

跟踪评级公告

联合[2018]1148 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公开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”

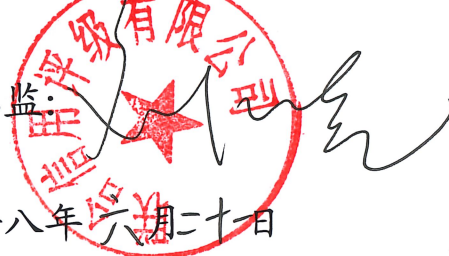
中海地产集团有限公司公开发行的“15 中海 01”、“15 中海 02”和“16 中海 01”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月二十一日



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 2018 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	6 年 (3+3)	AAA	AAA	2017 年 6 月 20 日
15 中海 02	10 亿元	7 年 (5+2)	AAA	AAA	2017 年 6 月 20 日
16 中海 01	60 亿元	10 年 (5+5)	AAA	AAA	2017 年 6 月 20 日

跟踪评级时间: 2018 年 6 月 21 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	2,293.67	2,873.88	3,072.24
所有者权益 (亿元)	870.24	944.03	953.30
长期债务 (亿元)	182.12	328.97	431.43
全部债务 (亿元)	215.94	392.40	487.28
营业收入 (亿元)	729.84	510.35	31.72
净利润 (亿元)	115.57	111.66	5.08
EBITDA (亿元)	161.45	155.29	--
经营性净现金流 (亿元)	227.31	-448.16	-130.68
营业利润率 (%)	21.76	30.06	41.15
净资产收益率 (%)	15.34	12.31	--
资产负债率 (%)	62.06	67.15	68.97
全部债务资本化比率 (%)	19.88	29.36	33.83
流动比率 (倍)	1.65	1.65	1.69
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.75	0.40	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	19.85	12.11	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.15	1.11	--

注: 1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。2、公司由于同一控制下的企业合并对 2016 年数据进行了追溯调整, 本报告 2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、公司 2018 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内, 中海地产集团有限公司 (以下简称“公司”或“中海地产”) 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, 其经营稳定, 新增土地储备体量较大且区域分布较为均衡、成本合理; 公司整体盈利能力和成本控制能力仍然较强, 货币资金规模大, 债务负担仍然较轻。同时联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 也关注到房地产行业政策波动、在建项目资金需求量较大、经营活动现金流转为净流出以及权益稳定性弱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。

综上, 联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”, 评级展望为“稳定”; 同时维持“15 中海 01”、“15 中海 02”和“16 中海 01”债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 2017 年以来, 公司积极拿地, 新增土地规模较大; 土地储备区域分布整体较为均衡且成本合理, 可为公司未来发展提供有力保障。

2. 公司资产质量好, 期间费用控制能力仍然很强, 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在行业内仍然处于领先水平。

3. 公司货币资金规模较大, 尽管 2017 年公司全部债务规模有所增长, 但债务负担相对仍属较轻。

关注

1. 2017 年以来, 全国楼市调控长期化, 楼市调控政策可能对公司未来核心区域项目

销售存在较大影响。

2. 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; 2017 年以来, 公司经营活动现金流净额由正转负。此外, 部分项目可能存在一定的去化压力。

3. 公司关联方往来款规模较大, 对资金形成一定的占用; 所有者权益中未分配利润占比高。

分析师

张兆新

电话: 010-85172818

邮箱: zhangzx@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话: 010-85172818

邮箱: zhiym@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。

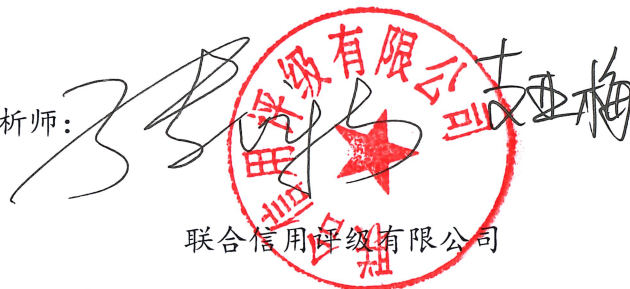
本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

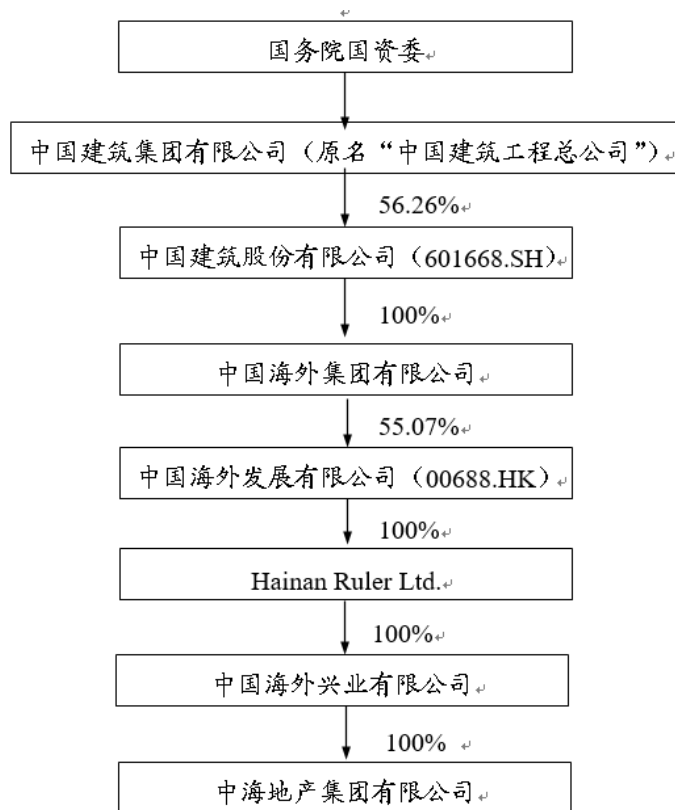
分析师：


联合信用评级有限公司

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，设立时名称为中国海外工程有限公司深圳分公司，注册资本500.00万元，1988年9月注册登记。1992年8月，公司股东中海建筑在香港联交所上市，并更名为中国海外发展有限公司（以下简称“中国海外发展”，证券代码：0688.HK）。自成立以来，公司历经数次增资及股权转让，注册资本由1988年的500.00万元增至100.00亿元（截至2015年末），并最终转为外商（台港澳侨）投资企业。2016年，公司直接控股股东中国海外兴业有限公司（以下简称“中海兴业”）对公司增资100.00亿元，公司实收资本增加至200.00亿元；截至2018年3月底，公司注册资本和实收资本均为200.00亿元，中海兴业为公司唯一股东，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2018年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化，公司组织架构未发生重大变化。截至2018年3月底，公司纳入合并范围的子公司141家；在职员工4,096人。

截至2017年底，公司合并资产总额2,873.88亿元，负债合计1,929.85亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计944.03亿元，其中归属于母公司所有者权益为903.40亿元。2017年，公司实现营业收入510.35亿元，净利润（含少数股东损益）111.66亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为102.23亿元；经营活动产生的现金流量净额-448.16亿元，现金及现金等价物净增加额-328.80亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 3,072.24 亿元，负债合计 2,118.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 953.30 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 906.76 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.72 亿元，净利润（含少数股东损益）5.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额-130.68 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.83 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：颜建国。

二、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“中海地产集团有限公司 2015 年公司债券”，并于 2016 年 1 月 15 日正式上市（品种一简称“15 中海 01”，代码 136046.SH；品种二简称“15 中海 02”，代码：136049.SH）。“15 中海 01”为 70 亿元，6 年期，附第 3 年末公司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%；“15 中海 02”为 10 亿元，7 年期，附第 5 年末公司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%。截至 2018 年 3 月底，“15 中海 01”和“15 中海 02”募集资金已按照募集用途使用完毕；公司已于 2017 年 11 月支付“15 中海 01”和“15 中海 02”债券上一年度的利息。

经中国证监会证监许可[2016]1720 号文核准，公司于 2016 年 8 月 23 日成功发行“中海地产集团有限公司公开发行 2016 年公司债券（第一期）”，并于 2016 年 9 月 14 日正式上市（债券简称“16 中海 01”，代码：136646.SH）。“16 中海 01”发行规模为 60 亿元，10 年期，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率为 3.10%。截至 2018 年 3 月底，“16 中海 01”募集资金已按照募集用途使用完毕；公司已于 2017 年 8 月支付“16 中海 01”债券上一年度的利息。

上述债券均无担保。

三、行业分析

1. 行业概况

2017 年，全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年回升 0.16 个百分点。其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发投资比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发投资比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.2%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.6%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.5%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.0%。

（1）土地供给

2017 年，全国 300 个城市成交面积 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。

（2）开发资金来源

2017年，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，同比增长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%，银行信贷收缩使得按揭贷款增速有所下降。同时资管新规的出台将使得非标业务尤其是信托通道业务面临收缩压力，在地产调控持续的背景下，房地产融资手段和融资成本的控制越发重要。

（3）商品房市场供需

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%。其中，住宅销售面积同比增长5.30%，办公楼销售面积同比增长24.30%，商业营业用房销售面积同比增长18.70%；住宅销售额同比增长11.30%，办公楼销售额同比增长17.50%，商业营业用房销售额同比增长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%，处于相对历史低位状态，其中住宅待售面积同比减少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%。

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。

（4）行业竞争

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占比分别为15.38%和20.03%，分别较上年提高3.19和4.09个百分点。据克而瑞统计，2017年千亿房企阵营增加到17家，销售额Top10的门槛提升到1,500亿元，再次呈现强者恒强局面。

（5）行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”的基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

2. 行业关注

（1）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期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。

（2）房地产调控政策趋于长期化

2016年10月以来，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控。

（3）中小房企面临被整合风险

高库存及房地产行业去杠杆的大环境下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力。

3. 行业发展

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，房地产行业在供给侧改革与因城施策的背景下，2017年商品房销售金额和销售面积实现新的突破，但是不同区域城市分化进一步凸显；预计2018年热点城市供需下行局面仍将持续，三、四线城市平稳增长。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。未来几年，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，行业兼并重组成为趋势；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、管理分析

跟踪期内，公司高管及核心人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

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，审计报告根据相关准则对 2016 年数据进行了追溯调整，但经营部分 2016 年数据以未追溯调整的为准，2017 年数据以全年并表数据为准，可能与财务部分出现部分差异。

2016~2017 年，公司主营业务占比分别为 96.07%和 98.13%，房地产开发业务是公司主要收入来源。2017 年，公司房产开发收入为 490.43 亿元，同比下降 16.39%；物业出租收入为 9.18 亿元，同比增长 49.51%，主要系佛山环宇城项目 2017 年全年运营收入大幅增加、2017 年 3 月通过收购转入中建大厦以及物业租金水平有所上涨的共同影响所致；受项目承接金额下降的影响，公司承包工程收入为 1.21 亿元，同比下降 72.18%。

毛利率变化方面，2017 年，公司房产开发业务毛利率为 33.26%，同比增长 6.10 个百分点，主要与结转项目区域分布有关；物业出租毛利率为 77.89%，同比下降 12.61 个百分点，主要系 2016 年新增物业尚处于前期运营期，2017 年投入同比增长拉低整体毛利率水平所致。受上述因素的共同影响，2017 年公司综合毛利率为 34.08%，同比增长 6.28 个百分点。

表2 2016~2017年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产开发	586.55	98.27	27.16	490.43	97.93	33.26

物业出租	6.14	1.03	90.50	9.18	1.83	77.89
承包工程	4.35	0.73	24.40	1.21	0.24	35.54
减：合并抵消	0.18	0.03	0.00	--	--	--
合计	596.86	100.00	27.80	500.82	100.00	34.08

资料来源：公司提供

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调整，但上表2016年数据为未追溯调整前口径，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。

2018年1~3月，受部分项目尚未达到结转条件的影响，公司实现营业收入31.72亿元，同比下降68.54%；同期，公司实现净利润5.08亿元，同比下降58.00%。

总体看，公司收入略有下滑，但综合盈利能力有所增长且仍处于相对较高水平。

2. 土地储备

公司以自主拿地为主，合作开发的项目多以关联方为主。2017年，受销售目标调高以及房地产市场行情较好的双重影响，公司明显加快了土地购置的节奏，土地投资金额为873.97亿元，同比增长190.45%；购置土地建筑面积约为上年的2倍，当期在28个城市购置土地55块，主要位于长春（建筑面积占比11.62%）、成都（建筑面积占比13.04%）、西安（建筑面积占比12.72%）、北京（建筑面积占比6.13%），其余占比较小不再列示。受新增土储区位的影响，2017年，公司新增土储楼面均价为6,333.38元/平方米，同比增长56.22%。2018年1~3月，公司在北京、广州、杭州、昆明、青岛、深圳、武汉、沈阳、长沙、重庆共获取12个地块，总投资额为214.99亿元，继续保持积极拿地的节奏。

截至2018年3月底，公司在34个城市拥有土地储备规划建筑面积3,485.49万平方米，为2017年签约销售面积的6.84倍，为2017年新开工面积的3.51倍，约可以满足公司未来3~5年左右的开发需求；土地储备权益规划建筑面积为3,055.73万平方米，土地储备充足。从城市分布¹来看，截至2018年3月底，公司土地储备二线城市约占总储备的59.91%，其中济南、西安和沈阳等城市未竣工建筑面积规模较大；同期，北京、上海、深圳及广州四个一线城市土地储备占比合计为13.22%，具体情况如下表所示。

表7 截至2018年3月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	三线城市	总计
土地储备规划建筑面积	460.86	2,088.22	936.41	3,485.49
占比	13.22	59.91	26.87	100.00
土地储备权益规划建筑面积	361.29	1,965.18	729.26	3,055.73
权益占比	11.82	64.31	23.87	100.00

资料来源：公司提供

注：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

总体看，公司土地储备规模较大，以二线城市为主，土地储备区域分布较为合理，质量较高；由于公司政策调整，公司积极拿地，新增土地储备规模大幅增长，能够满足未来3~5年左右的开发需求。

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。

3. 项目建设开发情况

2017 年，公司新开工面积为 994.40 万平方米，同比大幅增长 260.55%，主要系 2016 年公司获取大量土地储备于 2017 年新开工所致；竣工面积为 418.60 万平方米，同比下降 35.62%，主要系公司达竣工条件的项目规模降低所致。2018 年 1~3 月，公司继续加大开工力度，新开工面积为 424.10 万平方米，但竣工面积较低仅为 30.80 万平方米，主要系公司预计竣工项目多集中在下半年所致；截至 2018 年 3 月底，公司期末在建面积为 1,670.30 万平方米，具体情况如下表所示。

表8 公司项目开发情况

项 目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
新开工项目数（个）	20	53	18
新开工面积（万平方米）	275.80	994.40	424.10
竣工项目数（个）	42	28	4
竣工面积（万平方米）	650.20	418.60	30.80
期末在建项目数（个）	37	62	76
期末在建面积（万平方米）	701.20	1,277.00	1,670.30

资料来源：公司提供

注：竣工面积为所有竣工项目建筑面积

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建房地产开发项目共计 60 个，总建筑面积为 2,345.91 万平方米，总可售面积为 1,796.79 万平方米；预计总投资为 2,092.88 亿元，截至 2018 年 3 月底，公司累计已投资 1,470.74 亿元，尚需投资 622.14 亿元，具体情况如下表所示。

表9 截至2018年3月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	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	258.83	205.44	123.59	81.85	494.62	380.09	114.53
慈溪	23.00	22.69	0.00	22.69	35.94	20.23	15.71
东莞	21.79	13.27	0.00	13.27	42.11	32.31	9.81
佛山	88.88	65.46	0.28	65.18	90.61	66.56	24.05
福州	72.40	56.04	36.30	19.75	73.27	60.80	12.47
哈尔滨	25.93	19.96	13.73	6.23	13.12	8.01	5.12
杭州	13.82	6.13	0.00	6.13	27.08	21.74	5.34
济南	409.06	361.05	185.67	175.37	255.31	151.80	103.51
昆明	29.87	21.46	0.00	21.46	44.58	26.20	18.37
南昌	37.68	28.58	9.34	19.24	29.30	20.70	8.60
南京	39.91	16.71	0.00	16.71	54.79	34.91	19.88
宁波	59.03	37.45	3.58	33.87	107.45	66.05	41.41
厦门	14.18	9.64	0.00	9.64	42.37	31.39	10.98
上海	44.23	22.58	0.00	22.58	96.34	72.81	23.53
深圳	25.99	4.46	3.83	0.63	21.93	18.07	3.86
沈阳	383.14	317.10	193.05	124.06	178.61	115.24	63.37
苏州	27.75	19.76	0.00	19.76	41.15	31.21	9.93
天津	17.05	0.00	0.00	0.00	15.57	2.73	12.83
乌鲁木齐	120.52	90.48	42.93	47.55	54.50	28.09	26.41
无锡	116.95	85.37	51.72	33.65	68.12	57.85	10.27
武汉	18.48	13.32	12.94	0.38	18.54	12.21	6.32

西安	18.74	15.15	6.35	8.80	11.35	5.34	6.01
烟台	85.81	68.08	59.62	8.47	37.23	29.54	7.69
漳州	13.03	9.16	0.00	9.16	16.03	11.57	4.46
长春	281.66	219.03	173.54	45.48	104.63	86.80	17.83
长乐	16.85	7.54	0.00	7.54	31.55	24.27	7.28
长沙	17.43	12.96	0.79	12.16	13.73	7.93	5.80
镇江	33.82	26.41	0.79	25.62	41.45	27.37	14.08
重庆	30.08	21.51	0.00	21.51	31.60	18.89	12.71
合计	2,345.91	1,796.79	918.06	878.73	2,092.88	1,470.74	622.14

资料来源：公司提供，联合评级整理

注：上表不包括非并表项目及拟建项目，数据口径与土地储备统计口径有所不同

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建项目中济南（主要为中海华山珑城项目）、沈阳、长春和北京（主要为石景山区的北辛安棚户区改造项目）为在建项目中总可售面积前四的城市，比重分别为 20.09%、17.65%、12.19%和 11.43%；济南、沈阳、北京和佛山为在建项目中待售面积前四的城市，比重分别为 19.96%、14.12%、9.31%和 7.42%，但在建项目中的乌鲁木齐项目可能会面临一定的去化压力。从投资规模看，截至 2018 年 3 月底，北京和济南在建项目预计总投资规模较大，占比分别为 23.63%和 12.20%；北京和济南在建项目尚需投资占比分别为 18.41%和 16.64%。公司主要在开发项目中二线城市占比较高，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；但考虑到公司在部分区域获取的土地成本较低且地段较为优质，未来盈利空间仍有一定的保障。

截至 2018 年 3 月底，公司主要拟建项目 35 个，主要分布在济南、成都、青岛、大连和长春等地，总建筑面积合计 1,319.25 万平方米，预计总投资 1,242.52 亿元，尚需投资 687.55 亿元，公司未来将保持一定的融资需求。考虑到公司债务水平较低，财务弹性良好，未来融资压力可控。

总体看，公司整体在建及拟建面积较大，能够保证公司未来一段时间的销售需要；同时，公司对开发资金有一定的需求。此外，我国房地产行业景气度和区域出现分化，公司部分项目或将面临一定的去化压力。

4. 房产销售情况

2017 年，公司实现签约销售面积 509.40 万平方米，较上年增幅较大，主要系公司自 2016 年以来加大土地储备和新开工力度使得当年达预售状态的项目增加所致；实现签约销售均价为 1.36 万元/平方米，较上年略有增长，主要系当年房地产市场景气度较高使得各地房价均有所上涨所致；受上述因素的影响，2017 年，公司实现签约销售金额为 694.57 亿元；结转面积及收入的分析可详见经营概况部分，具体情况如下表所示。2016~2017 年，公司签约销售回款率基本维持在 90%左右，回款速度尚可。

表10 公司销售概况

项 目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
达预售项目（个）	73	87	95
签约销售面积（万平方米）	458.80	509.40	128.90
签约销售金额（亿元）	607.10	694.57	167.03
签约销售均价（万元/平方米）	1.32	1.36	1.30
结转收入面积（万平方米）	510.00	371.00	21.00

结转收入（亿元）	586.55	490.43	26.46
----------	--------	--------	-------

资料来源：公司提供

注：合同销售面积及合同销售金额统计未包含联营、合营项目；结转面积是结转收入部分的可售面积

截至 2018 年 3 月底，公司主要在建房地产项目的待售面积合计 878.73 万平方米，详见第三小节主要在建房地产项目情况表；若以公司 2017 年的签约销售面积来看，仅能维持公司未来 1~2 年的销售，但同时考虑到公司拟建项目的规模，公司未来销售有一定的基础支撑。

总体看，公司可售房源主要位于二线城市，长期去化压力不大，但短期限购等政策的实施可能会对公司造成一定影响，另外需关注部分城市的去化压力。

5. 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 2017 年底，公司自持物业的建筑面积合计 66.65 万平方米，公允价值为 222.11 亿元，累计增值率为 212.04%，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。2017 年 3 月，公司通过收购新增中建大厦项目。

表11 截至2017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	2016 年收入	2017 年收入
中海地产广场	北京	8.65	写字楼及商业	1.74	31.86	1.44	1.43
中海凯旋写字楼	北京	2.47	写字楼	7.40	11.44	1.25	1.44
中海广场	北京	14.51	写字楼及商业	18.29	78.85	2.98	3.24
石景山-中海大厦	北京	4.23	写字楼及商业	5.50	16.84	--	0.14
北京 H 地块	北京	2.76	写字楼及商业	7.41	12.87	--	--
环宇城	佛山	13.06	商业	14.04	17.94	0.07	0.69
中海国际中心	沈阳	11.46	写字楼及商业	6.77	11.82	--	0.19
中建大厦	上海	9.51	写字楼及商业	10.03	40.49	1.68	1.89
合计	--	66.65	--	71.18	222.11	7.41	9.02

数据来源：公司提供

注：1、济南环宇城及沈阳环宇城已于2016年9月转让，未在上表列示

2、中建大厦为2017年3月通过收购转入，上表列示了中建大厦2016~2017年每年的租金收入明细

3、受注释1和2的影响，上表租金收入合计值与公司近两年审计报告中物业出租收入可能存在不一致

总体看，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对收入形成有益补充。

6. 重大事项

2017 年 3 月 6 日，公司子公司中海地产工程管理（深圳）有限公司以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 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；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。

总体看，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。

7. 经营关注

(1) 公司土地储备及在建面积规模大，部分城市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，部分中西部城市可能存在一定的去化压力；另外，近期房地产政策收紧，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。

(2) 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；此外，目前市场环境下，公司融资成本可能会有所上升。

8. 未来发展

公司将继续积极吸纳土地，持续发展开创新局面，并持续实现有质量的业绩增长，实现国有资产的保值增值；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，使得行业的运营模式得到不断的创新。

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。

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

1. 财务概况

公司 2017 年的财务报表已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；2018 年一季度财务报表未经审计。因 2017 年公司发生同一控制下的企业合并（被合并方为中建国际），公司对 2016 年合并范围的财务数据进行了追溯调整，因此本报告 2016 年财务数据采用 2017 年财务报表年初数。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 2,873.88 亿元，负债合计 1,929.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 944.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 903.40 亿元。2017 年，公司实现营业收入 510.35 亿元，净利润（含少数股东损益）111.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 102.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额-448.16 亿元，现金及现金等价物净增加额-328.80 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 3,072.24 亿元，负债合计 2,118.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 953.30 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 906.76 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.72 亿元，净利润（含少数股东损益）5.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额-130.68 亿元，现金及现金等价物净增加

额 2.83 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 2,873.88 亿元，较年初增长 25.30%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产占比 89.34%，非流动资产占比 10.66%。

流动资产方面，截至 2017 年底，公司流动资产总额为 2,567.61 亿元，较年初增长 29.69%，主要系存货的增加所致；主要由货币资金（占 14.97%）、其他应收款（占 16.21%）和存货（占 64.35%）构成。截至 2017 年底，公司货币资金余额为 384.25 亿元，较年初下降 42.01%，主要系公司当年购地支出较大所致；公司货币资金全部由银行存款构成；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 52.49 亿元，占货币资金总额的 13.66%，占比一般。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 416.18 亿元，较年初增长 69.72%，主要系关联方往来款增加所致；其他应收款主要由关联方往来款（占 86.04%）、保证金加押金加备用金（占 7.11%）和外部往来款（占 6.39%）构成，对公司资金形成一定占用；从账龄分别看，一年以内占 81.88%，1~2 年占 10.09%，2~3 年占 4.88%，3 年以上占 3.15%，账龄整体较短。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 1,652.24 亿元，由开发成本（占比 93.66%）和开发产品（占比 6.21%）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；另外，我国房地产出现区域分化，公司部分项目或将面临一定的去化压力。

非流动资产方面，截至 2017 年底，公司非流动资产合计 306.27 亿元，较年初下降 2.42%；主要由长期股权投资（占 9.07%）、投资性房地产（占 72.52%）和其他非流动资产（占 15.18%）构成。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 27.79 亿元，其中当年追加投资 13.31 亿元（主要为 2017 年新增 7.35 亿元的北京南悦房地产开发有限公司股权投资、3.20 亿元的北京金良兴业房地产开发有限公司股权投资以及 2.31 亿元的长沙禧荣置业有限公司股权投资，其余较为分散）；2017 年确认投资收益 3.57 亿元。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值合计 222.11 亿元，较年初增长 4.17%，系评估增值所致。截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 46.50 亿元，较年初下降 42.59%，系委托贷款减少所致。

截至 2017 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 52.49 亿元，因为关联方抵押借款质押而受限的投资性房地产 40.49 亿元，合计 92.98 亿元，占资产总额的比例为 3.24%，受限比例低。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 3,072.24 亿元，较年初增长 6.90%，主要系当期外部往来款和开发成本增加，使他应收款和存货相应增加所致；其中，流动资产占 90.70%，非流动资产占 9.30%，较年初变化不大。

总体看，随着开发规模持续扩大，公司资产规模稳定快速增长，资产受限比例低；公司主要在开发项目中二线城市占比较高，回款和去化速度可能会受到政策影响；考虑到目前地产景气度波动较大，区域出现分化，公司部分项目或存在一定的去化风险。整体看，公司资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 1,929.85 亿元，较年初增长 35.58%，系流动负债和非流动负债均增长所致；其中，流动负债占比 80.79%、非流动负债占比 19.21%。

流动负债方面，截至 2017 年底，公司流动负债 1,559.17 亿元，较年初增长 29.62%，主要系

预收款项和其他应付款增加所致；主要由应付账款（占 9.82%）、预收款项（占 33.73%）和其他应付款（占 46.31%）构成。截至 2017 年底，公司应付账款 153.08 亿元，较年初下降 12.25%，主要系应付工程进度款减少所致；主要由工程进度款（占 82.58%）和工程保证金（占 16.39%）构成。截至 2017 年底，公司预收款项为 525.85 亿元，较年初大幅增长 48.59%，主要来自于北京的北辛安棚户区改造、济南的中海华山珑城、武汉的中海光谷锦城等项目，可为未来收入结转提供较好的支撑。截至 2017 年底，公司其他应付款为 721.99 亿元，主要为关联方往来款，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；其中，账龄超过 1 年的重要其他应付款为 142.03 亿元。

非流动负债方面，截至 2017 年底，公司非流动负债为 370.67 亿元，较年初增长 68.04%，主要系长期借款增加所致；主要由长期借款（占 50.98%）、应付债券（占 37.77%）和递延所得税负债（占 11.25%）构成。截至 2017 年底，公司长期借款为 188.97 亿元，较年初大幅增长 348.67%，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迅速扩张所致；公司未扣除一年内到期部分的长期借款中保证借款 73.90 亿元（占 32.73%），信用借款 151.90 亿元（占 67.27%），根据公司提供的主要借款明细，公司长期借款期限分布较为均衡，无集中偿付压力。截至 2017 年底，公司应付债券账面余额 140.00 亿元，较上年底无变化，其中“15 中海 01”（70 亿元）将于今年面临投资者回售选择权，公司拟通过交易所发行 70.00 亿元债券的方式进行偿还，实际偿还压力不大。截至 2017 年底，公司递延所得税负债为 41.70 亿元，较年初增长 8.43%。

由于经营规模的扩大以及在建项目的持续投入增加，截至 2017 年底，公司全部债务为 392.40 亿元，较年初增长 81.72%；其中，长期债务占比 83.84%，短期债务占比 16.16%。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.15%、29.36%和 25.84%，2017 年债务负担有所加重，但仍属较低水平。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 2,118.94 亿元，较年初增长 9.80%，主要系预收款项和长期借款增加所致；其中，流动负债占比 77.67%、非流动负债占比 22.33%。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 487.28 亿元，较年初增长 24.18%，主要系业务规模扩大使得资金需求增加所致，其中短期债务 55.85 亿元、长期债务 431.43 亿元；随着公司债务规模的增长，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 68.97%、33.83%和 31.16%，分别较年初增长 1.82 个百分点、4.46 个百分点和 5.31 个百分点，债务负担较年初有所加重，但仍处于较低水平且债务结构合理。

总体看，公司总负债中主要以预收账款和其他应付款等商业信用占款为主；虽然有息债务有所增长，但整体债务规模仍属较低且债务结构合理，公司实际债务水平不高。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 944.03 亿元，较年初增长 8.48%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益为 903.40 亿元；公司归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 22.14%，资本公积占 0.01%，其他综合收益占 1.80%，盈余公积占 3.47%，未分配利润占 72.59%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 953.30 亿元，较年初增长 0.98%，基本保持稳定；其中归属于母公司的所有者权益 906.76 亿元，公司所有者权益结构较年初变化不大。

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。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 510.35 亿元，同比下降 30.07%；同期，公司实现净利润 111.66 亿元，同比下降 3.38%，降幅低于营业收入主要系公司综合毛利率提升以及公允价值变动的共同影响所致。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用为 20.58 亿元，同比增长 0.45%；其中，销售费用为 8.97 亿元、管理费用为 8.03 亿元、财务费用为 3.58 亿元。2017 年，公司销售费用同比下降 14.05%，主要系公司当年销售项目主要为一二级联动项目且集中度高有助于控制销售费用所致；管理费用增长 17.96%，主要系随着经营规模的扩大，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；财务费用同比增长 10.37%，主要系债务规模扩大所致。2016~2017 年，公司期间费用总额占当年签约销售额的比重分别为 3.38%和 2.96%，公司费用控制能力很强。

从利润构成来看，2016~2017 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 4.14 亿元和 9.79 亿元，占当年营业利润的比重分别为 2.70%和 6.69%，有所增长主要系新增中建大厦项目所致；公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益，分别为 5.47 亿元和 3.58 亿元，占营业利润的比重分别为 3.57%和 2.45%，对营业利润影响不大。

从各项盈利指标看，2017 年公司营业利润率为 30.06%，较上年增加了 8.30 个百分点，主要系公司结转项目毛利率提升所致；公司总资本收益率、总资本报酬率和净资产收益率分别为 9.93%、6.01%和 12.31%，分别较上年下降了 3.08 个百分点、1.67 个百分点和 3.03 个百分点，主要系利润规模下降，而预收售楼款、债务规模、未分配利润增加所致。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 31.72 亿元，同比下降 68.54%；同期，公司实现净利润 5.08 亿元，同比下降 58.00%；其中归属于母公司所有者的净利润 4.44 亿元。

总体看，公司营业收入和净利润规模受结转进度而有所下滑；公司费用控制能力很强，对非经常性损益的依赖程度相对较弱，整体盈利能力和盈利质量较好。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2017 年公司经营活动现金流入为 4,519.93 亿元，同比增长 170.30%，主要系公司收到的往来款和收到退回的拍地保证金规模扩大所致；经营活动现金流出为 4,968.09 亿元，同比增长 243.84%，主要系购地规模扩大、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 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -448.16 亿元（上年同期为 227.31 亿元），由正转负。

从投资活动情况来看，2017 年，公司投资活动现金流入为 37.01 亿元，同比下降 39.22%，主要系当年处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金大幅减少所致；投资活动现金流出为 27.39 亿元，同比下降 66.20%，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 年公司投资活动产生的现金流量净额为 9.62 亿元（上年同期为 -20.14 亿元），由负转正。

从筹资活动情况看，2017 年，公司筹资活动现金流入为 189.23 亿元，同比增长 10.57%，主要系银行借款增加所致；公司筹资活动现金流出为 79.49 亿元，同比增长 34.86%，主要系偿付利息及分配股利增加所致。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 109.74 亿元，同比下降 2.19%，呈持续净流入状态。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 -130.68 亿元，上年同期为 -93.80 亿元，主要系购地支出较高所致；投资活动产生的现金流量净额为 37.54 亿元，同比增长 33.25 倍，主要系收回委托贷款及收到合联营公司利润分配所致；筹资活动产生的现金流量净额为 95.96 亿元，

上年同期为-19.73 亿元，主要系公司取得借款收到的现金大幅增加以及新发行中期票据所致。

总体看，受公司购地支出增加影响，公司经营活动现金流净额由净流入转为大规模净流出；投资规模不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率为 1.65 倍，较年初无变化；速动比率由年初的 0.81 倍下降为 0.59 倍，主要系公司土储规模扩大使得现金消耗增加，以及预收售楼款和关联方往来款增加使流动负债规模扩大所致；现金短期债务比由 19.59 倍大幅下滑至 6.06 倍，主要系公司购地支出较大使货币资金减少所致，但公司现金对短期债务的覆盖程度仍属较高。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 年，公司 EBITDA 为 155.29 亿元，同比下降 3.82%；其中，折旧占 0.07%、摊销占 0.01%、计入财务费用的利息支出占 5.53%、利润总额占比 94.39%，公司 EBITDA 以利润总额为主。2016~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 19.85 倍和 12.11 倍；EBITDA 全部债务比分别为 0.75 倍和 0.40 倍，均略有下滑主要系债务规模扩大以及结转收入减少所致，但 EBITDA 对利息支出和债务的保障程度仍属较高。整体看，公司长期偿债能力仍很强。

截至 2018 年 3 月底，公司共取得银行授信额度 623.00 亿元，已使用额度 283.68 亿元，未使用的额度为 339.33 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

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 2018 年 5 月 3 日，公司已结清业务中，因银行操作失误，存在 2 笔欠息，金额合计 90.07 万元，均已于 2014 年 1 月 16 日前结清；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。

总体看，公司长、短期偿债能力指标表现较好，现金类资产较充足，公司偿债能力【】。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达366.89亿元，约为“15中海01”、“15中海02”和“16中海01”债券本金合计（140.00亿元）的2.62倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达953.30亿元，约为债券本金合计（140.00亿元）的6.81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”和“16中海01”债券本金的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为155.29亿元，约为“15中海01”、“15中海02”和“16中海01”债券本金合计（140.00亿元）的1.11倍，公司EBITDA对“15中海01”、“15中海02”和“16中海01”债券本金的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入4,519.93亿元，约为“15中海01”、“15中海02”和“16中海01”债券本金合计（140.00亿元）32.29倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度较高。

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”和“16中海01”的偿还能力强。

八、综合评价

跟踪期内，公司经营稳定，新增土地储备体量较大且区域分布较为均衡、成本合理；公司整体盈利能力和成本控制能力仍然较强，货币资金规模大，债务负担仍然较轻。同时联合评级也关注到房地产行业政策波动、在建项目资金需求量较大、经营活动现金流转为净流出以及权益稳定性弱等因素可能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。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15中海 01”、“15 中海 02”和“16 中海 01”债项信用等级为“AAA”。

附件 1 中海地产集团有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	2,293.67	2,873.88	3,072.24
所有者权益（亿元）	870.24	944.03	953.30
短期债务（亿元）	33.82	63.43	55.85
长期债务（亿元）	182.12	328.97	431.43
全部债务（亿元）	215.94	392.40	487.28
营业收入（亿元）	729.84	510.35	31.72
净利润（亿元）	115.57	111.66	5.08
EBITDA（亿元）	161.45	155.29	--
经营性净现金流（亿元）	227.31	-448.16	-130.68
流动资产周转次数（次）	0.39	0.22	--
存货周转次数（次）	0.54	0.25	--
总资产周转次数（次）	0.35	0.20	--
总资本收益率（%）	13.01	9.93	--
总资产报酬率（%）	7.68	6.01	--
净资产收益率（%）	15.34	12.31	--
营业利润率（%）	21.76	30.06	41.15
费用收入比（%）	2.81	4.03	24.79
资产负债率（%）	62.06	67.15	68.97
全部债务资本化比率（%）	19.88	29.36	33.83
长期债务资本化比率（%）	17.31	25.84	31.16
EBITDA 利息倍数（倍）	19.85	12.11	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.75	0.40	--
流动比率（倍）	1.65	1.65	1.69
速动比率（倍）	0.81	0.59	0.58
现金短期债务比（倍）	19.59	6.06	6.57
经营现金流动负债比率（%）	18.90	-28.74	-7.94
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.15	1.11	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、2016 年数据采用 2017 年审计报告期初数。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 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 3 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。