）负债

公司总负债逐年增长，以预收款项和其他应付款为主，其他应付款规模大，主要为关联方无固定期限往来款；有息债务逐年增长，但整体债务规模属较低水平且债务结构合理

2017—2019年，公司负债年均复合增长33.23%，呈逐年增长态势。截至2019年底，公司负债合计3,425.77亿元，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。

2017—2019年，公司流动负债年均复合增长33.95%，呈逐年增长态势。截至2019年底，公司流动负债2,797.64亿元，较2018年底增长21.20%，主要系预收款项和其他应付款增加所致，构成如下图所示。

图 8 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司应付账款年均复合增长 32.70%，呈逐年增长态势。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。

2017—2019 年，公司预收款项年均复合增长 36.59%，呈逐年增长态势，主要系公司房地产存货增加且销售情况良好，相应的签约销售金额大幅增加所致。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。

2017—2019 年，公司其他应付款年均复合增长 28.63%，呈逐年增长态势，主要系公司合作项目增加使得关联方往来款大幅增长所致。截至 2019 年底，公司其他应付款为 1,194.56 亿元，较 2018 年底增长 14.43%，主要为关联方往来款 1,162.02 亿元，不需要支付利息，对公司没有实际的还本付息压力。公司其他应付款年末余额前五名共计 452.12 亿元，占比为 37.85%，主要为关联方往来款。

表 14 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：公司审计报告

2017—2019 年，公司非流动负债年均复合增长 30.18%，呈逐年增长态势，主要系长期借款增加所致。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。

2017—2019 年，公司长期借款年均复合增长 39.57%，呈逐年增长态势。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从而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。

2017—2019 年，公司应付债券年均复合增长 20.72%，呈逐年增长态势，具体情况如下表所示。

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。

表 15 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	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

2017—2019 年，公司递延所得税负债年均复合增长 15.88%，呈逐年增长态势，主要系公允价值变动导致的应纳税暂时性差异增加所致。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%。

全部债务方面，由于经营规模的扩大以及在建项目的持续投入增加，2017—2019 年，公司全部债务分别为 392.40 亿元、532.74 亿元和 685.87 亿元，年均复合增长 32.21%，呈逐年增长态势。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。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 67.15%、72.71%和 72.91%；全部债务资本化比率分别为 29.36%、33.23%和 35.02%；长期债务资本化比率分别为 25.84%、31.53%和 31.01%，债务负担逐年加重，但仍属较低水平且债务结构较为合理。

表 16 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

资料来源：公司提供

（2）所有者权益

公司所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高

2017—2019 年，公司所有者权益年均复合增长 16.11%，主要系未分配利润大幅增长所致。截至 2019 年底，公司所有者权益为 1,272.67 亿元，较 2018 年底增长 18.90%。其中，归属于母公司所有者权益为 1,205.69 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%。

3. 盈利能力

公司营业收入和净利润规模受结转进度而有所波动，费用控制能力很强，对非经常性损益的依赖程度较弱，整体盈利能力和盈利质量较好

2017—2019年，公司分别实现营业收入504.92亿元、410.88亿元和1,005.89亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长41.14%；同期，公司分别实现净利润111.66亿元、112.62亿元和203.57亿元，年均复合增长35.02%。

期间费用方面，2017—2019年，公司期间费用总额分别为15.16亿元、25.52亿元和19.34亿元，年均复合增长率为12.94%，逐年增长，主要系公司项目销售规模增大带动销售费用和管理费用不断上升等所致。2019年，公司期间费用同比减少24.23%。2017—2019年，公司销售费用年均复合增长33.80%；管理费用年均复合增长14.62%，主要系随着公司项目销售的扩大，公司人员需求增加，相应的职工薪酬、办公费及专业顾问费等增加所致；财务费用分别为-1.84亿元、4.16亿元和-7.28亿元，2017年和2019年为负数，主要系当期产生的利息收入较大所致。2017—2019年，公司期间费用总额占当年签约销售额的比重分别为2.18%、2.52%和1.33%，费用控制能力很强。

从利润构成来看，2017—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）分别为9.79亿元、12.79亿元和17.06亿元，占当年营业利润的比重分别为6.69%、8.65%和6.33%；公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益，三年分别为3.58亿元、4.07亿元和5.52亿元，占营业利润的比重分别为2.45%、2.75%和2.05%，公允价值变动收益和投资收益对营业利润形成良好补充。

从各项盈利指标看，2017—2019年，公司营业利润率呈波动下降态势，分别为29.31%、37.87%和26.33%，主要系公司结转项目毛利率波动所致；公司总资产收益率分别为9.93%、8.64%和11.69%，净资产收益率分别为12.31%、11.18%和17.38%，总资产报酬率分别为6.01%、4.78%和6.38%，均呈现波动上涨态势。

4. 现金流

2017—2019年，受公司签约销售额增长及拿地支出减少影响，公司经营活动现金流净额由净流出转为净流入；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，存在一定的外部融资需求

从经营活动情况来看，2017—2019年，公司经营活动现金流入分别为4,519.93亿元、4,706.64亿元和5,192.91亿元，年均复合增长7.19%，主要系公司销售回款逐年增加及收到的往来款和收到退回的拍地保证金规模扩大所致；经营活动现金流出分别为4,968.09亿元、4,780.28亿元和5,059.19亿元，年均复合增长0.91%，主要系支付的往来款项以及押金、保证金、维修金支出规模扩大的共同影响所致。受上述因素的影响，2017—2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为-448.16亿元、-73.65亿元和133.72亿元，2019年由净流出转为净流入，且净流入规模较大，主要系2019年签约销售额保持增长而拿地力度下降共同影响所致。

从投资活动情况来看，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为37.01亿元、60.33亿元和13.72亿元，年均复合减少39.11%，呈现波动下降态势，2018年大幅增加主要系当年收回委贷款项增加所致；投资活动现金流出分别为27.39亿元、10.26亿元和4.89亿元，年均复合减少57.74%，主要系发放委托贷款的规模减少所致。受上述因素的影响，2017—2019年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为9.62亿元、50.07亿元和8.83亿元，持续为净流入，2018年净流入规模较大。

从筹资活动情况看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为189.23亿元、253.87亿元和261.31亿元，年均复合增长率为17.51%，呈逐年增长态势，主要系银行借款增加所致；公司筹资活动现金流出分别为79.49亿元、131.65亿元和183.73亿元，年均复合增长率为52.03%，呈逐年增长态势，主要系偿付债务规模增加所致。2017—2019年，公司筹资活动产生的现金流量净额为109.74亿元、122.22亿元和77.58亿元，年均复合减少15.92%，呈持续净流入状态。

5. 偿债能力

公司长、短期偿债能力指标表现较好，现金类资产较充足，公司整体偿债能力极强

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为1.65倍、1.55倍和1.55倍；速动比率分别为0.59倍、0.51倍和0.56倍，均呈波动下降态势。2017—2019年，公司现金短期债务比分别为6.06倍、13.04倍和5.77倍，呈现波动下降态势，2018年底有所回升主要系公司销售回款增加使货币资金增加所致，2019年大幅下降主要系当期短期债务规模增加所致，但公司现金对短期债务的覆盖程度保持较高水平。整体看，公司短期偿债指标整体虽有所下滑，但短期偿债能力仍属很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为155.29亿元、162.69亿元和275.22亿元，呈逐年增长态势。2019年公司EBITDA构成中，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。2017—2019年，EBITDA利息倍数分别为12.11倍、6.93倍和8.49倍，波动下降，但EBITDA对利息支出的保障程度仍属较高。2017—2019年，EBITDA全部债务比分别为0.40倍、0.31倍和0.40倍。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至2019年底，公司共取得银行授信额度1,005.00亿元，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，截止目前承购人未发生违约。

表 17 截至 2019 年底公司对关联企业提供担保情况（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	20,417.54	2018/12/11	2020/12/29	否	是
	14,279.29	2018/12/26	2020/12/02	否	是
广州利合房地产开发有限公司	57,546.00	2018/07/13	2021/05/21	否	是
广州绿嵘房地产开发有限公司	29,321.60	2018/11/13	2021/11/29	否	是
	6,664.00	2019/4/11	2022/4/10	否	是
	9,996.00	2019/9/30	2022/9/29	否	是
深圳市海清置业发展有限公司	5,000.00	2018/05/07	2023/05/23	否	是
	2,495.00	2018/12/24	2023/05/23	否	是
	7,665.84	--	2023/5/16	否	是
杭州中建国博置业投资有限公司	16,000.00	2013/04/10	2020/04/09	否	是
中海海隆商业管理（苏州）有限公司	117,500.00	2019/10/21	2026/10/16	否	是
长沙禧荣置业有限公司	15,071.31	2019/1/16	2020/12/18	否	是
合计	301,956.58	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司无将会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 1 月 19 日，公司已结清业务中，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。

6. 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收益；经营性和投资性净现金流波动幅度较大，筹资性净现金流持续为净流入

资产方面，2017—2019 年，母公司资产逐年增长，年均复合增长 25.21%，主要系其他应收款增长所致。截至 2019 年底，母公司资产总额为 2,039.90 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、1,447.09 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，2017—2019 年，母公司负债规模逐年增长，年均复合增长 35.95%，主要系其他应付款增长所致。截至 2019 年底，母公司负债规模 1,432.23 亿元，较 2018 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 1,004.20 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%。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，2017—2019 年，母公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 7.46%，主要系未分配利润增长所致。截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 607.67 亿元，较 2018 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，2017—2019 年，母公司营业收入波动减少，三年分别为 17.07 亿元、1.49 亿元和 1.61 亿元；投资净收益分别为 16.76 亿元、25.27 亿元和 51.57 亿元，主要为对子公司投资取得的收益；净利润分别为 24.35 亿元、26.53 亿元和 54.21 亿元。同期，母公司期间费用分别为 6.86 亿元、-0.26 亿元和 -1.98 亿元，2018 年和 2019 年财务费用为负，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，2017—2019 年，母公司经营活动现金流净额分别为 -263.00 亿元、26.58 亿元和 -129.63 亿元，波动较大；投资活动现金流净额分别为 39.51 亿元、-78.88 亿元和 100.73 亿元，波动增长；筹资活动现金流净额分别为 9.20 亿元、64.08 亿元和 101.11 亿元，逐年增长，持续为净流入，主要系当期取得借款规模较大所致。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年底，公司全部债务总额为 685.87 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 24 亿元（含），占目前公司全部债务的 3.50%，公司债务规模有所扩大。

以 2019 年底财务数据为基础，若募集资金净额为 24.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 73.05%、35.81%和 31.90%，较发债前分别提高 0.14 个百分点、0.79 个百分点和 0.89 个百分点，债务负担略有增加，但仍属行业较低水平。考虑到募集资金部分拟用于偿还债务，实际债务指标将低于上述测算值。

2. 本期债券偿还能力分析

以 2019 年的相关财务数据为基础，公司 EBITDA 为 275.22 亿元，为本期债券发行额度（24 亿元）的 11.47 倍，EBITDA 对本期债券额度的覆盖程度高。2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为 5,192.91 亿元，为本期债券发行额度的 216.37 倍，对本期债券覆盖程度极高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型房地产开发企业，品牌影响力大，综合竞争力强；公司土地储备充足，产品定位中高端，盈利能力很强，未来能够持续取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

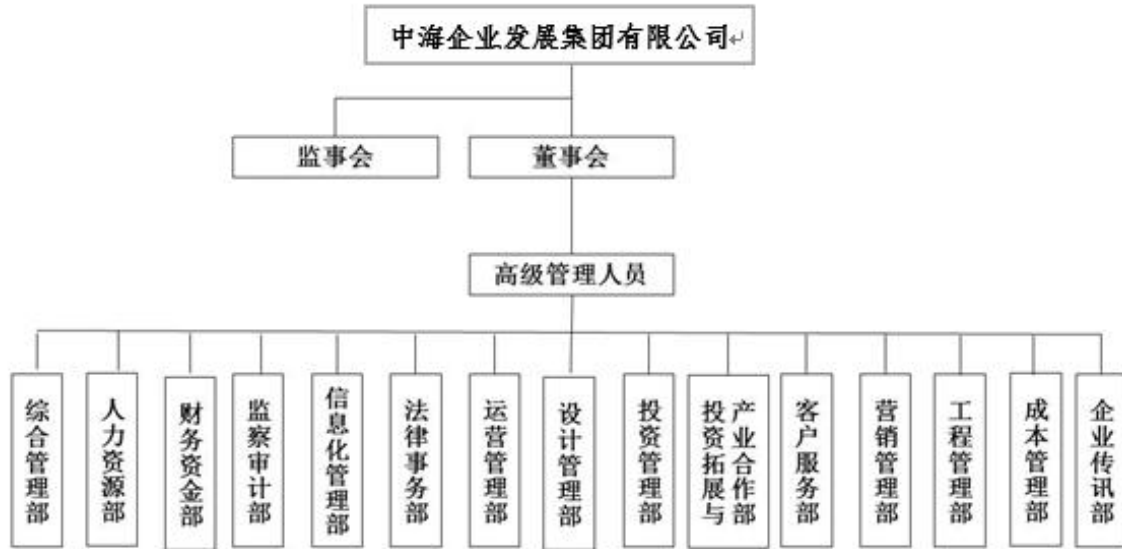
九、综合评价

公司作为中国海外发展在境内的重要控股平台，其在股东支持、行业地位、品牌影响力、全国化区域布局、项目储备、盈利能力及偿债能力等方面具备的显著竞争优势。同时，联合评级也关注到房地产行业政策对公司销售有一定影响、在建项目资金需求量较大、债务规模及负债率逐年上升以及权益稳定性有待提高等因素对公司信用状况产生的不利影响。

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持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年底中海企业发展集团有限公司
组织架构图



附件 2 中海企业发展集团有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 (亿元)	2,873.88	3,922.64	4,698.44
所有者权益 (亿元)	944.03	1,070.35	1,272.67
短期债务 (亿元)	63.43	39.75	113.74
长期债务 (亿元)	328.97	492.99	572.13
全部债务 (亿元)	392.40	532.74	685.87
营业收入 (亿元)	504.92	410.88	1,005.89
净利润 (亿元)	111.66	112.62	203.57
EBITDA (亿元)	155.29	162.69	275.22
经营性净现金流 (亿元)	-448.16	-73.65	133.72
流动资产周转次数 (次)	0.22	0.13	0.25
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
总资本收益率 (%)	9.93	8.64	11.69
总资产报酬率 (%)	6.01	4.78	6.38
净资产收益率 (%)	12.31	11.18	17.38
营业利润率 (%)	29.31	37.87	26.33
费用收入比 (%)	3.00	6.21	1.92
资产负债率 (%)	67.15	72.71	72.91
全部债务资本化比率 (%)	29.36	33.23	35.02
长期债务资本化比率 (%)	25.84	31.53	31.01
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.11	6.93	8.49
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.40	0.31	0.40
流动比率 (倍)	1.65	1.55	1.55
速动比率 (倍)	0.59	0.51	0.56
现金短期债务比 (倍)	6.06	13.04	5.77
经营现金流流动负债比率 (%)	-28.74	-3.19	4.78
EBITDA/本期发债额度 (倍)	6.47	6.78	11.47

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和 2019 年审计报告期末数

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 中海企业发展集团有限公司 2020年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中海企业发展集团有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中海企业发展集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中海企业发展集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中海企业发展集团有限公司的相关状况，如发现中海企业发展集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如中海企业发展集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中海企业发展集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中海企业发展集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二〇二〇年四月十四日

