

信用等级公告

联合[2015]426 号

中海地产集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中海地产集团有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

中海地产集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中海地产集团有限公司拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一五年 八月 七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中海地产集团有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 80 亿元（含）

债券期限：不超过 10 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 8 月 7 日

主要财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	985.72	1,371.77	1,755.52	1,868.33
所有者权益(亿元)	300.32	376.42	495.96	497.91
长期债务(亿元)	54.90	61.87	65.45	61.58
全部债务(亿元)	64.79	70.69	97.28	103.77
营业收入(亿元)	228.00	336.35	498.81	16.53
净利润(亿元)	69.96	68.25	104.43	3.18
EBITDA(亿元)	96.36	95.34	147.80	--
经营性净现金流(亿元)	42.69	-11.50	94.76	-36.29
营业利润率(%)	32.01	25.73	27.83	60.15
净资产收益率(%)	--	20.17	23.94	0.64
资产负债率(%)	69.53	72.56	71.75	73.35
全部债务资本化比率(%)	17.74	15.81	16.40	17.25
流动比率	1.38	1.35	1.35	1.33
EBITDA 全部债务比	1.49	1.35	1.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.28	15.99	18.29	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.20	1.19	1.85	--

注：本报告中，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；本报告财务数据及指标计算均为合并口径；一季度指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中海地产集团有限公司（以下简称“公司”或“中海地产”）的评级反映了公司作为国内房地产行业的龙头企业，近年来，在房地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入持续稳健增长，盈利水平保持行业领先，品牌影响力大，刚性债务规模不大，资产质量良好。公司业务覆盖主要的一、二线城市和部分三线城市，土地储备充足，产品利润率高，抵抗行业周期性风险的能力较强。同时，联合评级也关注到公司产品区域分布相对集中，以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

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次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司是国内房地产行业龙头企业，在品牌影响力、产品品质和盈利能力等方面居于国内领先地位。

2. 公司建立了成熟高效的采购、经营、销售和管理体系，保障公司在建项目较快实现销售和回款，有利于公司经营和财务安全。

3. 公司土地储备主要位于一二线城市，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. 近年来，公司销售收入保持增长，随着公司现有在售项目实现销售，以及在建项目进入销售阶段，公司收入、利润规模有望进一步提升。

5. 公司货币资金规模较大，有息债务负

担较轻，财务安全性较高。

关注

1. 房地产业面临全局性调整，虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去。公司受房地产市场调整的影响需持续关注。

2. 公司土地储备相对集中于若干一二线城市，需要关注少数地区房地产市场变化对公司整体经营的影响。

3. 公司在建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金的需求将保持较大规模，应关注公司现金流与开发资金的匹配情况。

分析师

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //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）与中海地产集团有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与中海地产集团有限公司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，未因中海地产集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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公司相关资料主要由中海地产集团有限公司提供，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中海地产集团有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

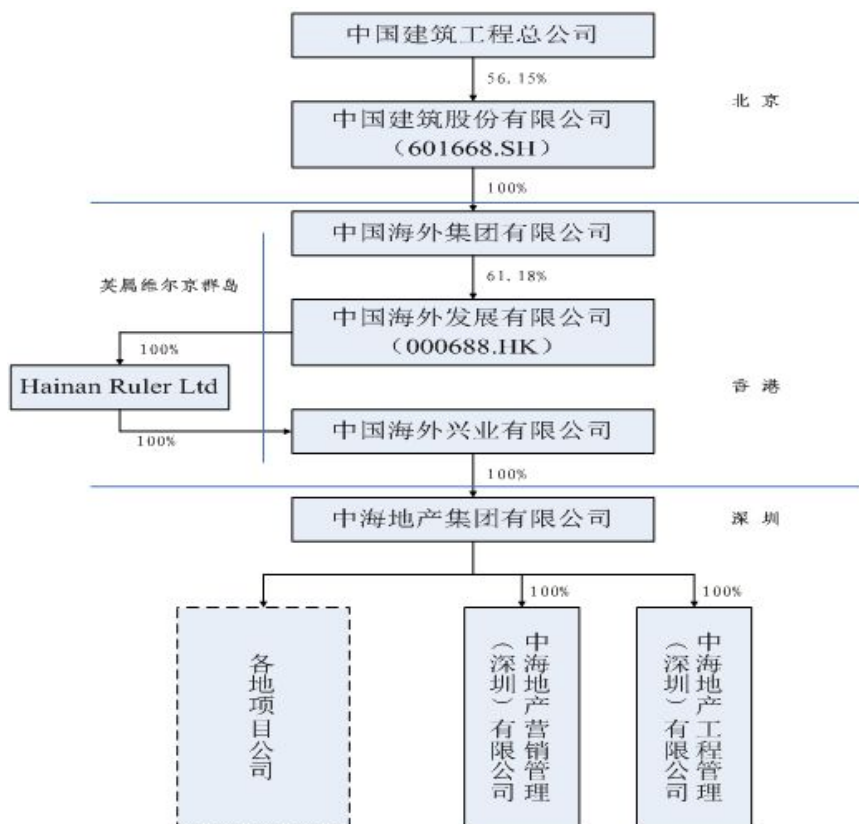
一、主体概况

中海地产集团有限公司（以下简称“公司”或“中海地产”）前身是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“中海发展”）。1997年11月，中海发展将公司股权转让给其在香港注册的全资子公司中国海外兴业有限公司（以下简称“中海兴业”）。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，相应更名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。

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500万元增至1,000,000万元（截至2015年3月末），并最终转为外商（台港澳侨）投资企业，中海兴业为公司唯一股东，公司实际控制人为中国海外发展有限公司（股票代码：000688.HK）。公司2015年3月末的股权结构如下：

图1 截至2015年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事房地产开发和销售，并通过近30年的发展，形成了以港澳地区、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，业务遍布港澳及内地近50个经济活跃城市。此外，公司还涉及与地产有关的物业投资、物业管理、以及规划及建筑设计等业务。

截至2015年3月末，公司下设综合管理部、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、战略管理部等11个职能部门（详见附件1）；下辖74家控股子公司，并对9家合营企业进行了股权投资；拥有在职员工5,424人。

截至2014年底，公司合并资产总计1,755.54亿元，负债合计1,259.57亿元，股东权益（含少数股东权益）495.98亿元。2014年公司实现营业收入498.81亿元，净利润（含少数股东损益）104.43亿元，其中归属于母公司所有者净利润为102.32亿元；2014年公司经营活动现金流量净额为94.53亿元，现金及现金等价物增加额106.66亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总计1,868.33亿元，负债合计1,370.43亿元，股东权益（含少数股东权益）497.91亿元。2015年1~3月公司实现营业收入16.53亿元，净利润（含少数股东损益）3.18亿元，其中归属于母公司所有者净利润为2.60亿元；2014年公司经营活动现金流量净额为-36.29亿元，现金及现金等价物增加额-31.15亿元。

公司注册地址：深圳市福田区福华路399号中海大厦十二楼；法定代表人：郝建民。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“中海地产集团有限公司2015年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券面向合格投资者公开发行，发债规模为不超过80亿元，期限为不超过10年。本次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。本次债券票面利率由公司的主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定，具体面向合格投资者发行的票面利率确定方式视发行时上证所相应交易规则确定。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券发行募集资金将全部用于偿还金融机构借款及补充流动资金。

三、行业分析

公司主要业务为房地产开发与销售、物业投资、物业管理以及建筑设计，属于房地产行业。

1. 行业概况

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。经过十几年的发展，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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产开发企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房企普遍规模较小，数量也较少。另外，我国房地产开发企业还呈现出较强的区域性，某一地区的市场，外地房企较难进入。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。另外，房地产企业属资金密集型产业，特别是民营房地产开

发企业，可用于开发的资金相当紧张，银行贷款又受到一些政策的限制。所以，土地和资金就成了制约我国房地产企业发展的因素之一。

第三，高负债、高风险、波动性大。房地产开发企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

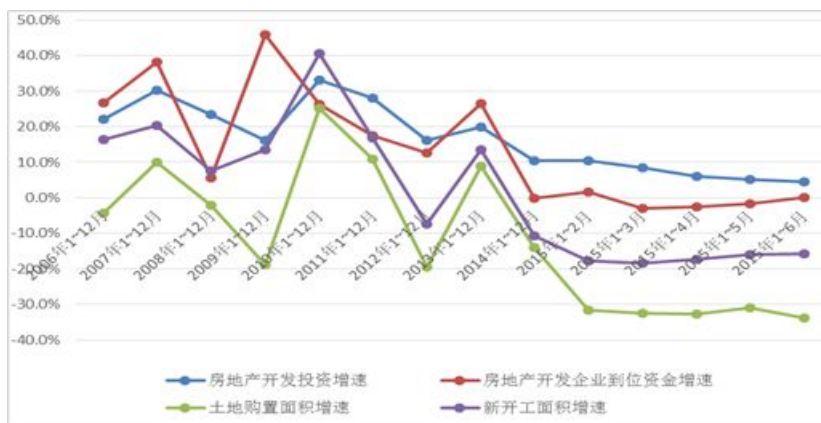
第四，与政府关系密切。过去长期计划经济的影响和房地产行业的特殊性，决定了我国房地产行业与政府的关系密不可分。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产业发展趋势来看，2008年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动，但在整个宏观经济增速放缓背景下，我国房地产行业整体呈现下行趋势。

2014年全年，全国房地产开发投资95,036亿元，名义同比增长10.5%（扣除价格因素实际增长9.9%），增速比2013年回落9.3个百分点。其中，房屋施工面积72.65亿平方米，同比增长9.2%，新开工面积17.96亿平方米，同比下降10.7%，降幅扩大1.7个百分点。

2015年上半年，全国房地产开发投资43,955亿元，同比名义增长4.6%，增速比上年同期回落9.5个百分点。其中，房屋施工面积63.76亿平方米，同比增长4.3%，新开工面积6.75亿平方米，同比下降15.8%，降幅收窄0.2个百分点，政策宽松效果逐步显现。

图2 2006年~2015年5月全国房地产市场发展情况 单位：%



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

总的来看，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，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。进入2015年上半年，房地产开发企业到位资金、土地购置面积和新开工面积作为房地产开发投资走势的先行指标，降幅均有所收窄，显示出房地产业有向好迹象。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房

地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，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。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，全国300个城市共成交土地11.96亿平方米，较上年同期下降15%。同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年重点城市“地王”频出，住宅类用地与商办类用地表现强势，全国300个城市住宅类用地平均溢价率回调8个百分点至16%。尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。

表1 2012年~2015年6月全国300个城市土地交易情况

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
推出面积（万平方米）	158,084	177,964	135,659	47,372
同比	-8%	13%	-24%	-29%
成交面积（万平方米）	119,595	143,569	104,032	33,362
同比	-15%	20%	-28%	-40%
出让金（亿元）	19,504	31,305	23,412	7,835
同比	-13%	61%	-25%	-38%
楼面均价（元/平方米）	942	1,174	1,234	1,269
同比	-1%	25%	5%	4%
土地平均溢价率	8%	16%	10%	10%
同比	下降 4 个百分点	上升 8 个百分点	下降 6 个百分点	下降 2 个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。全年，全国300个城市土地供求量均有较大程度跌幅，推出面积及成交面积比2013年分别减少24%和28%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至10%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。从各线城市来看，一线城市推出面积0.37亿平方米，成交土地面积0.34亿平方米，同比分别减少26%和27%；楼面均价7,705元/平方米，同比上涨41%；土地溢价率25%，比2013年下降7个百分点，但土地价格依然相对坚挺。二线城市推出土地面积5.20亿平方米，成交土地面积4.32亿平方米，同比分别减少20%和23%，跌幅为各线城市最小；楼面均价1,337元/平方米，同比下降4%；土地溢价率8%，同比下降8个百分点。三四线城市推出土地面积8.00亿平方米，成交土地面积5.74亿平方米，同比分别减少26%和36%，跌幅最大；楼面均价724元/平方米，同比下降2%；土地溢价率6%，同比下降4个百分点。整体看，一线城市地价较为坚挺，二三四线城市土地市场遇冷。

2015年上半年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于去年同期，仅楼面均价小幅上调。从各线城市来看，各线城市推出土地面积及成交土地面积同比均有大幅下降。一线城市土地溢价率也出现大幅下滑，比2014年同期下降16个百分点至17%；仅有楼面均价小幅上涨9%至8,829元/平方米。二线城市楼面均价及土地溢价率同比分别微涨至1,393元/平方米和10%；三四线城市则延续下行趋势，微跌至722元/平方米和5%。

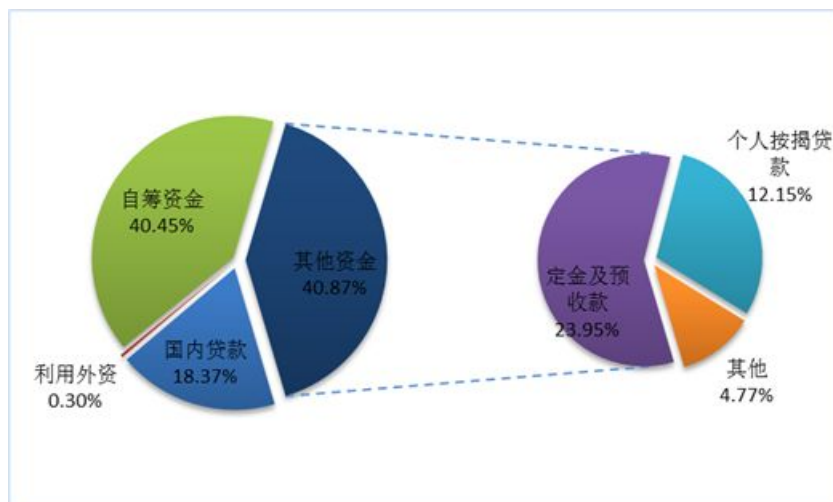
总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，；但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，从而使得楼面均价仍然保持在较高水平，不过与一线城市相比，二三四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减

轻。值得注意的是，2013年由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

（2）开发资金来源状况

2008年以来，由于需求面观望情绪浓厚，商品房成交量大幅下降，订金、预收款和个人按揭贷款在房地产投资开发资金中的占比下降，而从紧的货币政策也使得房地产商取得贷款的难度加大、成本增加。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比上年下降0.1%，增速比2013年回落26.6个百分点，结束了自2000年以来的正向增长。其中，国内贷款21,243亿元，增长8.0%，较2013年回落25.1个百分点；利用外资639亿元，增长19.7%，较2013年回落13.1个百分点；自筹资金50,420亿元，增长6.3%，较2013年回落15个百分点；其他资金49,690亿元，下降8.8%，较2013年回落37.7个百分点。在其他资金中，定金及预收款30,238亿元，下降12.4%，较2013年回落42.4个百分点；个人按揭贷款13,665亿元，下降2.6%，较2013年回落35.9个百分点。整体看，2014年银行信贷政策的收紧，使得房地产企业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

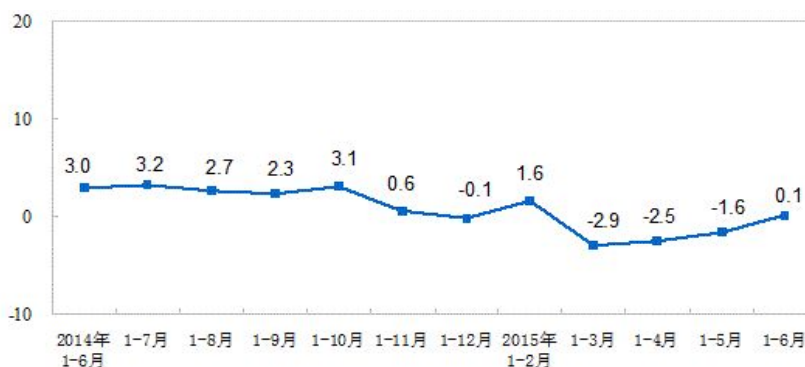
图3 2015年6月末房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入2015年，房地产开发企业到位资金增速较2014年同期有较大下滑，但已逐步显示出向好趋势。2015年前6个月，房地产开发企业到位资金58,948亿元，同比增长0.1%，降幅比1~5月份收窄1.7个百分点。其中，国内贷款10,831亿元，下降4.1%；利用外资179亿元，下降3.9%；自筹资金23,844亿元，增长0.1%；其他资金24,095亿元，下降2.0%。在其他资金中，定金及预收款14,121亿元，下降0.9%；个人按揭贷款7,163亿元，增长10.0%。

图4 全国房地产开发企业本年资金到位增速 单位：%



资料来源：国家统计局

总的来看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但在央行“930 新政”下，随着金融机构对个人住房贷款投放力度的加大，房地产企业资金压力有望获得一定缓解。

(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2012 年在一系列调控政策作用下，房地产市场整体运行稳定。全年房屋竣工面积 9.94 亿平方米，较 2011 年增长 7.3%；商品房销售面积 11.13 亿平方米，较 2011 年增长 1.8%。2013 年房地产市场稳中有升，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。统计数据显示，受市场看淡影响，过去几年新开工面积增速的减缓导致 2013 年房屋竣工面积增速回落 5.3 个百分点；但商品房销售面积同比增长 17.3%，也显示出了 2013 年房地产市场需求依然旺盛。

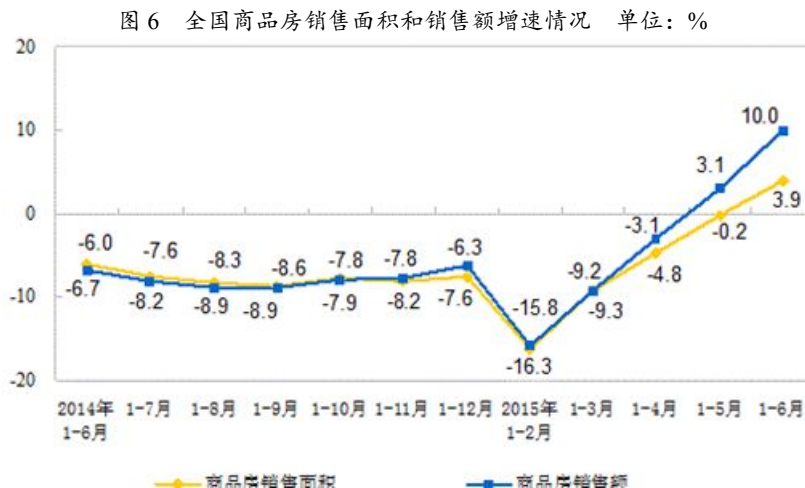
图5 2006~2015 年 6 月全国商品住宅供求情况



资料来源：国家统计局，联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

2014 年，尽管有多轮政策调整刺激住房需求，市场观望情绪仍然强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。全年，商品房销售面积 12.06 亿平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 7.63 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，2014 年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落。全年房屋竣工面积 10.75 亿平方米，其中住宅竣工面积 8.09 亿平方米，同比增长 2.7%。



资料来源：国家统计局

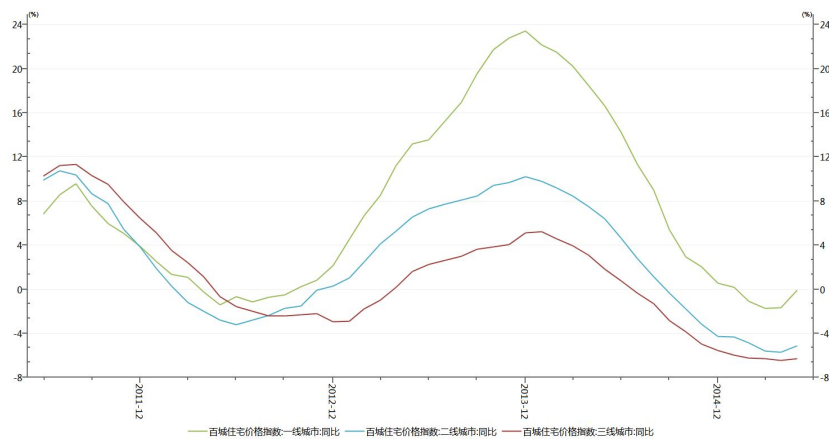
2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。上半年，商品房销售面积5.03亿平方米，同比增长3.9%，增速有负转正，环比提高4.1个百分点。商品房销售额34,259亿元，比1~5月增长10.0%，增速环比提高6.9个百分点。从供给方面看，2015年上半年房地产竣工面积2.66亿平方米，同比下降13.3%，其中住宅竣工面积1.96亿平方米，下降16.2%。

总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放下，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图 7 近年来年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 资讯

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 年一季度百城住宅价格为 10,523 元/平方米，延续去年四季度下跌态势，但跌幅明显收窄，累计小幅下跌 0.18%，各月份涨跌幅均在 0.25% 以内，表现较为平稳。

总的来看，从 2008 年开始，全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势，2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势，但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转，预计 2015 年随着利好政策逐步落地实施，需求将进一步释放，房价将继续稳中看涨。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，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。

进入 2014 年，行业集中度进一步提升。2014 年房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别提高到 17.49% 和 23.49%，较上年分别提高了 4.22 个和 5.24 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.26% 和 13.51%，较上年分别提高了 1.89 和 2.39 个百分点（详见下表）。

表 2 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	13.27%	17.49%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	18.25%	23.49%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	8.37%	10.26%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	11.12%	13.51%

资料来源：联合评级搜集整理

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，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表3 2015年中国房地产开发公司测评前10强企业

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

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

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

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表4 2013年~2015年6月主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限

资料来源：联合评级搜集整理

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金

调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015 年上半年，中央定调稳定住房消费，多轮金融信贷政策发力，改善房地产市场运行环境。3 月，两会召开，确定 2015 年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则分别于 3 月、5 月、6 月三次降息降准。经此调整，5 年以上商业贷款利率降至 5.4%，公积金贷款利率降至 3.5%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度，以刺激楼市需求特别是改善型需求得到释放。

总体看，在我国房地产市场整体渐冷的背景下，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014 年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从 2015 年上半年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入 2014 年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

资金成本上升

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2013 年房地产行业平均负债率有所上升，139 家房企的平均负债率为 63.15%，相较于 2012 年的 61.64%上升了近两个百分点，逾四成房企资产负债率超过 70%。在宏观经济增速放缓，市场资金面偏紧常态化的情况下，房地产企业的融资能力和融资成本都将受到不利影响。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的 60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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。2013 年 5 月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改

革试点范围。未来，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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

参股商业银行，转型金融化地产公司

由于近年来受调控政策影响，国内信贷环境偏紧，众多房地产企业纷纷拓展新的融资渠道，参股银行便成为了一种新的尝试。一方面，参股银行可以更好地满足企业客户在金融服务方面的需求，也是企业顺应未来房地产行业“金融业+加工业”发展趋势的有效转型；另一方面，参股银行可以使企业与银行间的业务关系更加紧密，为房企的融资创造便利条件。

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续稳健发展，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是中国海外发展有限公司（证券代码：00688.HK，以下简称“中国海外”）的全资控股公司，是中国海外在中国大陆房地产开发的主体。公司拥有中国一级房地产开发资质。历经 30 余年的发展，成功打造了中国房地产行业领导公司品牌“中海地产”。中海地产已形成以长三角、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 22 个经济活跃城市，为逾百万客户提供了数十万套中高端精品物业。截至 2015 年 6 月末，公司累计开发面积超过 5,000 万平方米，累计开发投资超过 2,000 亿元。

截至 2014 年末，公司总资产 1,755.52 亿元，员工 5,424 人；在北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、昆明、济南、西安、长春、厦门、武汉、宁波等 22 个城市拥有 2,207 万平方米土地储备，居全国同类型房地产开发企业前列。根据集团发展战略，中海地产开发项目主要分布于国内一线城市和经济发达的二线主要省会城市。中海地产的产品线涵盖了从高端改善型到中低端刚需型各个档次。

公司持续打造“中海地产”品牌。经历 30 余年的品牌经营与实践，“中海地产”已发展成为中国房地产行业领导品牌。“诚信卓越 精品永恒”的经营理念融汇于企业运营的各个环节。2004 到 2014 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（品牌价值 342.46 亿元）；2014 年，公司获得中国房地产研究会、中国房地产业协会、中国房地产测评中心评选的中国房地产品牌价值测评 50 强第一名（品牌价值达 319.39 亿元）；公司连续 4 年获得亚洲周刊

评选的《亚洲周刊》全球华商 1000--“最绩优企业大奖”；公司还连续 11 年获得经济观察报评选的中国蓝筹地产企业称号。

总体看，公司经营规模较大，土地储备丰富，项目覆盖全国重要城市，品牌影响力较大。

2. 人员素质

公司现有董事、监事和高级管理人员共 12 人。公司高管均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长兼行政总裁郝建民先生，1965 年生，工商管理硕士，历任公司执行董事、董事会副主席，现任公司董事长、行政总裁。

公司董事、总裁陈谊先生，1971 年生，研究生学历，教授级工程师，英国特许建造学会会员，历任中建建筑承包公司工程师、项目经理、部门经理、副总经理，中建国际建设公司常务董事、执行副总裁，中建总公司基础设施部总经理，中建国际建设有限公司执行董事、总经理，中国建筑股份有限公司房地产业部执行总经理及中国中建地产有限公司总经理，现任公司董事、总裁。

截至 2014 年底，公司员工总数 5,424 人。其中生产人员 2,549 人，占员工总数的 47.0%；销售人员 1,921 人，占员工总数的 35.4%；技术人员 370 人，占员工总数的 6.8%；财务人员 261 人，占员工总数的 4.8%；行政人员 323 人，占员工总数的 6.0%。大学本科及以上学历 3,839 人，占员工总数的 70.8%；大学专科学历 1,203 人，占员工总数的 22.2%；大专及以下学历 382 人，占员工总数的 7.0%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

五、管理分析

1. 治理结构

作为中国海外的全资下属公司，公司建立了较为完善的法人治理结构。公司设董事会，董事会成员 7 人，任期三年，董事长 1 人，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，执行股东的决定，制订公司的经营方针、预决算方案等。公司不设监事会，设监事 1 人，由股东委派，任期三年，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。

总体看，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，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

2. 管理体制

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主要环节。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。为了加强工程建设和营销管理，公司还设置了两家纵向管理的专业公司，分别为中海地产营销管理（深圳）有限

公司和中海地产工程管理（深圳）有限公司，专业公司在业务上直接领导和管理下属区域和地区公司的工程管理和营销部门或子公司。公司层面下设综合管理部、企业宣传部、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、战略管控部、设计管理部、投资管理部和拓展部等部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

公司通过战略管控委员会对项目的进度、成本、价格、利润和物资采购进行管理。对每一个拟投资项目，地区公司将相关方案上报战略管控委员会评审会进行评审，形成项目目标下达给区域公司和地区公司，对项目的进度、成本、价格、利润等进行框架性的规定。项目执行过程中，若上述指标超过了评审会设定的目标，需要经过公司进行核准。

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》，对由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、战略管控部、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；战略管控部是集中采购委员会的常设机构，负责签订集中采购合作框架协议、合共价格审批等日常工作。《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、事中和事后控制进行了作出规定；《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，要求各个项目均应围绕实现战略管控委员会确定的成本利润率为第一原则，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余调动。

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。

总体看，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，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2012~2014年，公司主营业务收入规模呈现较快增长态势，三年复合增长率为48.26%，2014年实现主营业务收入494.98亿元，较上年增加48.94%。

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，近三年占公司主营业务收入的比例均在95%以上，2014年房地产开发业务实现收入488.84亿元，占当年主营业务收入的98.76%，公司主营业务十分突出。公司物业出租收入规模较小，近三年在公司主营业务收入中占比在1.20%左右。公司其他业务主要包括承包工程等，占主营业务收入的比例均在1%以下，对公司整体经营影响不大。

毛利率变化方面，公司近三年整体毛利率呈现波动下降，2014年整体毛利率为35.15%，较上年提升2.52个百分点。分业务来看，公司房地产开发业务毛利率呈现先降后升的态势，其中2013年该业务毛利率较上年下降10.72个百分点，主要是受结算项目毛利率较低的影响所致；2014年房地产开发业务毛利率环比提升2.31个百分点，主要当年结算的项目毛利率较高所致。公司物业出租业务受益于租赁价格提升，近三年毛利率逐年提升，2014年该业务毛利率为95.66%，处于较高水平，详细情况参见下表。

表5 2012~2014年公司主营业务收入情况 单位：万元、%

业务板块	2012年			2013年			2014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	2,159,901.63	95.91	42.79	3,259,627.14	98.08	32.08	4,888,390.19	98.76	34.39
物业出租	27,040.82	1.20	90.42	41,282.06	1.24	93.46	56,007.05	1.13	95.66
承包工程	64,960.69	2.88	0.03	56,772.58	1.71	0.03	30,659.82	0.62	16.08
减：合并抵消	-	-	-	34,406.93	1.04	0.00	25,256.92	0.51	0.00
合计	2,251,903.14	100.00	42.13	3,323,274.86	100.00	32.62	4,949,800.15	100.00	35.15

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，近三年公司主营业务收入规模不断扩大，住宅开发业务增长较快，但毛利率有所波动；物业出租业务规模不大，但利润水平较高。未来随着国内房地产市场环境逐步好转，以及公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司营业收入规模将保持稳健增长。

2. 土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、前期费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安成本（建筑费）、电力和市政配套（景观绿化）费用、开发解决费（含财务费用）和基建费（含管理费用、销售费用），其中土地成本和建安成本占比较高。土地出让金的支付一般为先期支付50%，并在项目开工前结清款项；建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，竣工验收前支付款项不超过80%，项目决算后一般付满95%的款项，剩余

5%作为工程质保金。

土地储备策略方面，公司结合自身品牌形象和产品定位，主要在一线和二线城市的核心优良地段获取优质土地，并保持土地储备规模能够满足未来 4~5 年开发需求。从土地储备的区域来看，公司土地储备相对集中于 22 个一二线城市。公司会对拟进入城市的经济总量、发展趋势、人口、消费能力以及当地房地产行业规模、发展速度、竞争对手等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。截至目前，公司已进入 22 个城市，其中包括 4 个一线城市、13 个二线城市和 5 个三线城市¹，公司本着塑造品牌、打造精品的经营策略，对拟进入的城市进行严格的筛选，并控制进入地区和城市的数量。

目前，通过土地竞拍获得土地是公司获取土地的主要方式。所有土地采购均由地区公司提出，并上报公司投资决策委员会进行讨论和审批。

从公司土地储备的具体执行情况来看，每年初公司会根据对当年房地产市场的预判以及每年开发量等制定当年的土地储备政策和规划，一般会保证公司未来 4~5 年的开发需求。区域公司和地区子公司在发现合适的项目资源后，会同财务、工程、营销等部门，对项目进行初步沟通和论证，形成初步的可行性研究报告并上报公司。公司不定期召开战略管控委员会评审会，对潜在项目进行分析研究，并形成决议，对土地获取价格、项目预计售价、开发成本等各方面形成框架性的要求。决议形成后，区域公司和地区子公司在该框架下参与土地竞拍。

由于公司并不刻意追求规模扩张，公司土地储备规模保持稳健增长，以能满足公司未来 4~5 年开发需求为目标。从近三年公司土地储备的资金投入情况看，2013 年土地支出增加较大，主要是当年销售情况良好，需补充土地规模较大所致，2014 年土地支出出现明显下降，主要是公司从战略角度出发，降低土地储备投入力度所致。

截至 2014 年末，公司土地储备建筑面积约 2,207.20 万平方米，如下表所示，公司近三年土地购置面积呈现波动，2013 年由于销售情况良好导致公司土地购买规模较 2012 年明显上升；2014 年，公司实际购置土地面积 191.80 万平米，对应建筑面积 451.20 万平米，分别较上年下降了 37.03% 和 51.10%。出现此变化的原因主要是公司根据自身发展阶段以及全国房地产市场情况，有意降低土地购置规模所致。但整体看，公司土地储备仍属充足。

表6 近三年公司土地储备获取情况 单位：万平方米、万元

	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出	期末土地储备
2012 年	117.20	395.50	房地产开发	2,044,196	1,758.30
2013 年	304.60	922.70	房地产开发	3,422,938	2,393.90
2014 年	191.80	451.20	房地产开发	1,355,328	2,207.20

数据来源：公司提供

从 2015 年 3 月末公司土储的结构上看，由于 2014 年公司逐渐放慢土地购买进度，导致年末土地储备中 2014 年获取的建筑面积为 451.20 万平方米，占 2015 年 3 月末土地储备的 19.78%；2013 年获得的土地面积占比较高，占比为 39.66%。从公司土地储备的价格情况来看，根据公司提供的数据，近三年公司土地储备楼面地价波动较大，主要受各年度获取土地位置和单价影响较大所致，但整体上，公司土地储备价格处于合理水平。

¹ 本文中一线城市包括北京、上海、广州、深圳，二线城市包括成都、重庆、杭州、南京、沈阳、苏州、天津、武汉、西安、长沙、大连、济南、宁波、青岛、无锡、厦门、郑州，三线城市包括：长春、常州、哈尔滨、福州、昆明、合肥、东莞、石家庄、呼和浩特、南昌、温州、佛山、贵阳、南宁、海口、湖州、唐山、临沂、嘉兴、绍兴、南通、徐州、泉州、太原、烟台、乌鲁木齐、潍坊、珠海、洛阳、中山、兰州、金华、淮安、吉林、威海、淄博、银川、扬州、芜湖、盐城、宜昌、西宁、襄阳、绵阳等。

表7 2015年3月末公司土地储备获取时间分布情况 单位：万平方米、万元

	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月	2015年3月末合计
土地储备	261.50	904.90	451.20	126.40	2,280.60
土地储备占比	11.47%	39.66%	19.78%	5.54%	100.00%
购地支出	1,739,867.00	3,221,137.42	1,265,828.20	355,560.00	8,564,523.05
购地支出占比	20.31%	37.61%	14.78%	4.15%	100.00%

资料来源：公司提供

注：表中不包含2011年及以前获取的土地信息，导致各年数字加总后小于2015年3月末合计数字。

从公司土地储备的区域分布来看，公司土地储备主要集中于一二线城市。如下表所示，2015年3月末，公司共在22个城市拥有46个项目的土地储备，其中公司进入了全部4个一线城市，并进入了13个二线城市及5个三线城市。如以面积计算，一线城市土地储备占8.52%，二线城市土地储备占65.59%，三线及以下城市土地储备占25.98%。从土地储备的均价来看，根据公司通过的数据，公司在一二三线城市土地储备价格均处于合理水平。总体上公司土地储备以一二线城市为主，质量较好，价格合理。

表8 公司2015年3月末土地储备情况 单位：个、万平方米、万元

城市类型	一线城市	二线城市	三线城市	总计
项目数量	7	25	14	46
土地储备面积	194.30	1,495.80	590.50	2,280.60
土地储备面积占比	8.52%	65.59%	25.98%	100.00%
购地支出	1,958,770.00	4,804,099.47	1,801,653.58	8,564,523.05

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模较大，以一、二线城市为主，土地储备区域分布较为合理，土地储备质量较高；近年来由于公司策略变化，土地储备量增速有所放缓，但仍能够满足未来几年开发需求。

3. 土建招标和原材料采购

公司将采购分为土建、装修、材料等不同部分，但采购方式基本相同。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。

土建招标

土建招标采购是公司发包量最大的采购项目，年均发包量在300亿元左右。由于该等供应商主要提供建造服务，公司并不直接管理供应商的内部流程，因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

公司选择实力较强的土建方进行合作。公司对招标过程进行严格管理，一般需要由工程子公司、区域公司和地区公司三方联合进行招标和评标，以保证土建方的选择过程公平、透明。

工程造价管理方面，公司依据各地区历史项目数据，并参考周边地区相应的施工造价情况，能够较为准确的确定公司的合理造价范围。公司依据该造价范围与建设方沟通，确定最终工程价格，并签订包干协议。建设方依据工程造价控制自身成本，一般情况下不会出现因建设方原因的成本上调。

供应商管理方面，公司管理与监察中心主要通过资质、综合实力、供应及时性、产品质量、施工安全和施工进度等方面对供应商进行考核，每个季度在区域内进行供应商排名，对于当季考

核不达标的供应商公司要求其整改，若出现多次警告而不能整改完成的供应商即终止合作。

经过多年经营，公司积累了较多的土建承包方的资源，目前公司与全国多家建筑企业合作。2014 年末，公司前五名供应商占建筑发包量的 9.89%，集中度较低，如下表所示。

表9 2014年度公司建筑承包商集中度情况 单位：万元、%

年份	建筑承包商名称	发包金额	占当期同类发包量比重
2014 年	建筑承包商 1	132,124.71	4.35%
	建筑承包商 2	44,149.38	1.45%
	建筑承包商 3	41,527.42	1.37%
	建筑承包商 4	41,251.27	1.36%
	建筑承包商 5	41,110.77	1.35%
合计		300,163.55	9.89%

资料来源：公司提供

工程结算方面，公司与承包商采用按工程进度支付工程款的方式进行结算，在工程完工时能够支付大约 80%的工程款，工程完工验收后，支付 15%工程款，剩余 5%工程款于两年质保期后支付。

材料采购

近年来公司集中采购金额约为 40 到 50 亿元。公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司甲供材料包括电梯、管线、电缆、墙砖地砖、洁具、空调、热水器等，乙供材料主要是需要在项目当地采购的钢筋、混凝土和石材等。甲供材料在材料采购中占主要部分，每年发包量 40 亿元左右。

对于甲供材料供应商的筛选、管理、考核和淘汰，公司采用与上述土建供应商类似的模式。公司拥有材料供应商 70 多家，从 2014 年供应商集中程度来看，前五位的材料供应商占同类发包量的比重为 34.54%，集中度尚可。

表10 2014年度公司材料供应商集中度情况 单位：万元、%

年份	材料供应商名称	采购金额	占当期同类发包量比重
2014 年	材料供应商 1	59,201.11	15.85%
	材料供应商 2	21,383.22	5.73%
	材料供应商 3	17,735.16	4.75%
	材料供应商 4	16,148.72	4.32%
	材料供应商 5	14,509.86	3.89%
合计		128,978.07	34.54%

资料来源：公司提供

公司对甲供材料采取集中采购、分散供货的模式，由公司总部根据建设计划确定采购规模。公司的原材料采购均采取招标方式进行，由区域公司、工程公司和地区公司共同组织原材料采购招标。公司建立了供应商数据库，公司对新进入的供应商会实地考察其生产设施和经营状况，并经过区域公司和公司本部的评判委员会进行评判，合格后纳入公司供应商体系。公司主要与各个主要材料的全国前十位的供应商合作，一般要求供应商在价格和供货能力方面配合公司要求。招标过程由区域公司、地区公司和工程公司共同参与，要求至少六家供应商独立参与竞标，从中选取两到三具有价格和供货优势的供应商进行合作。

成本控制方面，公司依据历年来在各个不同地区的采购历史数据，形成了各种主要材料的价格指导区间，能够有效防止过高和过低价格对公司正常成本管控和质量控制的干扰。供货价格每年根据行情进行调整。

公司与供应商签订合同后，区域公司根据建设进度向供应商发出发货指令，并每半年对供应商的供货及时性、供货质量等进行综合履约评判，并进行打分，对于不合格或者出现三次重大投诉的供应商剔除出供应商库，在未来几年将不与之合作。

货款支付方面，公司在供应商供货到达施工现场后支付 80% 的货款，材料使用完毕支付至 95% 的货款，剩余 5% 货款作为质保金在竣工两年内支付。公司货款支付一般采用现金方式。

整体看，公司采用集中采购为主的采购模式，公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，公司对采购成本具有较强的控制能力。

4. 项目建设开发情况

公司采用总公司、区域公司、地区公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以地区公司作为经营实体。

公司对工程建设进度进行严密计划，每个项目在获取时就已经制定了项目周期的完整开发和销售计划。每年初，公司依据项目计划和预计销售进度将当年建设目标按照区域和地区公司进行分解，并落实到每个项目的开发进度。公司工程子公司、营销子公司和战略投资部配合建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度。公司每半年对现有项目的建设、销售等情况进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。

公司力求通过加强管理提高项目周转速度。地区公司根据公司下达的工程计划的主要工程节点，结合自身情况进行细化至 200 多个详细的工程进度节点，并进行跟踪监控，确保工程进度。公司项目从拿到土地开工建设到实现预售一般需要 8 到 10 个月。

质量管理方面，公司下属工程公司对工程质量进行管控，各个地区公司的工程人员负责所在项目工程质量的日常管理，工程公司和区域公司定期或不定期对工程质量进行巡检，发现材料质量问题或者工程施工质量问题，及时向材料供应商或工程承包商反馈，要求其整改，整改不到位的，计入公司季度打分系统。

从公司房地产开发建设情况看，近三年公司年度新开发建设规模逐年提升，2013 年由于销售情况良好，公司大幅提升开发面积至 621.80 万平方米，2014 年内新开工面积 635.40 万平方米；由于 2013 年新开工面积增加较快，导致当年末在建面积 1,296.10 万平方米，较 2012 年末增加 34.80%，2014 年末公司在建面积达到 1,293.70 万平方米，较 2013 年基本持平。同样受到 2013 年开工面积大幅增加的影响，2014 年末，公司竣工面积 637.80 万平方米，较 2013 年末增加 122.08%，较高的竣工面积对公司销售形成一定压力，具体如下表所示。

表11 近三年一期公司项目开发情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
新开工项目数（个）	15	26	28	2
新开工面积（万平方米）	312.70	621.80	635.40	26.10
竣工项目数（个）	13	19	22	3
竣工面积（万平方米）	255.50	287.20	637.80	53.00
期末在建项目数（个）	39	51	48	50
期末在建面积（万平方米）	961.50	1,296.10	1,293.70	1,266.80

资料来源：公司提供

从公司在建工程的预计投入情况看，截至 2014 年末公司在建工程预计总投资 1,934.28 亿元，已完成投资 1,264.07 亿元，2015 至 2017 年，上述在建工程预计需要投资 311.40 亿元、226.39 亿元和 106.92 亿元，投资规模较大。

总体看，由于公司开发节奏的变化，导致 2014 年末完工项目较多；公司在建项目较多，在建面积较大，能够保证公司未来销售的需要，但对开发资金的需求规模较大。

5. 房产销售情况

公司下辖项目的销售全部采用自主销售方式，经过多年发展，公司拥有一支 1,300 人左右的专业销售队伍。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。

公司年初依据公司自身战略和市场情况制定年度销售计划，并分解落实到区域公司，区域公司再将销售计划分解至地区公司和项目。公司考核区域公司的销售进度情况，区域公司对各地区公司的销售情况进行监督考核。

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不超过 18 个月。

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。公司每季度对各个项目的利润水平进行检查，对于利润低于目标的项目会要求其进行整改。

从公司近三年销售情况看，公司销售面积呈现波动上升态势，2014 年实现签约销售面积 458.20 万平方米，较 2013 年增加 17.94%，实现签约销售金额 563.49 亿元，较上年上升 7.63%，销售金额增幅低于销售面积增幅，主要是 2014 年结转项目均价较低所致。从销售价格上看，公司项目定位高端，销售均价较高，近三年每平方米销售均价均保持在万元以上。但 2014 年受房地产行业景气度下降的影响，公司当年签约销售均价较 2013 年小幅下降至 1.23 万元/平方米，如下表所示。

表12 公司近三年一期销售概况

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
达预售项目（个）	46	55	63	66
签约销售面积（万平方米）	293.50	388.50	458.20	83.10
签约销售金额（万元）	3,238,546	5,235,224	5,634,888	921,570
签约销售均价（万元/平方米）	1.10	1.35	1.23	1.11
结转收入面积（万平方米）	204.50	301.20	406.52	10.12
结转收入（万元）	2,251,903	3,323,275	4,886,020	118,440

资料来源：公司提供

从公司可售项目情况来看，公司可售项目规模较大，2015 年 3 月末合计尚余可售面积 674.23 万平方米，能够满足公司未来一年的销售需求。从公司可售项目的区域分布看，大部分项目位于一、二线城市，分别占 2015 年 3 月末公司可售项目面积的 11.65% 和 57.48%，如下表所示。

表13 公司2015年3月末可售项目情况 单位：个，万平方米

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
项目数量	12	42	23	77
2013 年销售面积	605,205	1,776,788	1,102,864	3,484,857
2014 年销售面积	440,013	2,483,679	1,403,408	4,327,100
剩余可售面积	785,462	3,875,698	2,081,158	6,742,319
剩余可售面积占比	11.65%	57.48%	30.87%	100.00%

数据来源：公司提供

从公司提供的未来三年销售计划来看，未来三年公司将继续实行稳健进取的销售政策，逐步提升销售规模，预计未来销售回款能够保持上升趋势，如下表所示。

表14 公司预计未来三年销售及回款情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年
预计签约销售面积（万平方米）	504	554	610
预计签约销售金额（万元）	6,200,000	6,800,000	7,600,000
预计销售回款金额（万元）	5,900,000	6,500,000	7,150,000

数据来源：公司提供

注：表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺

整体看，公司可售房源主要位于一二线城市，规模适当，销售前景较好；公司销售组织有序、管理得当、执行情况良好；预计未来销售量及回款将继续保持增长态势。

6. 自持物业情况

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。截至 2014 年末，公司共持有商业物业 62.33 万平方米，入账成本 48.69 亿元，2014 年末公允价值 123.53 亿元。从公司自持物业的构成看，主要集中在北京、济南和沈阳等一二线城市；从自持物业的增值情况看，2014 年末公司自持物业公允价值较入账成本增值 153.69%，如下表所示。

表15 2014年末公司自持物业情况 单位：万平方米，万元

物业名称	位置	建筑面积	业态	入账成本	公允价值 (2014 年末)	2012 年 收入	2013 年 收入	2014 年 收入
中海地产广场	北京	8.78	写字楼	74,032.00	232,900.00	3,614.00	11,113.00	14,044.00
中海凯旋写字楼	北京	2.47	写字楼	17,348.00	82,600.00	7,338.00	7,338.00	11,352.00
中海广场	北京	14.53	写字楼及商业	182,722.00	609,800.00	18,722.00	22,831.00	28,505.00
环宇城	济南	17.83	写字楼及商业	118,705.00	141,900.00		796.00	1,344.00
环宇城	沈阳	18.72	写字楼	94,134.00	168,100.00			1,207.00
合计		62.33	-	486,941.00	1,235,300.00	29,674.00	42,078.00	56,452.00

数据来源：公司提供

从上述自持物业产生的收入来看，随着公司自持物业规模增加以及相关配套成熟，近三年租金收入稳步提升，2014 年实现收入 5.65 亿元，三年复合增长 37.93%。

整体上看，公司自持物业主要为写字楼和商业地产，整体规模不大，增值率尚可，近三年租金收入稳步增长。

7. 经营效率

由于公司主营住宅地产销售，应收账款规模较小，因此应收账款周转率较高，2014 年为 64.96 次；公司存货规模较大，导致存货周转率较低，2014 年为 0.32 次；受公司流动资产规模较大的影响，公司 2014 年总资产周转率为 0.32 次。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司各项经营效率指标均位于同行业平均水平之上。整体看公司经营效率较高。

表16 房地产开发类上市公司2014年经营效率指标 单位：次

证券简称	应收账款周转率	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
中海地产集团	64.96	0.35	0.32	0.32
万科A	58.87	0.32	0.32	0.30
保利地产	38.39	0.33	0.29	0.32
招商地产	597.69	0.33	0.30	0.30

资料来源：Wind资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

8. 关联交易

2014 年公司与关联方发生关联销售合计 12.21 亿元，主要是公司向关联公司采购工程施工服务所致，此类关联交易金额占公司主营业务成本比重较小。2014 年末，公司应付关联方工程款 49.04 亿元，此类交易定价公允，对公司信用水平影响不大。2014 年末，公司与关联方之间形成的其他应收款合计 159.15 亿元，其他应付款 608.68 亿元，主要是日常经营过程中与关联方之间产生的资金往来形成（详细分析参见财务分析相关部分），公司其他应付款中与关联方的往来款没有固定偿还期限，不需要支付利息，对公司经营和财务独立性影响可控，但往来款项规模较大，需要关注由此对公司财务和经营独立性带来的不确定性。

整体看，公司与关联方之间的业务往来按一般市场经营规则进行，交易定价按市场价格执行，金额较小，对公司经营和财务独立性影响较小；公司与关联方之间的应收及应付款规模较大，属于日常经营往来，风险不大，但应关注由此对公司财务独立性带来的不利影响。

9. 经营关注

公司土地储备相对集中

公司在 24 个城市具有土地储备，覆盖较为广泛，但与国内类似体量的房地产开发企业相比，公司业务在地域分布上相对集中。同时，公司土地储备中二三线城市占比较高，虽然目前二三线城市房地产市场情况稳定，风险不大，但仍须密切关注后续政策等因素对二三线城市房地产市场的影响。

未来开发资金需求规模较大

公司土地储备规模较大，在建项目未来三年需要投入较大规模的资金，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

10. 未来发展

公司预计中央政府对房地产的调控会适度放松，房地产的流动性会有所改善，行业整体仍然是挑战与机会并存。公司将充分发挥稳健的财务结构以及多元融资管道的优势，积极增加财务资源，前瞻性把握投资机会，多种方式吸纳优质土地，在防范风险的同时积极寻找市场机会，确保

持续增长，扩大市场占有率，巩固行业内的领先地位。

公司将继续秉承“慎微笃行，精筑致远”的经营理念，坚持企业务实和诚信的一贯作风，稳中求进。公司将坚持中高端市场精品定位，按“精耕细作，品牌经营”的方针，秉持精品意识，精耕细作，精益求精，力争把每一个项目建设成精品和典范。品牌反映企业的文化包括中海地产对产品高质量的追求，以及透过持续创新去提供物超所值产品的使命。而产品质量和品牌的提升能减低房屋销售价格下调的压力，并可节省公司的营销费用支出，促使公司获取高于行业的超额利润，实现百年长青基业的长远目标。

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，充份利用品牌优势，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。

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

公司将会进一步加强财务管理，加快销售回款，控制好营销、行政和财务费用，做到审慎理财，贯彻“现金为王，以收定支”的资金管理原则。公司仍然将会大力扩展融资管道，充分利用国际、香港的融资平台，并加快资金周转，强化资源保障能力，改善公司的债务结构，为公司业务发展提供强而有力的资金支持。

总体看，公司未来的经营方针稳健可行，具有明显自身经营特色，能够保证未来几年公司的健康发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 年度财务报告及 2015 年 1~3 月财务报表。其中，2012~2014 年度财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2015 年 1~3 月财务报表未经审计。公司财务报告遵照财政部于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的《企业会计准则》编制。近三年，公司合并范围发生一定变化，但公司主营业务一直为房地产开发与经营，并未发生重大变化，公司财务数据可比性较强。截至 2014 年底，公司纳入合并范围的子公司共 74 家。

截至 2014 年末，公司合并资产总计 1,755.52 亿元，负债合计 1,259.56 亿元，股东权益（含少数股东权益）495.96 亿元。2014 年公司实现营业收入 498.81 亿元，净利润（含少数股东损益）104.43 亿元，2014 年公司经营活动现金流量净额为 94.76 亿元，现金及现金等价物增加额 106.66 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总计 1,868.33 亿元，负债合计 1,370.43 亿元，股东权益（含少数股东权益）497.91 亿元。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 16.53 亿元，净利润（含少数股东损益）3.18 亿元，其中归属于母公司所有者净利润为 2.60 亿元；2014 年公司经营活动现金流量净额为 -36.29 亿元，现金及现金等价物增加额 -31.15 亿元。

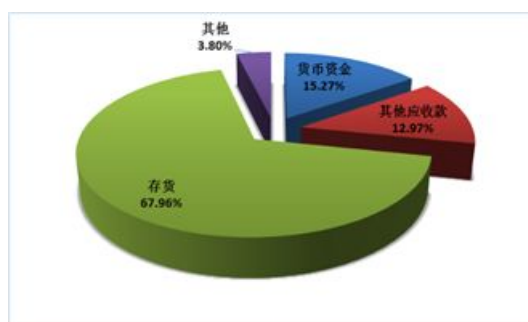
2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模保持较快增长，年均增长达 33.45%，截至 2014 年底，公司资产规模总计 1,755.52 亿元，其中流动资产占比 90.46%，非流动资产占比 9.54%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产

2012~2014 年，随着公司经营规模的逐步扩大，公司流动资产快速增长，年均增长达 36.23%。截至 2014 年底，公司流动资产总额达 1,587.97 亿元，主要由货币资金、其他应收款和存货构成，如下图所示。

图8 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，为保障公司业务运营，公司货币资金期末余额一直保持较高水平，分别为 142.74 亿元、135.77 亿元和 242.43 亿元。2014 年，随着公司收入规模的大幅增长，公司货币资金较 2013 年增加 78.56%。其中 99.98% 为银行存款，其余为可随时用于支付的其他货币资金。2014 年末货币资金中不存在质押、冻结，或有潜在收回风险的款项。

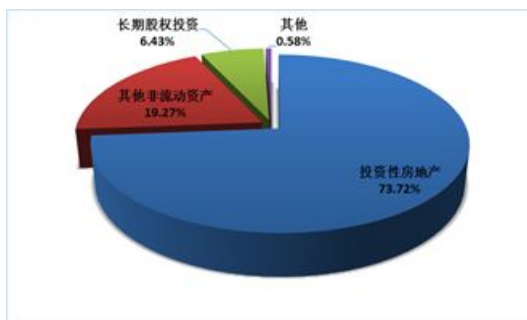
近三年，随着公司房地产在建项目的逐年增加，公司其他应收款也保持较快增长，年均增长达 53.62%。截至 2014 年底，公司其他应收款余额 205.96 亿元，主要是保证金、押金、备用金（合计占比 18.63%）和关联方往来款（占比 77.27%）。从账龄结构看，账龄一年以内的占比 75.92%，一到二年的占比 18.73%，二年以上的占比 4.43%。在计提坏账准备方面，公司根据以往的经验、债务单位的实际财务状况和现金流量的情况以及其他相关信息进行个别分析计提坏账准备。截至 2014 年末，公司累计计提坏账准备 4.14 万元。

近三年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，年均增长 35.57%。公司存货构成主要为已完工开发产品和在建开发产品（开发成本）。截至 2014 年末，公司存货账面价值为 1,079.18 亿元，较上年末增长 18.45%，主要系当期在建开发产品增加所致。其中，在建开发产品、已完工开发产品占比分别为 86.19%、13.76%，公司存货中以在建项目居多。由于房地产开发项目保值增值的能力较强，且近几年房地产开发项目发生减值的风险较小，故公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模稳步增长。截至 2014 年末，公司非流动资产总额为 167.56 亿元，主要是长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产组成，如下图所示。

图9 截止2014年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，公司为加快业务发展，部分房地产项目采用合营方式进行。随着公司财力逐步扩大，公司开始减少合营项目，使得长期股权投资年均减少 31.92%。截至 2014 年末，公司长期股权投资期末余额 10.77 亿元，主要是对 9 个合营企业的投资。

公司投资性房地产主要是公司为资本增值而持有的房地产，近三年年均增长率为 29.52%。公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量，不计提折旧或摊销，公允价值与原账面价值的差额计入当期损益。截至 2014 年末，公司投资性房地产账面价值 123.53 亿元，较 2013 年增长 46.38%，系存货转入和公允价值变动所致。

近三年，公司其他非流动资产均为委托贷款，主要用于对关联企业的资金支持，近三年基本持平。截至 2014 年末，委托贷款余额为 32.29 亿元，较 2013 年减少 10.65%。

截至 2015 年 3 月末，公司资产总计 1,868.33 亿元，较年初增长 6.43%，其中流动资产占比 91.76%，非流动资产占比 8.24%，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主，资产质量较高。但存货在流动资产及总资产中的占比均较大，且以在建开发产品居多，会对资产流动性带来一定影响。

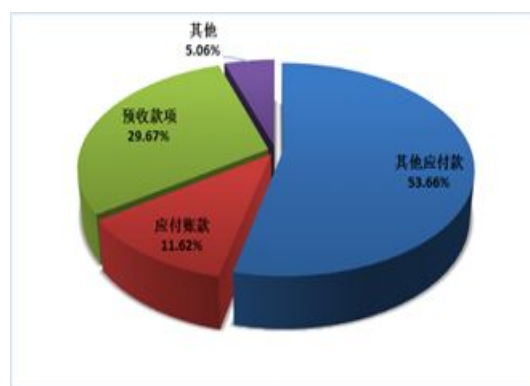
3. 负债及所有者权益

2012~2014 年，公司负债规模增长较快，年均增长 35.56%，截至 2014 年底，公司负债合计 1,259.56 亿元。债务结构方面，近三年公司负债主要以流动负债为主，2014 年末，公司流动负债和非流动负债占比分别为 93.17%和 6.83%。

流动负债

2012~2014 年，公司流动负规模不断上升，近三年年均增长 37.82%，截至 2014 年末，公司流动负债合计达 1,173.54 亿元，较 2013 年增长 27.86%。公司流动负债以应付账款、预收款项和其他应付款为主，如下图所示。

图10 2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

近三年，公司应付账款快速增长，年均增长达 74.71%。截至 2014 年底，公司应付账款余额为 136.32 亿元，主要系房地产项目应付的工程成本、预提工程成本和物资采购款。公司预收款项主要是预收的购房款，近三年年均增长 36.13%。

截至 2014 年末，公司预收款项 348.15 亿元，与 2013 年相比变化不大，主要由预收房款组成，其中账龄一年以内的占 87.28%，1~2 年的占 12.67%。

公司其他应付款主要是应付的关联方款项，近三年年均增长 34.44%。截至 2014 年底，公司其他应付款 629.72 亿元，较上年末增长 23.87%，主要系应付关联方款项继续增加所致。从年末其他应付款构成来看，应付关联方往来款占 99.66%，其余为外部往来款、投标保证金等；从期限结构来看，一年以内的占 36.44%，1~2 年的占 43.31%，2~3 年的占 17.58%，3 年以上的占 2.68%。公司其他应付款中的应付关联方款项没有固定偿还期限，不需要支付利息，对公司没有实际的还本付息压力。

非流动负债

2012~2014 年，公司非流动负债规模基本持平，均由长期借款和递延所得税负债构成。截至 2014 年末，公司非流动负债合计 86.03 亿元，较 2013 年增长 11%，其中长期借款占比 76.08%，递延所得税负债占比 23.92%。

近三年，公司长期借款逐年增长，年均增长率为 9.19%。截至 2014 年末，公司长期借款余额 65.45 亿元，较 2013 年增长 5.79%，其中信用借款 8.87 亿元，担保借款 88.14 亿元。

根据公司提供的 2015 年 3 月末的长期借款期限结构，公司将于 2015~2018 年期间，每年分别偿还 37.10 亿元、26.18 亿元、33.23 亿元和 7.00 亿元，长期借款到期时间较为分散。

近三年，公司递延所得税负债年均增长 27.68%，主要系投资性房地产公允价值上升而发生的应纳税暂时性差异所致，截至 2014 年末为 20.58 亿元，较年初增长 31.59%。

截至 2015 年 3 月末，公司负债合计 1370.43 亿元，较年初增长 8.80%，增长主要来自长预收购房款的增加。其中流动负债占比 94.00%，非流动负债占比 6.00%。

有息债务

2012~2014 年，公司有息债务规模逐年增长，近三年年均增长 22.54%。截至 2014 年底，公司全部债务为 97.28 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 32.72%和 67.28%，以长期债务为主。截至 2015 年 3 月末，公司全部债务 103.77 亿元，较年初增长 6.68%。其中，短期债务 42.19 亿元，较年初增加 32.57%，长期债务 61.58 亿元，较年初减少 5.91%。

截至 2014 年末，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 71.75%、16.40% 和 11.66%，公司有息债务水平较低。2015 年 3 月末公司资产负债率、全部债务资本化率继续上升，分别升至 73.35% 和 17.25%；长期债务资本化率则受长期借款重分类影响微降至 11.01%。

总体看，近三年，随着公司业务规模的扩大，公司负债规模快速增长。尽管公司资产负债率偏高；但总负债中主要以应付账款、预收账款和其他应付款等商业信用占款为主，有息债务规模较低，融资成本也较低，公司实际负债水平不高。

所有者权益

2012~2014 年，随着公司经营积累快速增加，公司所有者权益保持较快增长，年均增长达 28.51%。截至 2014 年底，公司所有者权益 495.96 亿元，较上年末增长 31.76%，主要系未分配利润快速增长所致，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益为 466.94 亿元，少数股东权益为 29.02 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 21.42%，资本公积占 0.06%，其他综合收益占 -0.02%，盈余公积占 0.37%，未分配利润占 78.18%。公司所有者权益主要由未分配利润构成，所有者权益稳定性一般。截至 2015 年 3 月末，公司所有者权益 497.91 亿元，与年初基本持平。

总体看，公司所有者权益规模较大，但其中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司主营业务收入快速增长，年均增长 48.26%；但同期，主营业务成本也在快速攀升，年均增长达 56.95%。成本增幅高于收入增长，使得公司主营业务毛利率近三年呈波动下降趋势，分别为 42.13%、32.62% 和 35.15%。此外，在经常性损益中，公司因持有投资性房地产而产生的公允价值变动收益也为公司利润水平带来一定贡献，近三年分别为 17.77 亿元、10.75 亿元和 17.86 亿元。而投资收益在公司合营项目不断减少的背景下呈逐年下滑趋势，年均降幅达 72.32%。在主营业务收入快速增长的带动下，公司营业收入年均增长 47.91%，近三年分别为 228.00 亿元、336.35 亿元和 498.81 亿元。

期间费用方面，2012~2014 年，在销售费用快速攀升的推动下，公司费用总额年均增长达 27.58%。其中，公司销售费用近三年年均增长达 49.96%，增长主要来自广告费、销售管理费及咨询代理费用的快速增加。公司管理费用及财务费用近三年增长则相对平缓，年均增长率分别为 13.73% 和 15.33%。尽管公司费用总额增长较快，但从费用在收入中的占比情况看，近三年费用收入比分别为 4.60%、2.95% 和 3.42%，表明公司期间费用在收入中的占比仍处于合理的范围内。

非经常性损益方面，公司营业外收入以政府补助为主，近三年公司分别受到政府补助 1.31 亿元、0.20 亿元和 0.43 亿元，营业外收入对公司利润水平的影响较小。

受上述主要因素的影响，2012~2014 年，公司实现营业利润分别为 90.12 亿元、89.71 亿元和 140.35 亿元；利润总额分别为 91.53 亿元、90.21 亿元和 141.08 亿元；归属于母公司所有者的净利润分别为 69.90 亿元、67.50 亿元和 102.32 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营情况良好，实现营业收入 16.53 亿元，营业利润 5.12 亿元，净利润 3.18 亿元。

从各项盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率变动幅度不大，近三年分别为 32.01%、25.73% 和 27.83%。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率略有增长，截止 2014 年末分别为 21.35%、9.45% 和 23.94%，较 2013 年分别上升 3.33 个百分点、1.38 个百分点和 3.77 个百分点。从与国内大型房地产上市公司盈利指标比较来看，公司盈利能力处于行业较好水平（如下表所示）。

表 17 2014 年部分房地产上市公司相关指标比较 单位：%

证券代码	证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
----	中海地产集团	35.15	23.94	9.45
000002.SZ	万科 A	29.94	19.08	5.24
600048.SH	保利地产	32.03	21.56	5.93
000024.SZ	招商地产	37.33	14.75	6.38
上述平均值		33.08	22.61	6.04

资料来源：wind 资讯

注：中海地产数据来自公司 2012~2014 年连审审计报告

总体看，近三年公司收入及利润规模快速增长，利润水平较高，盈利能力较强，随着公司在建项目实现大规模销售，为公司未来的收入实现提供了有力保障。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012~2014 年，公司销售商品收到的现金逐年增长，近三年分别为 276.89 亿元、440.11 亿元和 506.54 亿元；加之收到关联方的款项、存款利息及政府补助的波动增长，使得公司近三年经营活动现金流入量分别为 347.94 亿元、1,117.06 亿元和 801.34 亿元。而采购商品、接受劳务支付的现金和支付给关联方的款项、公司管理费用的逐年增长，使得公司近三年现金流量净额分别为 42.69 亿元、-11.50 亿元和 94.76 亿元。从收入实现质量看，在公司销售收入不断增长的情况下，近三年公司现金收入比分别为 121.44%、130.85%和 101.55%，收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2012~2014 年，公司投资活动带来的收益波动较大，分别为 7.21 亿元、30.55 亿元和 12.00 亿元，主要是收回的委托贷款。近三年公司投资活动支出规模波动较小，分别为 23.58 亿元、26.79 亿元和 20.10 亿元，主要用于为关联方提供委托贷款。受上述因素影响，近三年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-16.37 亿元、3.76 亿元和-8.10 亿元。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动现金流入量呈下滑趋势，分别为 110.24 亿元、30.38 亿元和 44.72 亿元，主要是通过借款取得的现金。近三年，公司筹资活动现金流出量也逐年减少，分别为 57.44 亿元、29.61 亿元和 24.72 亿元，主要是用于偿还借款、支付利息。同期，筹资活动现金流均呈净流入状态，产生的现金净流量分别为 52.80 亿元、0.77 亿元和 20.00 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入 209.73 亿元，经营活动现金流出 246.02 亿元，现金流净额-36.29 亿元。现金收入比为 734.74%，主要是公司本期预收购房款大幅增加，但房地产项目还未结转收入所致。公司投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为 0.49 亿元和 4.64 亿元，公司债务规模略有增加。

总体看，近三年，公司经营活动现金流入量稳步增长，但现金流量净额波动较大；投资活动支出规模基本持平；筹资规模则相对较小，这在一定程度上对公司业务规模及扩张速度产生了限制。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率呈逐步下滑趋势，速动比率则基本持平，二者呈现不同变化趋势主要因存货规模较大引起。近三年，流动比率及速动比率平均值分别为 1.36 倍和 0.41 倍，2014 年末为 1.35 倍和 0.43 倍。近三年，公司现金短期债务比分别为 14.43 倍、15.38 倍和 7.62 倍，表明公司短期有息债务水平相对较低。近三年公司经营现金流动负债比率平均值为 5.04 倍，2014 年末为 8.07 倍，表明公司可以通过正常经营偿付短期债务。总体看，公司短期债务

水平适中，经营现金流对短期有息债务的保障能力较强，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，近三年，随着公司利润的增长，公司 EBITDA 波动上升，分别为 96.36 亿元、95.34 亿元和 147.80 亿元。同期，随着公司有息债务规模的逐年增加，公司 EBITDA 利息倍数近三年分别为 18.28 倍、15.99 倍和 18.29 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比近三年分别为 1.49 倍、1.35 倍和 1.52 倍，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。近三年，由于公司经营性现金流量净额出现波动，导致经营现金债务保护倍数分别为 0.66 倍、-0.16 倍和 0.97 倍，经营现金对全部债务的覆盖程度尚可。整体上公司偿债能力良好。

截至 2015 年 3 月末，公司未决诉讼涉共 5 项，合计涉案金额 1.00 亿元，金额较小，预计不会对公司的正常经营产生较大影响。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10440304000231401），截至 2015 年 7 月 9 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。截至 2015 年 7 月 9 日，公司对外担保余额 15.77 亿元（不含对购房者按揭贷款的担保），被担保企业主要为与公司存在关联的房地产开发企业，发生或有负债的风险较低。

截至 2015 年 7 月末，公司获得金融机构授信额度合计 523.58 亿元，未使用额度 420.82 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

总体看，近三年公司房地产项目的开发资金主要通过商业信用融资及销售利润获得，有息债务规模相对不大，从而使得公司融资成本较低；加之长、短期偿债能力指标表现较好，公司偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 3 月末，公司债务总额为 103.77 亿元，本次拟发行债券规模为 80 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度较大。

以 2015 年 3 月末财务数据为基础，假设募集资金净额为 80 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 22.14%、26.96%和 74.44%，债务负担有所加重，但公司有息债务负担仍属较轻。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还银行贷款，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响有限。

2. 本次债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 801.34 亿元，对本次债券发行额度（80 亿元）的保护倍数为 10.02 倍；经营活动现金流量净额为 94.76 亿元，对本次发行额度（80 亿元）的保护倍数为 1.18 倍；公司 2014 年 EBITDA 为 147.80 亿元，对本次债券发行额度（80 亿元）的保护倍数为 1.85 倍。公司经营活动产生的现金流入量、现金流量净额和 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

综合以上分析，联合评级认为，公司作为国内大型房地产开发企业，品牌影响力大，具备较强的综合竞争力；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，总体看，公司对本次债券的偿还能力很强。

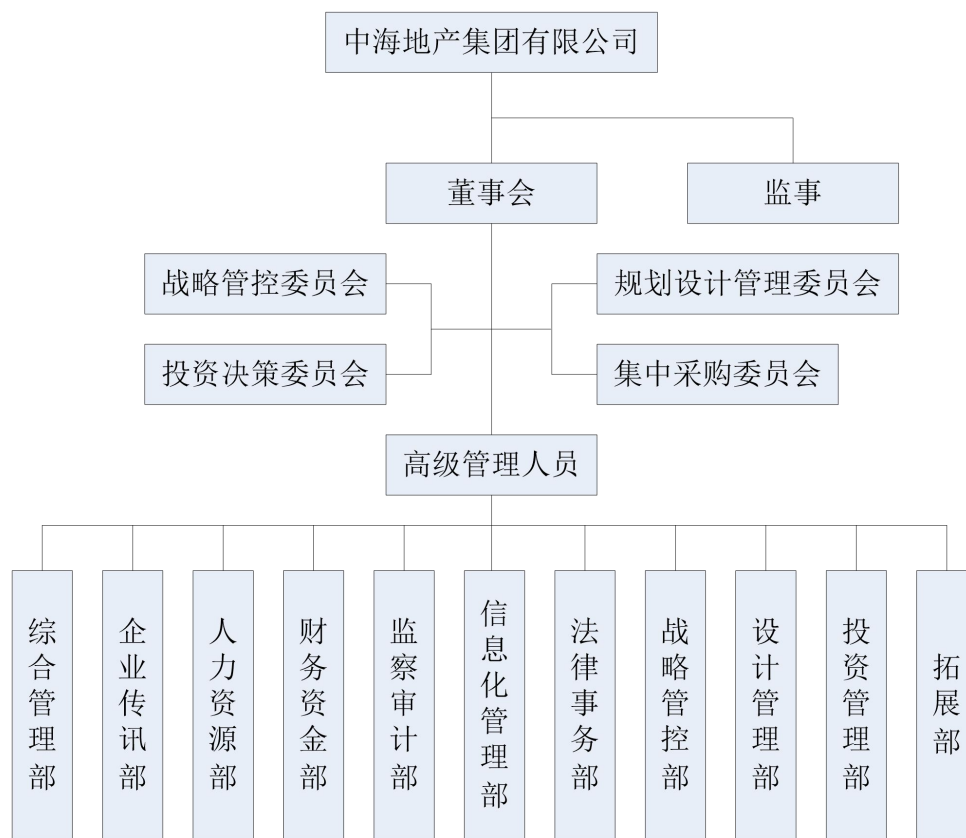
九、综合评价

近年来，在房地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入持续稳健增长，盈利水平保持行业领先，品牌影响力大，刚性债务规模不大，资产质量良好。公司业务覆盖主要的一、二线城市和部分三线城市，土地储备充足，产品利润率高，抵抗行业周期性风险的能力较强。同时，联合评级也关注到公司产品区域分布相对集中，以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

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。

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

附件 1 中海地产集团有限公司组织机构图



附件 2-1 中海地产集团有限公司
 2012~2015 年 3 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	1,427,370.67	1,357,716.36	2,424,281.92	30.32	2,112,734.10
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					
应收账款	72,258.35	52,423.81	101,149.68	18.31	89,234.13
预付款项	58,780.18	34,994.36	68,356.21	7.84	74,168.70
应收利息	1,029.03	836.76	651.71	-20.42	754.31
应收股利					
其他应收款	872,717.43	1,560,124.72	2,059,573.07	53.62	2,487,508.31
存货	5,871,988.75	9,110,712.62	10,791,800.68	35.57	11,728,568.45
待摊费用					
一年内到期的非流动资产	122,925.00	40,000.00	148,500.00	9.91	201,425.00
其他流动资产	130,014.10	250,146.90	285,368.64	48.15	449,558.42
流动资产合计	8,557,083.52	12,406,955.54	15,879,681.90	36.23	17,143,951.42
非流动资产：					
可供出售金融资产	1,999.90	3,950.24	1,999.90	0.00	1,999.90
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	232,362.75	94,132.41	107,682.67	-31.92	104,540.13
投资性房地产	736,400.00	843,900.00	1,235,300.00	29.52	1,235,300.00
固定资产	4,608.88	6,088.84	6,279.66	16.73	6,185.22
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程					
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	9.98	227.11	263.34	413.73	298.10
开发支出					
商誉	906.68	906.68	962.67	3.04	962.67
长期待摊费用	215.29	109.80	141.69	-18.88	88.68
递延所得税资产					
其他非流动资产	323,572.60	361,425.00	322,925.00	-0.10	190,000.00
非流动资产合计	1,300,076.07	1,310,740.08	1,675,554.92	13.53	1,539,374.69
资产总计	9,857,159.59	13,717,695.63	17,555,236.82	33.45	18,683,326.11

附件 2-2 中海地产集团有限公司
 2012~2015 年 3 月合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 3 月
流动负债：					
短期借款	0.00	0.00	2,600.00	--	2,600.00
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					
应付账款	446,592.37	693,187.57	1,363,191.16	74.71	1,208,881.21
预收款项	1,878,759.04	3,133,430.73	3,481,488.74	36.13	4,445,052.48
应付职工薪酬	310.05	257.49	511.22	28.41	338.66
应付福利费					
应交税费	266,134.35	177,083.82	272,803.05	1.25	191,582.52
应付利息	3,861.37	1,971.15	1,609.05	-35.45	2,615.85
应付股利	269.67	437.10	269.67	0.00	269.67
其他应付款	3,483,882.15	5,083,847.39	6,297,202.32	34.44	6,612,004.94
预提费用					
一年内到期的非流动负债	98,891.15	88,276.50	315,674.90	78.67	419,324.90
其他流动负债					
流动负债合计	6,178,700.15	9,178,491.74	11,735,350.10	37.82	12,882,670.22
非流动负债：					
长期借款	548,977.82	618,650.00	654,500.00	9.19	615,800.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	126,240.35	156,388.57	205,798.83	27.68	205,798.83
其他非流动负债					
非流动负债合计	675,218.17	775,038.57	860,298.83	12.88	821,598.83
负债合计	6,853,918.32	9,953,530.32	12,595,648.93	35.56	13,704,269.05
所有者权益：					
股本	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	0.00	1,000,000.00
资本公积	2,383.11	2,592.25	2,581.70	4.08	2,581.70
减：库存股					
其他综合收益	-90.53	-1,138.21	-859.76	208.16	-1,229.58
专项储备					
盈余公积	17,155.93	17,155.93	17,155.93	0.00	17,155.93
未分配利润	1,952,374.20	2,627,368.68	3,650,527.24	36.74	3,676,517.51
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	2,971,822.70	3,645,978.65	4,669,405.11	25.35	4,695,025.56
少数股东权益	31,418.56	118,186.67	290,182.78	203.91	284,031.50
所有者权益合计	3,003,241.27	3,764,165.31	4,959,587.89	28.51	4,979,057.06
负债和所有者权益总计	9,857,159.59	13,717,695.63	17,555,236.82	33.45	18,683,326.11

附件 3 中海地产集团有限公司
 2012~2015 年 3 月合并利润表
 （单位：人民币万元）

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 3 月
一、营业收入	2,279,978.53	3,363,479.33	4,988,126.07	47.91	165,269.53
减：营业成本	1,303,333.43	2,239,098.26	3,210,157.14	56.94	53,970.70
营业税金及附加	246,774.30	258,945.54	389,770.32	25.68	11,885.21
销售费用	35,578.26	45,179.16	80,006.22	49.96	17,499.08
管理费用	40,091.00	42,578.41	51,852.97	13.73	23,965.12
财务费用	29,254.69	11,541.79	38,910.27	15.33	6,589.19
资产减值损失					
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）	177,687.43	107,500.00	178,561.44	0.25	-39.54
投资收益（损失以“－”号填列）	98,559.53	23,486.90	7,550.26	-72.32	-142.43
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	98,559.53	14,302.92	7,550.26	-72.32	-142.43
汇兑收益（损失以“－”号填列）					
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	901,193.81	897,123.08	1,403,540.85	24.80	51,178.26
加：营业外收入	14,293.64	5,236.77	7,699.09	-26.61	1,637.04
减：营业外支出	138.93	243.93	398.06	69.27	28.97
其中：非流动资产处置损失	2.13	10.20	9.66	113.10	9.66
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	915,348.51	902,115.92	1,410,841.88	24.15	52,786.33
减：所得税费用	215,774.70	219,646.19	366,524.04	30.33	21,007.94
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	699,573.81	682,469.73	1,044,317.83	22.18	31,778.39
其中：归属于母公司所有者的净利润	698,972.34	674,994.48	1,023,158.56	20.99	25,990.26
少数股东损益	601.47	7,475.25	21,159.27	493.12	5,788.12

附件 4 中海地产集团有限公司
 2012~2015 年 3 月合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	2,768,857.84	4,401,145.45	5,065,375.24	35.26	1,214,295.97
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00	--	16.50
收到其他与经营活动有关的现金	710,586.62	6,769,436.04	2,948,061.69	103.69	882,955.28
经营活动现金流入小计	3,479,444.46	11,170,581.49	8,013,436.93	51.76	2,097,267.74
购买商品、接受劳务支付的现金	2,069,448.23	8,154,055.19	3,900,617.37	37.29	923,181.37
支付给职工以及为职工支付的现金	54,177.86	62,284.21	86,990.93	26.71	42,885.51
支付的各项税费	407,491.73	697,738.45	634,562.44	24.79	285,425.00
支付其他与经营活动有关的现金	521,406.03	2,371,492.15	2,443,669.00	116.49	1,208,693.55
经营活动现金流出小计	3,052,523.85	11,285,570.01	7,065,839.73	52.14	2,460,185.43
经营活动产生的现金流量净额	426,920.61	-114,988.51	947,597.20	48.98	-362,917.69
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00	--	5,000.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	100.74	499.85	14.61	-61.92	4.48
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	72,035.00	305,000.00	120,000.00	29.07	130.67
投资活动现金流入小计	72,135.74	305,499.85	120,014.61	28.99	5,135.15
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,081.50	3,183.04	1,014.74	-30.18	187.58
投资支付的现金	0.00	4,450.34	10,000.00	--	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	233,733.06	260,248.41	190,000.00	-9.84	0.27
投资活动现金流出小计	235,814.56	267,881.78	201,014.74	-7.67	187.86
投资活动产生的现金流量净额	-163,678.82	37,618.06	-81,000.13	-29.65	4,947.29
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	739,820.00	2,200.00	588.00	-97.18	0.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	362,626.22	301,573.30	446,600.00	10.98	110,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	1.74
筹资活动现金流入小计	1,102,446.22	303,773.30	447,188.00	-36.31	110,001.74
偿还债务支付的现金	522,400.00	242,515.77	180,751.60	-41.18	45,067.17
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	51,894.86	53,536.93	66,467.91	13.17	18,496.80
支付其他与筹资活动有关的现金	133.00	4.46	0.00	-100.00	15.20
筹资活动现金流出小计	574,427.86	296,057.16	247,219.51	-34.40	63,579.17
筹资活动产生的现金流量净额	528,018.36	7,716.14	199,968.49	-38.46	46,422.57
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	791,260.15	-69,654.31	1,066,565.56	16.10	-311,547.82
加: 期初现金及现金等价物余额	636,110.52	1,427,370.67	1,357,716.36	46.10	2,424,281.92
六、期末现金及现金等价物余额	1,427,370.67	1,357,716.36	2,424,281.92	30.32	2,112,734.10

附件 5 中海地产集团有限公司
2012~2014 年合并现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	699,573.81	682,469.73	1,044,317.83	22.18
加: 资产减值准备				
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	817.57	1,552.21	705.55	-7.10
无形资产摊销	28.01	7.38	64.14	51.33
长期待摊费用摊销	223.93	303.63	291.74	14.14
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	0.00
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-52.50	-19.95	-13.84	-48.66
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-177,687.43	-107,500.00	-178,561.44	0.25
财务费用	41,664.15	39,253.92	51,415.14	11.09
投资损失	-98,559.53	-23,486.90	-7,550.26	-72.32
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加	47,072.12	30,148.22	49,410.26	2.45
存货的减少	-1,084,674.83	-3,025,885.31	-1,681,088.05	24.49
经营性应收项目的减少	-378,058.72	-763,919.74	-616,757.79	27.73
经营性应付项目的增加	1,376,574.03	3,052,088.30	2,285,363.91	28.85
其他				
经营活动产生的现金流量净额	426,920.61	-114,988.51	947,597.20	48.98

附件 6 中海地产集团有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	--	53.95	64.96	1.74
存货周转次数(次)	--	0.30	0.32	0.00
总资产周转次数(次)	--	0.29	0.32	0.01
现金收入比率(%)	121.44	130.85	101.55	734.74
盈利能力				
总资本收益率(%)	--	18.02	21.35	0.53
总资产报酬率(%)	--	8.07	9.45	0.29
净资产收益率(%)	--	20.17	23.94	0.64
主营业务毛利率(%)	42.13	32.63	35.15	67.34
营业利润率(%)	32.01	25.73	27.83	60.15
费用收入比(%)	4.60	2.95	3.42	29.08
财务构成				
资产负债率(%)	69.53	72.56	71.75	73.35
全部债务资本化比率(%)	17.74	15.81	16.40	17.25
长期债务资本化比率(%)	15.45	14.12	11.66	11.01
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	18.28	15.99	18.29	--
EBITDA 全部债务比(倍)	1.49	1.35	1.52	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.66	-0.16	0.97	-0.35
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.41	-0.11	0.89	-0.34
流动比率(倍)	1.38	1.35	1.35	1.33
速动比率(倍)	0.43	0.36	0.43	0.42
现金短期债务比(倍)	14.43	15.38	7.62	5.01
经营现金流动负债比率(%)	6.91	-1.25	8.07	-2.82
经营现金利息偿还能力(倍)	8.09	-1.91	11.54	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	4.99	-1.29	10.55	--
本次公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.20	1.19	1.85	--

附件 7 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-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本期公司债券到期偿还额
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 / 本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券到期偿还额

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

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 8 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 中海地产集团有限公司 2015 年公司债券的跟踪评级安排

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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年中海地产集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中海地产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。中海地产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地产集团有限公司的相关状况，如发现中海地产集团有限公司或本次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债券的信用等级。

如中海地产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，可宣布信用等级暂时失效，直至中海地产集团有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送中海地产集团有限公司、监管部门等，且交易所网站公告披露时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露时间。

联合信用评级有限公司

二零一五年八月七日

企业法人营业执照

NK 0012611

须知

1. 《企业法人营业执照》是企业法人资格和合法经营的凭证。
2. 《企业法人营业执照》分为正本和副本，正本和副本具有同等法律效力。
3. 《企业法人营业执照》正本应当置于住所的醒目位置。
4. 《企业法人营业执照》不得伪造、涂改、出租、出借、转让。
5. 登记事项发生变更，应当向公司登记机关申请变更登记，换领《企业法人营业执照》。
6. 每年三月一日至六月三十日，应当参加年度检验。
7. 《企业法人营业执照》被吊销后，不得开展与清算无关的经营活动。
8. 办理注销登记，应当交回《企业法人营业执照》正本和副本。
9. 《企业法人营业执照》遗失或者毁坏的，应当在公司登记机关指定的报刊上声明作废，申请补领。

(副本)

注册号 120104000003700

联合信用评级有限公司

天津市南开区水上公园北道38号爱俪园公寓508

吴金善

叁仟万元人民币

叁仟万元人民币

有限责任公司(法人独资)

从事企业资质评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介)；从事证券市场专项专营规定办理)有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)

年度检验情况

2010.5.18	2011.6.6	2012.6.6	2013.6.5
天津市工商行政管理局南开区分局	天津市工商行政管理局南开区分局	天津市工商行政管理局南开区分局	天津市工商行政管理局南开区分局

名称 住所 法定代表人姓名 注册资本 实收资本 经营范围 成立日期 营业期限

二〇〇二年五月十日

二〇〇二年五月十日

至 二〇三二年五月九日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称: 天津信开信用评级有限公司

业务许可种类: 证券市场资信评级

法定代表人: 吴金波

注册地址: 天津市南开区水上公园北道38号爱桐园公寓508

编号: ZPJ005

中国证券监督管理委员会(公章)

2009 年 9 月 3 日



中国证券业执业证书



姓 名: 刘晓亮

性 别: 男

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 联合信用评级有限公司

编 号: R0040214030002

执业注册记录



证书取得日期 2014-03-15

证书有效截止日期 2016-12-31

2015 年 08 月 06 日



本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

中国证券业执业证书



姓名：刘洪涛

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：联合信用评级有限公司

编号：R00402090700006

执业注册记录

2004-06-11 渤海证券股份有限公司--股证业务 S1150100010308

证书取得日期 2009-07-06

证书有效截止日期 2015-12-31

2015年08月06日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。