

跟踪评级公告

联合评字[2016]465 号

中海地产集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，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发行的“15 中海 01”、“15 中海 02”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：

二零一六年五月二十日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

中海地产集团有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA

评级展望：稳定

上次评级结果：AAA

评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 中海 01	70 亿元	3+3 年	AAA	AAA	2015 年 8 月 7 日
15 中海 02	10 亿元	5+2 年	AAA	AAA	2015 年 8 月 7 日

跟踪评级时间：2016 年 5 月 30 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	1,755.52	1,908.92
所有者权益（亿元）	495.96	636.80
长期债务（亿元）	65.45	151.23
全部债务（亿元）	97.28	164.84
营业收入（亿元）	498.81	723.14
净利润（亿元）	104.43	142.87
EBITDA（亿元）	146.33	191.72
经营性净现金流（亿元）	94.76	-15.80
营业利润率（%）	27.83	26.56
净资产收益率（%）	23.94	25.23
资产负债率（%）	71.75	66.64
全部债务资本化比率（%）	16.40	20.56
流动比率	1.35	1.57
EBITDA 全部债务比	1.50	1.16
EBITDA 利息倍数（倍）	22.14	27.68
EBITDA/债券本金合计（倍）	1.85	2.41

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。

评级观点

2015 年，中海地产集团有限公司（以下简称“公司”或“中海地产”）经营稳定，公司营业收入、签约销售金额均大幅增长，产品利润率高，盈利水平依然保持行业领先。基于战略性考虑，公司购地规模有所缩减，但整体土地储备规模仍然很大，受债券发行影响，公司债务总额有所增长，但整体债务负担仍属较轻，公司整体资产质量良好。

同时，公司在建项目资金需求量较大，土地储备及在建面积规模大，依然存在一定的去化压力。

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”。

综上，联合信用评级有限公司维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“15 中海 01”和“15 中海 02”债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 公司所有者权益大幅增长，房地产行业龙头企业地位进一步巩固。

2. 2015 年，公司销售收入、签约销售金额保持增长，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。

3. 公司货币资金规模较大、盈利能力很强、尽管有息负债有所增长，但相对来说债务负担仍属较轻，整体偿债能力很强。

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。

2. 尽管公司土地储备有所缩减，但土地储

备及在建面积规模依然较大,存在一定的去化压力。

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,公司现金流与开发资金的匹配不当会对公司经营产生一定影响。

分析师

钟月光

电话: 010-85172818

邮箱: zhongyg@unitedratings.com.cn

蔡 昭

电话: 010-85172818

邮箱: caiz@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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。

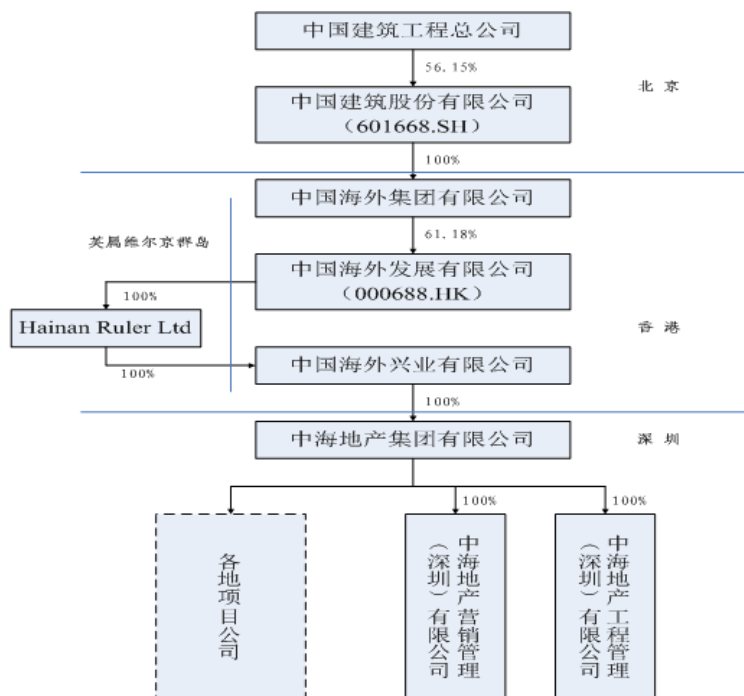
分析师：



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，1988年9月注册登记。1992年8月，公司股东中海建筑在香港联交所上市，并更名为中国海外发展有限公司（以下简称“中海发展”）。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年末），并最终转为外商（台港澳侨）投资企业，中国海外兴业有限公司（以下简称“中海兴业”）为公司唯一股东，公司实际控制人为中国海外发展有限公司（股票代码：000688.HK）。公司2015年末的股权结构如下：

图1 截至2015年末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，主要从事房地产开发和销售，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。公司依然实行以港澳地区、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。

跟踪期内，公司组织架构未发生重大变化。截至2015年末，公司组织架构详见附件1；公司下辖78家控股子公司，并对9家合营企业进行了股权投资，子公司增加主要为投资项目公司；拥有在职员工5,586人。

截至2015年末，公司合并资产总计1,908.92亿元，负债合计1,272.12亿元，股东权益（含少数股东权益）636.80亿元，其中归属于母公司的所有者权益604.37亿元。2015年，公司实现营业收入723.14亿元，净利润（含少数股东损益）142.87亿元，其中归属于母公司所有者净利润为137.45亿元；2015年公司经营活动现金流量净额为-15.80亿元，现金及现金等价物增加额47.08亿元。

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

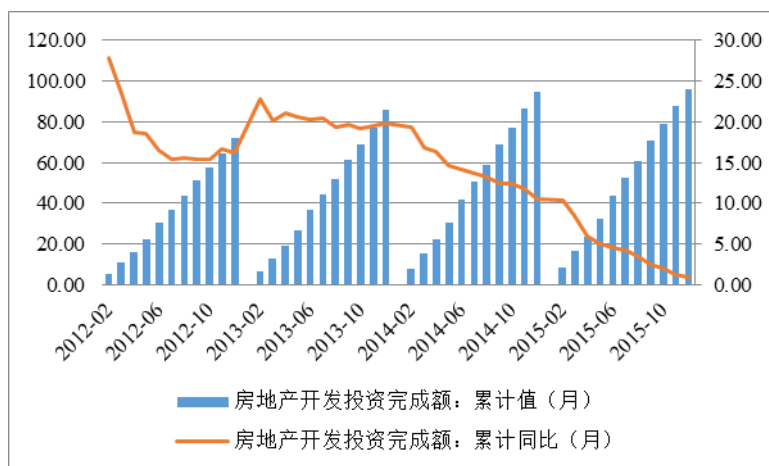
经中国证监会证监许可【2015】2293 号文核准，公司于 2015 年 11 月 19 日成功发行公司债券，并于 2016 年 1 月 15 日正式上市（品种一简称“15 中海 01”，代码 136046；品种二简称“15 中海 02”，代码：136049）。品种一为 70 亿元，6 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为 3.40%；品种二为 10 亿元，7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为 3.85%。本次公司债券募集资金基本已按照募集用途使用完毕，募集资金使用比例为 99.99%。

由于尚未到第一个付息日，公司尚未开始支付债券利息。

三、行业分析

2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资 64,595.24 亿元，同比增长 0.38%；办公楼投资 6,210.00 亿元，同比增长 10.1 %；商业营业用房投资 14,607.00 亿元，同比增长 1.82%。

图 2 2012~2015 年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元，%）



资料来源：wind 资讯

从土地供应量来看，土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。2015 年，土地市场整体下行，土地供应量和土地成交量分别为 5.79 亿平方米和 4.68 亿平方米，分别较上年下降 11.74%和 18.04%；2015 年土地平均溢价率为 16.81%，较上年增加 5.06 个百分点。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，但土地溢价率出现上涨。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况（单位：亿平方米）

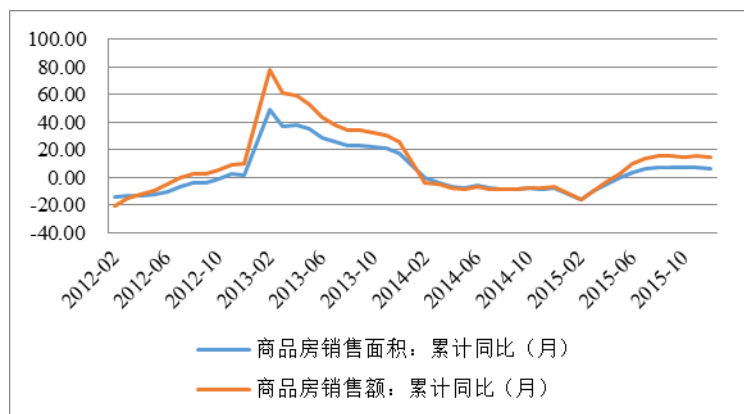
	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68
成交土地占比	85.30%	89.29%	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	7.02%	17.92%	11.75%	16.81%

资料来源：WIND 资讯

资金来源方面，2015 年，政府持续实行适度宽松的货币政策，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》，大大降低发行债券门槛，房地产企业资金来源有所拓宽。房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

从商品房市场供求情况看，2015 年，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，增速比 11 月份回落 0.9 个百分点；商品房销售额 87,281 亿元，同比增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。

图 3 2012~2015 年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



数据来源：wind 资讯

从商品房销售价格看，2015 年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增长 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

房地产政策方面，2015 年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，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，因地制宜，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，央行则五次降息降准。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。2016 年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策，自 2016 年 2 月 22 日起执行。2016 年 2 月 2 日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。

行业关注方面，目前商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低，根据国家统计局数据，2015 年末，全国商品房待售面积 71,853 万平方米，比 11 月末增加 2,217 万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续 7 个月增加。房屋新开工面积同比增速自 2014 年 2 月起始终保持负增长；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，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观；目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，由于地产项目的土地

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；

整体而言，近期来看，房地产调控政策转向，资金压力获得缓解，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。同时，房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓，土地供求量均出现下滑，不同城市房地产市场价格持续分化，预计未来房地产行业将会持续分化，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、管理情况

跟踪期内，公司董事陈谊、高管曲咏海因个人原因辞职，相关工作已由其他公司人员代为执行，对公司运营影响不大。其他董事、监事和高级管理人员未发生变化，目前公司高管及核心技术人员稳定。

跟踪期内，公司持续采用三层管控的内控管理制度，主要管理制度连续，不存在重大遗漏，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，依然以房地产开发与销售为主，同时涉及物业出租，及承包工程。近两年，主营业务收入占比均在 99%左右，主营业务依然十分突出。伴随房地产项目结转收入增长，公司主营业务收入规模呈现较快增长态势，2015 年实现主营业务收入 719.46 亿元，较上年增长 45.35%。

从公司主营业务收入的构成来看，房地产开发业务依然是公司主要收入来源，2015 年房地产开发业务实现收入 705.41 亿元，占当年主营业务收入的 98.05%。公司物业出租收入规模较小，2015 年随着房产开发板块收入增加，其收入占比进一步减少。受项目承接影响，2015 年公司对外承包工程量加大，承包工程板块收入大幅增长，收入占比由 2014 年的 0.62%提升至 1.21%，但对公司整体经营影响仍然不大。

毛利率变化方面，2015 年，公司综合毛利率为 34.60%，整体毛利率较上年降低 0.55 个百分点，主要系房地产开发业务毛利率下降所致。分业务来看，公司 2015 年房地产开发业务毛利率为 34.33%，较上年小幅下降了 0.06 个百分点。2015 年，公司物业出租毛利率为 83.95%，较上年有所下降，主要系 2015 年运营成本增加所致。2015 年，公司承包工程板块毛利率为 18.38%，较上年略有上涨。详细情况参见下表。

表2 2014~2015年公司主营业务收入情况 （单位：万元，%）

业务板块	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产开发	488.84	98.76	34.39	705.41	98.05	34.33
物业出租	5.60	1.13	95.66	6.15	0.85	83.95
承包工程	3.07	0.62	16.08	8.70	1.21	18.38
减：合并抵消	2.53	0.51	0.00	0.81	0.11	0.00
合计	494.98	100.00	35.15	719.46	100.00	34.60

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看, 2015 年, 公司主营业务收入规模继续扩大, 住宅开发业务增长较快, 毛利水平较高, 毛利率基本稳定; 物业出租业务整体收入规模逐年增长, 有利润率有所下降; 工程承包板块受项目影响较大, 收入规模大幅增长。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

一般来说, 通过土地竞拍获得土地是公司获取土地的主要方式, 拟拍土地均由地区公司提出, 并上报公司投资决策委员会进行讨论和审批。2015 年, 公司创新土地获得方式, 以规避一线城市土地溢价率高企造成的经营风险, 2015 年公司通过与北京市石景山区政府合作棚户区改造项目得到 141 万平方米土地。

从土地储备的区域来看, 截至 2015 年底, 公司土地储备相对集中于 23 个一、二线城市, 其中包括 4 个一线城市、13 个二线城市和佛山、福州、昆明、南昌、烟台和长春 6 个三线城市¹, 与 2014 年分布相当。

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, 2015 年, 公司战略性考虑继续缩减购地规模, 土地购置区域向一、二线城市集中, 导致公司土地购置面积大幅减少, 新增购置土地主要为一、二线城市预计带来较高收益的项目, 但一、二线城市土地单价高, 购地支出较上年大幅增长, 如下表所示。截至 2015 年末, 公司土地储备建筑面积约 1,949.10 万平方米, 公司 2015 年土地购置面积减少, 公司实际购置土地面积 102.00 万平米, 对应建筑面积 398.50 万平米, 分别较上年下降了 46.82%和 11.68%。但整体看, 公司土地储备仍属充足。

表3 近两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
2014 年	191.80	451.20	房地产开发	1,355,328	2,207.20
2015 年	102.00	398.50	房地产开发	2,506,295	1,949.10

数据来源: 公司提供

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 年末, 公司共在 23 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 6 个三线城市。以面积计算, 一线城市土地储备占 13.11%, 二线城市土地储备占 62.21%, 三线及以下城市土地储备占 24.68%; 以购地支出计算, 一线城市土地储备占 36.35%, 二线城市土地储备占 45.03%, 三线及以下城市土地储备占 18.62%。从土地储备的均价来看, 根据公司购地支出统计数据, 公司在一、二线城市的土地储备价格均处于合理水平, 三线城市土地储备均价较高, 主要系公司三线城市项目主要分布在福州、佛山等地, 该区域经济较为发达, 土地出让价格较高所致。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4 公司2015年末土地储备情况 (单位: 个, 万平方米, 万元, 元/平方米)

城市类型	一线城市	二线城市	三线城市	总计
项目数量	7	23	16	46

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、成都、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。

土地储备规划建筑面积	255.5	1,212.5	481.1	1,949.1
土地储备面积占比	13.11%	62.21%	24.68%	100.00%
购地支出	3,531,406	4,374,337	1,808,868	9,714,610
购地支出占比	36.35%	45.03%	18.62%	100.00%
土地储备均价	13,821.55	3,607.70	3,759.86	4,984.15

资料来源：公司提供

总体看，公司土地储备规模较大，以一、二城市为主（以购地支出计算），土地储备区域分布较为合理，土地储备质量较高；2015 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；公司在一线城市创新土地获得方式，以规避经营风险。

3. 土建招标和原材料采购

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，2015 年由于开发项目施工量增加，发包量增长至 400 亿以上。供应商集中度方面，2015 年，公司前五名供应商占建筑发包量的 8.56%，集中度依然较低。

材料采购方面，甲供材料在材料采购中仍然占主要部分，每年发包量 40 亿元左右。从 2015 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 34.29%，集中度尚可。

整体看，公司 2015 年依然沿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

从公司房地产开发建设情况看，2015 年内新开工面积 438.40 万平方米，较上年大幅下降，主要是 2015 年房地产市场受宏观调控影响，整体房地产市场景气度下降，出于谨慎考虑，公司放缓了开工进度。2015 年由于公司新开工面积减少，当年末在建面积 1,075.50 万平方米，较 2014 年末减少 16.87%。由于公司 2014 年新开工面积较大，公司 2015 年竣工面积 656.60 万平方米，较 2014 年末增加 2.95%，竣工项目达 34 个，具体如下表所示。

表5 近三年公司项目开发情况

项目	2014 年	2015 年
新开工项目数（个）	28	26
新开工面积（万平方米）	635.40	438.40
竣工项目数（个）	22	34
竣工面积（万平方米）	637.80	656.60
期末在建项目数（个）	48	40
期末在建面积（万平方米）	1,293.70	1,075.50

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 2015 年末公司在建项目预计总投资 1,656.46 亿元，已完成投资 1,075.43 亿元，2016~2018 年，上述在建项目预计分别需要投资 260.79 亿元、154.91 亿元和 140.33 亿元，尚需投资规模较大。

总体看，2015 年公司出于谨慎考虑，开发节奏放缓，全年开发存量项目较多，期末在建项目个数及面积有所下降，但整体在建面积仍然较大，能够保证公司未来一段时间的销售需要；同时，公司开发项目规模大，对开发资金的需求规模较大。

5. 房产销售情况

从公司近两年销售情况看，受房地产市场刚需增长及公司销售策略影响，公司销售面积呈上升态势。2015 年实现签约销售面积 563.90 万平方米，较 2014 年增加 23.07%，实现签约销售金额 651.27 亿元，较上年上升 15.58%，主要系 2015 年房地产限购政策放松房地产行业景气度提高所致；但销售金额增幅低于销售面积增幅，主要系不同项目销售价格存在差异化所致。从销售价格上看，公司项目定位高端，销售均价较高，近两年每平方米销售均价均保持在万元以上，但 2015 年受公司销售二线城市房地产项目较多影响，公司当年签约销售均价较 2014 年小幅下降至 1.15 万元/平方米，如下表所示。

表6 公司近三年销售概况

项目	2014 年	2015 年
达预售项目（个）	63	68
签约销售面积（万平方米）	458.20	563.90
签约销售金额（万元）	5,634,888	6,512,743
签约销售均价（万元/平方米）	1.23	1.15
结转收入面积（万平方米）	406.52	570.09
结转收入（万元）	4,886,020	7,012,157

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 年末合计尚余可售面积 662.88 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，大部分项目位于二、三线城市，分别占 2015 年末公司可售项目面积的 65.26%和 28.17%，如下表所示。

表7 公司2015年末可售项目情况（单位：个，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	14	52	28	94
2014 年销售面积	440,012.74	2,483,678.54	1,403,408.36	4,327,099.64
2015 年销售面积	715,658.98	2,805,067.61	1,765,271.13	5,285,997.72
剩余可售面积	435,239.92	4,326,134.44	1,867,452.81	6,628,827.17
剩余可售面积占比	6.57%	65.26%	28.17%	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，预计未来营业收入能够保持上升趋势，如下表所示。

表8 公司预计未来三年销售及回款情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
预计签约销售面积（万平方米）	600	650	710
预计签约销售金额（万元）	7,000,000	7,700,000	8,500,000
预计销售回款金额（万元）	6,500,000	7,150,000	7,800,000

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，2015 年公司销售情况较上年有所提升，公司可售房源主要位于二、三线城市，规模适当，近年来三线城市房地产市场景气度下降较快，公司面临一定去化压力；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

2015 年，公司自持物业没有变动。截至 2015 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，2015 年末公允价值 135.77 亿元。从自持物业的增值情况看，2015 年末公司自持物业公允价值较入账成本增值 178.82%，具体如下表所示。

表9 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 (2015 年末)	2014 年 收入	2015 年 收入
中海地产广场	北京	8.78	写字楼	74,032	276,100	14,044	14,335
中海凯旋写字楼	北京	2.47	写字楼	17,348	95,200	11,352	12,155
中海广场	北京	14.53	写字楼及商业	182,722	671,700	28,505	29,864
环宇城	济南	17.83	写字楼及商业	118,705	146,000	1,344	2,780
环宇城	沈阳	18.72	写字楼及商业	94,134	168,700	1,207	4,808
合计	--	62.33	--	486,941	1,357,700	56,452	63,942

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，2015 年实现收入 6.39 亿元，将上年增长 13.27%，租金收入稳步提升。

整体上看，公司 2015 年没有新增自持物业，原有物业增值率较高，租金收入稳步增长。

7. 关联交易

2015 年，公司与关联方发生关联销售合计 13.00 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的 2.76%，所占比重较小。2015 年末，公司应付关联方工程款 19.77 亿元，此类交易定价公允，对公司信用水平影响不大。2015 年末，公司与关联方之间形成的其他应收款合计 384.14 亿元，其他应付款 575.24 亿元，主要是公司作为实际控制人中国海外发展有限公司中国内地业务的财务中心，对实际控制人旗下的中国内地房地产关联企业进行集中资金管控所致；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。

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，但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。

8. 经营关注

公司土地储备及在建面积规模大，存在一定的去化压力

随着房地产市场出现市场分化，部分城市出现去化难的情况，公司土地储备及在建面积规模大，存在一定的去化压力。

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，对建设开发资金的需求将保持较大规模，公司现金流与开发资金的匹配不当会对公司经营产生一定影响。

9. 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。

公司经营方面，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。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。

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。

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

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，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。

六、财务分析

公司提供的 2015 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。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 2015 年底，公司纳入合并范围的子公司共 78 家。

表 10 2013~2015 年公司合并范围变化情况

年份	增加（个）	减少（个）
2014 年	6	0
2015 年	7	3

资料来源：公司审计报告

截至2015年末，公司合并资产总计1,908.92亿元，负债合计1,272.12亿元，股东权益（含少数股东权益）636.80亿元，其中归属于母公司的所有者权益604.37亿元。2015年公司实现营业收入723.14亿元，净利润（含少数股东损益）142.87亿元，其中归属于母公司所有者净利润为137.45亿元；2015年公司经营活动现金流量净额为-15.80亿元，现金及现金等价物增加额47.08亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至 2015 年底，公司资产规模总计 1,908.92 亿元，较年初增长 8.74%，其中流动资产占比 90.13%，非流动资产占比 9.87%。公司资产构成以流动资产为主，符合房地产开发企业特征。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产总额达 1,720.48 亿元，较年初增加 8.34%，主要系其他应收款大幅增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占比 16.83%）、其他应收款（占比 25.57%）和存货（占比 54.43%）构成。截至 2015 年底，公司货币资金较年初增加 19.42%。其中，99.98%为银行存款，0.02%为可其他货币资金，其中存放在境外的款项为 7.33 万元，公司为保障公司业务运营，货币资金期末余额一直保持较高水平。截至 2015 年底，公司其他应收款余额 439.97 亿元，较年初增加 113.62%，主要系关联方往来款大幅增加所致，年末其他应收款主要是保证金、押金、备用金（合计占比 10.43%）和关联方往来款（占比 87.31%）；从账龄结构看，账龄一年以内的占比 82.96%，1~2 年的占比 12.73%，2 年以上的占比 4.31%；公司累计计提坏账准备 4.14 万元。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 936.38 亿元，较年初减少 13.23%，主要系当期在建开发产品减少所致，其中在建开发产品、已完工开发产品占比分别为 83.23%、16.46%，公司存货中以在建项目居多；由于公司房地产项目销售情况较好，项目保值增值能力较强，故公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产方面，截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 188.44 亿元，较年初增加 12.46%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占比 5.77%）、投资性房地产（占比 72.05%）和其他非流动资产（占比 21.76%）组成。截至 2015 年底，公司长期股权投资期末余额 10.87 亿元，较年初变化不大，主要是对 9 个合营房地产企业的投资，合营房地产企业主要位于深圳、杭州、苏州、宁波、武汉及太原等地区。2015 年，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益为 2.11 亿元，长期股权投资质量较好。截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值 135.77 亿元，较年初增加 9.91%，主要系房产升值导致其公允价值增加所致。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，截至 2015 年底，委托贷款余额为 41.00 亿元，较年初增加 26.96%，主要系于关联方之间的资金拆借增加所致。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主，且货币资金规模较大，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，会对资产流动性产生一定影响。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 1,272.12 亿元，较年初增加 1.00%。负债结构方面，近三年公司负债主要以流动负债为主，公司流动负债和非流动负债占比分别为 86.23%和 13.77%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计达 1,097.00 亿元，较年初减少 6.52%。公司流动负债以应付账款（占比 14.35%）、预收款项（占比 27.80%）和其他应付款（53.42%）为主。截至 2015 年底，公司应付账款余额为 157.44 亿元，较年初增长 15.49%，主要系房地产项目应付的工程款、工程保证金和销售佣金、广告费等费用增加所致。公司账龄超过一年的重要应付账款占比 3.47%，占比较小。截至 2015 年底，公司预收款项 304.95 亿元，较年初减少 12.41%，主要由预收房款组成，其中账龄超过一年的重要预收款占 12.01%。公司作为实际控制人中国海外发展有限公司中国内地业务的财务中心，对实际控制人旗下的中国内地房地产关联企业进行集中资金管控，受此影响，公司其他应付款主要是应付的关联方款项，截至 2015 年底，公司其他应付款 586.05 亿元，较年初减少 6.93%，主要系应付关联方款项减少所致；从年末其他应付款构成来看，应付关联方

往来款占 98.16%，其余为外部往来款、投标保证金等；从期限结构来看，账龄超过一年的重要其他应付款（前五大）占比 39.06%，占比一般；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。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 175.12 亿元，较年初增加 103.56%，主要系 2015 年度公司发行公司债券所致。公司非流动负债中，长期借款占比 40.67%，应付债券占比 45.68%，递延所得税负债占比 13.64%。截至 2015 年底，公司长期借款 71.23 亿元，较年初增加 8.83%；公司长期借款中，信用借款 2.13 亿元，担保借款 63.51 亿元；公司长期借款到期日均为 2017~2018 年，其中 2017 年到期的长期借款占 47.70%，公司面临一定的集中偿付债务的风险；公司长期借款综合资金成本约为 4.88%，综合资金成本较低。2015 年，公司分两期发行公司债券共计 80.00 亿元，票面利率分别为 3.40% 和 3.85%，截至 2015 年末，公司应付债券余额 80.00 亿元。截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 23.89 亿元，较年初增加 16.08%，主要系投资性房地产公允价值上升而产生的应纳税暂时性差异。

截至 2015 年底，公司全部债务为 164.84 亿元，较年初增长 69.45%，其中短期债务和长期债务占比分别为 8.26% 和 91.74%，以长期债务为主。截至 2015 年底，公司资产负债率为 66.64%，全部债务资本化率为 20.56%；长期债务资本化比率为 19.19%，公司 2015 年发行债券导致公司有息债务规模大幅增长，但相对于资产规模公司负债仍属较低水平。

截至 2015 年底，公司所有者权益 636.80 亿元，较年初增加 28.40%，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 604.37 亿元，少数股东权益为 32.43 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 16.55%，资本公积占 0.01%，其他综合收益占 0.01%，盈余公积占 0.28%，未分配利润占 83.14%。公司所有者权益主要由未分配利润构成，所有者权益稳定性较弱。

总体看，2015 年，随着公司业务规模的扩大，公司负债规模快速增长，但资产负债率水平呈下降趋势；公司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，公司实际债务水平不高。公司所有者权益规模较大，但其中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

2. 盈利能力

2015 年，公司营业收入快速增长，全年营业收入为 723.14 亿元，较上年增长 44.97%；由于同期营业成本也快速攀升，使得公司 2015 年毛利率近小幅降低至 34.93%，较上年减少 0.71 个百分点。2015 年，公司净利润为 142.87 亿元，较上年增长 36.81%。

期间费用方面，在销售费用快速攀升的推动下，2015 年公司费用总额为 19.57 亿元，同比增长 14.58%。其中，2015 年公司销售费用为 9.53 亿元，较上年增长 19.18%，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。随着公司有息债务规模的逐年增长，公司财务费用不断增加，2015 年为 4.25 亿元，较上年增长 9.33%。公司管理费用增长相对平缓，2015 年公司管理费用为 5.78 亿元，较上年增加 11.43%。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，近两年费用收入比分别为 3.42% 和 2.71%，表明 2015 年公司期间费用在收入中的占比仍处于合理的范围内。

此外，公司持有投资性房地产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，近两年分别为 17.86 亿元和 11.29 亿元，占公司营业利润的比重分别为 12.72% 和 6.07%。公司合营项目中竣工结算项目有所增长，近两年公司投资收益分别为 0.76 亿元和 2.11 亿元。

公司营业外收入包括固定资产处置利得、违约赔偿及罚款收入、政府补助等，2015 年公司营业外收入为 0.23 亿元，营业外收入对公司利润水平的影响较小。

从各项盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率变动不大，由 2014 年的 27.83% 降至 2015 年的 26.56%。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，2015 年分别为 21.30%、10.46% 和 25.23%，较 2014 年分别上升 0.23 个百分点、1.11 个百分点和 1.28 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 11 2015 年部分房地产上市公司相关指标比较 （单位：%）

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
中海地产	25.32	10.53	34.60
万科 A	19.24	3.24	24.79
恒大地产	20.48	1.70	28.01
保利地产	18.58	3.21	25.90
碧桂园	15.21	2.94	20.91

资料来源：wind 资讯

注：中海地产数据来自公司 2015 年审计报告，总资产报酬率口径与本报告附表口径有一定差异。

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，盈利能力较高。

3. 现金流

从经营活动情况来看，2014~2015 年，公司近两年经营活动现金流入量分别为 801.34 亿元和 983.65 亿元，主要系收到售房款增长所致。近两年，公司经营活动现金流出分别为 706.58 亿元和 999.45 亿元，主要系公司支付给关联方的款项增长所致。公司近两年现金流量净额分别为 94.76 亿元和 -15.80 亿元，主要是受支付给关联方款项增长影响。

从投资活动情况来看，2014~2015 年，公司投资活动现金流入量大幅增长，分别为 12.00 亿元和 28.04 亿元，主要系收回的委托贷款增长所致。公司投资活动现金流出受支付的其他与投资活动有关的现金影响较大，近两年分别为 20.10 亿元和 24.70 亿元，主要为关联方提供委托贷款。受上述因素影响，近两年公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -8.10 亿元和 3.33 亿元。

从筹资活动情况来看，2014~2015 年，公司筹资活动现金流入量呈上升趋势，分别为 44.72 亿元和 117.59 亿元，主要是通过借款取得的现金和发行债券取得的现金。近两年，公司筹资活动现金流出量增加，分别为 24.72 亿元和 58.04 亿元，主要是用于偿还借款、支付利息的现金支出增长。近两年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 20.00 亿元和 59.54 亿元。

总体看，2015 年，公司经营活动现金流入量有所增长；投资活动现金收受关联企业委托贷款影响较大；筹资规模呈大幅增长趋势，有利于公司业务规模的扩张。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年，公司流动比率和速动比率均较上年有所增长，流动比率由 1.35 倍增长至 1.57 倍，速动比率由 0.43 倍增长至 0.71 倍。2015 年，公司现金短期债务比 21.27 倍，较上年大幅增长，公司现金类资产对短期有息债务的覆盖水平很高。公司 2015 年经营现金流负债比率为 -1.44 倍，公司经营活动现金流量净额不能覆盖流动负债。总体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，随着公司利润的增长，公司 EBITDA 持续上升，由 146.33 亿元增至 191.72 亿元。在公司 EBITDA 的构成中，利润总额的占比有所提升，2015 年占比达到

96.99%。2015 年公司 EBITDA 利息倍数为 27.68 倍，公司 EBITDA 对利息的覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比为 1.16 倍，公司 EBITDA 对全部债务的覆盖程度高；经营现金债务保护倍数为-0.10 倍，经营现金流量净额对全部债务的覆盖程度较低。整体上，公司长期偿债能力强。

截至 2015 年底，公司未决诉讼涉单笔金额较小，不存在重大未决诉讼，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 2016 年 4 月 13 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 年底，公司对外担保余额 2.00 亿元（不含对购房者按揭贷款的担保），为对重庆嘉益房地产开发有限公司的担保金额 2.00 亿元，担保到期日为 2017 年 6 月 15 日。被担保企业为与公司存在关联关系的房地产开发企业，发生或有负债的风险较低。

截至 2015 年底，公司获得金融机构授信额度合计 518.00 亿元，未使用额度 437.16 亿元，公司间接融资渠道畅通。

总体看，2015 年公司息债务规模增长，但债务水平仍处于较低水平；公司长、短期偿债能力指标表现较好，公司偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达289.50亿元，约为“15中海01”、“15中海02”本金合计（80亿元）的3.62倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达636.80亿元，约为债券本金合计（80亿元）的7.96倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15中海01”、“15中海02”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为192.97亿元，约为债券本金合计（80亿元）的2.41倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入983.65亿元，约为债券本金合计（80亿元）的12.30倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内房地产龙头企业，在品牌影响力、资产规模、行业地位、资产质量等方面具有优势，公司对“15 中海 01”、“15 中海 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

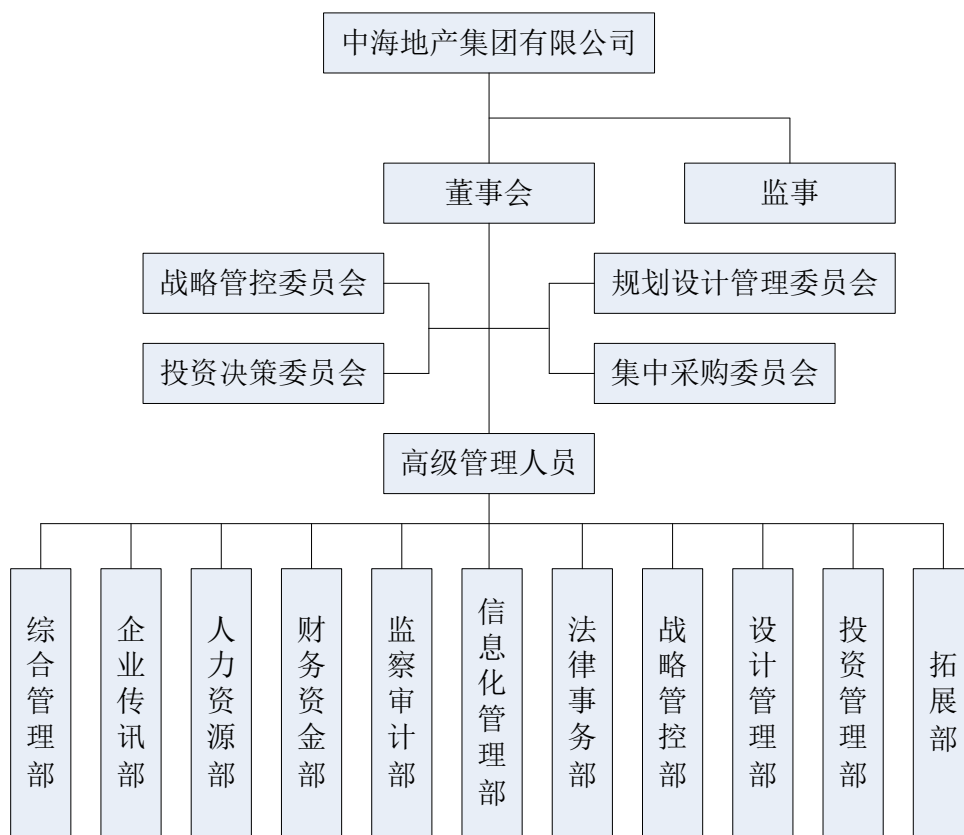
2015 年，公司营业收入持续稳健增长，盈利水平依然保持行业领先，刚性债务维持在较低规模，资产质量良好。公司业务覆盖主要的一、二线城市和部分三线城市，土地储备充足，产品利润率高，抵抗行业周期性风险的能力较强。

公司二、三线城市可售面积占比较大，随着当前我国房地产市场分化严重，某些二、三线城市去库存压力较大，公司二、三线城市项目未来销售状况存在一定不确定性。

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”。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“15 中海 01”和“15 中海 02”债项信用等级为“AAA”。

附件 1 中海地产集团有限公司组织机构图



附件 2 中海地产集团有限公司

主要计算指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	1,755.52	1,908.92
所有者权益（亿元）	495.96	636.80
短期债务（亿元）	31.83	13.61
长期债务（亿元）	65.45	151.23
全部债务（亿元）	97.28	164.84
营业收入（亿元）	498.81	723.14
净利润（亿元）	104.43	142.87
EBITDA（亿元）	146.33	191.72
经营性净现金流（亿元）	94.76	-15.80
流动资产周转率（次）	0.35	0.44
存货周转率（次）	0.32	0.47
总资产周转率（次）	0.32	0.39
现金收入比率（%）	101.55	94.35
总资本收益率（%）	21.06	21.30
总资产报酬率（%）	9.35	10.46
净资产收益率（%）	23.94	25.23
营业利润率（%）	27.83	26.56
费用收入比（%）	3.42	2.71
资产负债率（%）	71.75	66.64
全部债务资本化比率（%）	16.40	20.56
长期债务资本化比率（%）	11.66	19.19
EBITDA 利息倍数（倍）	22.14	27.68
EBITDA 全部债务比（倍）	1.50	1.16
流动比率（倍）	1.35	1.57
速动比率（倍）	0.43	0.71
现金短期债务比（倍）	7.62	21.27
经营现金流动负债比率（%）	8.07	-1.44
EBITDA/债券本金合计（倍）	1.85	2.41

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。

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	
复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
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/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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 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。