

跟踪评级公告

联合〔2019〕1228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发行的“15 中海 01”、“15 中海 02”、“16 中海 01”、“18 中海 01”、“19 中海 01”和“19 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

评级总监：

二〇一九年六月十九日

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 公司债券 2019 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	债券余额 (亿元)	债券期限 (年)	上次评 级结果	本次评 级结果	上次评级时 间
15 中海 01	34.04	6 (3+3)	AAA	AAA	2018.06.21
15 中海 02	10.00	7 (5+2)	AAA	AAA	2018.06.21
16 中海 01	60.00	10 (5+5)	AAA	AAA	2018.06.21
18 中海 01	35.00	6 (3+3)	AAA	AAA	2018.09.07
19 中海 01	20.00	6 (3+3)	AAA	AAA	2018.12.27
19 中海 02	15.00	7 (5+2)	AAA	AAA	2018.12.27

跟踪评级时间：2019 年 6 月 19 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额 (亿元)	2,293.67	2,873.88	3,922.64	4,208.51
所有者权益 (亿元)	870.24	944.03	1,070.35	1,074.34
长期债务 (亿元)	182.12	328.97	492.99	609.27
全部债务 (亿元)	215.94	392.40	532.74	641.72
营业收入 (亿元)	729.84	504.92	410.88	42.66
净利润 (亿元)	115.57	111.66	112.62	5.35
EBITDA (亿元)	161.45	155.29	162.69	--
经营性净现金流 (亿元)	227.31	-448.16	-73.65	-72.72
营业利润率 (%)	21.76	29.31	37.87	37.35
净资产收益率 (%)	15.34	12.31	11.18	--
资产负债率 (%)	62.06	67.15	72.71	74.47
全部债务资本化比率 (%)	19.88	29.36	33.23	37.39
流动比率 (倍)	1.65	1.65	1.55	1.56
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.75	0.40	0.31	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	19.85	12.11	6.93	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.93	0.89	0.93	--

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、本报告 2016 年、2017 年、2018 年财务数据分别为 2017 年审计报告期初数、2018 年审计报告期初数及 2018 年审计报告期末数；3、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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，仍为国内房地产龙头企业，在品牌影响力、资产规模等方面具有优势；在关联方支持下，2018 年，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、经营活动现金流持续为净流出、债务规模及负债率迅速上升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。

2018 年，公司签约销售金额大幅增加，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”、“16 中海 01”、“18 中海 01”、“19 中海 01”和“19 中海 02”债项信用等级为 AAA。

优势

1. 公司仍为国内房地产龙头企业，具有一定规模优势及品牌影响力。

2. 2018 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。

3. 公司整体盈利能力和盈利质量在行业内仍然处于领先水平。2018 年，公司签约销售金额大幅增加，为公司后续建设投入以及收入确认提供支持。

4. 公司货币资金规模较大，尽管 2018 年公

司全部债务规模增长较快，但在外部关联方的支持下，公司刚性债务负担相对仍属较轻。

关注

1. 2018 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，部分项目可能存在一定的去化压力。

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；2018 年以来，公司经营活动现金流净额持续为净流出。

3. 公司关联方往来款规模较大，对关联方资金依赖度较高，同时，所有者权益中未分配利润占比高。

分析师

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

曹梦茹

电话：010-85172818

邮箱：caomr@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：

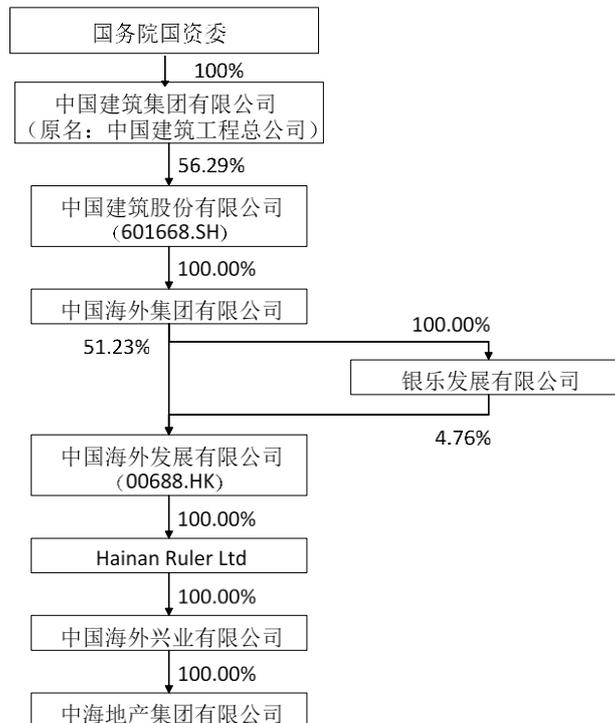


联合信用评级有限公司

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2019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2019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2019年3月底，公司纳入合并范围的子公司168家；在职员工4,483人。

截至2018年底，公司合并资产总额3,922.64亿元，负债合计2,852.29亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计1,070.35亿元，其中归属于母公司所有者权益为1,016.19亿元。2018年，公司实现营业收入410.88亿元，净利润（含少数股东损益）112.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为101.01亿元；经营活动产生的现金流量净额-73.65亿元，现金及现金等价物净增加额98.64亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额4,208.51亿元，负债合计3,134.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计1,074.34亿元，其中归属于母公司所有者权益为1,021.18亿元。2019年1~3月，

公司实现营业收入 42.66 亿元，净利润（含少数股东损益）5.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 5.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额-72.72 亿元，现金及现金等价物净增加额 33.81 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

1. 15 中海 01 和 15 中海 02

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”为发行规模为 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”为发行规模为 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%。

2018 年 10 月 8 日，公司公告上调“15 中海 01”后续存续期限的票面利率 80 个基点，即“15 中海 01”存续期后 3 年的票面利率为 4.20%。2018 年 10 月 12 日，公司公告“15 中海 01”投资者回售行权金额为 35.96 亿元。2018 年 11 月 19 日，公司支付了“15 中海 01”和“15 中海 02”上一年的利息和“15 中海 01”要求回售金额，“15 中海 01”债券余额为 34.04 亿元。截至 2019 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。

2. 16 中海 01

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 2019 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 2018 年 8 月支付“16 中海 01”债券上一年的利息。

3. 18 中海 01

经中国证监会证监许可〔2018〕1328 号文核准，公司于 2018 年 10 月 22 日成功发行“中海地产集团有限公司 2018 年面向合规投资者公开发行公司债券（第一期）”，并于 2018 年 11 月 09 日正式上市（债券简称“18 中海 01”，代码：112776.SZ）。“18 中海 01”发行规模为 35 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 4.00%。截至 2019 年 3 月底，“18 中海 01”募集资金已按照募集用途使用完毕；尚未到“18 中海 01”第一个付息日。

4. 19 中海 01 和 19 中海 02

经中国证监会证监许可〔2018〕1328 号文核准，公司于 2019 年 1 月 24 日成功发行“中海地产集团有限公司 2019 年面向合规投资者公开发行公司债券（第一期）”，并于 2019 年 2 月 15 日正式上市（品种一简称“19 中海 01”，代码 112845.SZ；品种二简称“19 中海 02”，代码：112846.SZ）。“19 中海 01”发行规模为 20 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 3.47%；“19 中海 02”发行规模为 15 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 3.75%。截至 2019 年 3 月底，“19 中海 01”和“19 中海 02”募集资金已按照募集用途使用完毕；尚未到“19 中海 01”和“19 中海 02”第一个付息日。上述债券均无担保。

表1 截至评级报告出具日本报告所跟踪公司债券相关情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	证券代码	发行金额	债券余额	期限	发行利率	调整后利率
15 中海 01	136046.SH	70.00	34.04	6 (3+3)	3.40	4.20
15 中海 02	136049.SH	10.00	10.00	7 (5+2)	3.85	--
16 中海 01	136646.SH	60.00	60.00	10 (5+5)	3.10	--
18 中海 01	112776.SZ	35.00	35.00	6 (3+3)	4.00	--
19 中海 01	112845.SZ	20.00	20.00	6 (3+3)	3.47	--
19 中海 02	112846.SZ	15.00	15.00	7 (5+2)	3.75	--
合计	--	210.00	174.04	--	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理。

注：调整后利率为相关债券到达调整票面利率选择权的行权日公司调整后利率。

三、行业分析

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、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

图2 2015~2018年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind

总体看，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。受国家政

策导向的影响，2016年以来房地产投资增速有所回升，2018年虽保持较高增速，但下滑趋势显现。

2. 市场供需

(1) 土地供应状况

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

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

总体看，2016年土地市场热度高涨，楼面均价及溢价率均大幅上涨，随着2017年后土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落，2018年房企拿地趋于理性，成交楼面均价及溢价率继续走低。

(2) 开发资金来源状况

受益于宽松的信贷政策，2016年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。进入10月份，上海证券交易所对房地产发债企业进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。

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

总体看，2016年10月房地产调控后，融资环境再次趋紧，房企资金压力较大；2018年，货币政策结构性宽松，房企资金面有所改善，但资金压力仍然较大。

(3) 市场供需情况

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

制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。2016年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布，2018年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑；一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2018年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018年末，一线城市同比增速0.40%，二线城市同比增速7.08%，三线城市同比增速8.71%。总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行后稳中小幅波动态势，房地产销售平均价格增速自2015年5月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

3. 竞争格局

从2003年至今，房地产市场已经走过了十多年的黄金时期，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。

2018年，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为26.89%和38.32%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为19.08%和25.74%，集中度继续提升。据CRIC统计的2018年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入5,000亿，其中碧桂园销售额超过7,000亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入3,000亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入2,000亿阵营，另有20家房企销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

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

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

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

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

2018年12月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来

住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

5. 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）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期拉长、去化周期拉长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费

的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

(3) 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

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

(4) 转变盈利模式，提升经营收益

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

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

四、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

2018年，公司实现营业收入410.88亿元，同比下降18.63%；同期，公司实现净利润112.62亿元，同比增长0.86%，变动方向与营业收入不一致，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。

2018年，公司主营业务收入占营业收入的比为99.24%，房地产开发业务收入占主营业务收入的95.75%，房地产开发业务是公司主要收入来源。收入构成方面，2018年，公司房产开发收入为390.44亿元，同比下降20.39%，主要系当期达结算项目减少所致；物业出租收入为10.58亿元，同比增长15.22%，主要系公司租金上涨及出租率提升所致；承包工程收入为6.74亿元，同比增长457.20%，主要系公司承包工程业务同比增加所致。综上，公司主营业务收入较上年下降18.60%。

毛利率变化方面，2018年，公司房产开发业务毛利率为43.48%，同比提高10.12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87.45%，同比上升16.21个百分点，主要系持有的部分物业已进入运营成熟期，运营成本下降所致；承包工程毛利率为6.71%，同比下降28.50个百分点，主要系结转工程毛利率较低所致。受上述因素的共同影响，2018年公司综合毛利率为44.01%，同比提高9.93个百分点。

表2 2016~2018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			2018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	586.55	98.27	27.16	490.43	97.93	33.26	390.44	95.75	43.48
物业出租	6.14	1.03	90.50	9.18	1.83	77.84	10.58	2.59	87.45
承包工程	4.35	0.73	24.40	1.21	0.24	35.21	6.74	1.65	6.71
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	407.76	100.00	44.01

资料来源:公司提供

2019年1~3月,公司实现营业收入42.66亿元,同比上升37.35%;同期,公司实现净利润5.35亿元,同比上升5.16%。

总体看,2018年,房地产开发业务仍是收入及利润的主要来源,受多项目均处于在建阶段尚未达到结转条件致使结转项目规模下降影响,房地产开发业务收入持续下滑,致使公司营业收入持续下滑;受房地产开发业务毛利率大幅提高影响,公司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

公司作为中国海外发展在境内的重要控股平台,仍为国内房地产龙头企业,在品牌影响力、资产规模等方面具有优势。公司以自主拿地为主,合作开发的项目多以关联方为主。2018年,公司依然保持了积极的拿地策略,权益前土地投资金额为962.96亿元,同比增长10.18%;购置土地建筑面积(权益前)为1,388.93万平方米,同比小幅增长,当期在24个城市购置土地48块,主要位于青岛(建筑面积占比20.08%)、广州(建筑面积占比11.34%)、长春(建筑面积占比10.17%)、北京(建筑面积占比9.78%)、昆明(建筑面积占比7.92%)、济南(建筑面积占比5.63%),其余占比较小不再列示。受新增土储区位的影响,2018年,公司新增土储楼面均价为6,933.14元/平方米,同比增长599.76元/平方米。2019年1~3月,公司在北京、上海、佛山、沈阳、大连、石家庄、太原共获取7个地块,总投资额为139.68亿元,较上年同期有所减少。

截至2019年3月底,公司在39个城市拥有土地储备规划建筑面积4,062.60万平方米,为2018年签约销售面积的7.35倍,为2018年新开工面积的2.94倍,约可以满足公司未来3~4年左右的开发需求;土地储备权益规划建筑面积为3,324.22万平方米,土地储备充足。从城市分布¹来看,截至2019年3月底,公司土地储备二线城市约占总储备的59.16%,其中济南、青岛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18.20%,占比有所上升,具体情况如下表所示。

表3 截至2019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	739.25	2,281.57	1,041.78	4,062.60
占比	18.20	56.16	25.64	100.00
土地储备权益规划建筑面积	540.79	1,864.39	919.04	3,324.22
权益占比	16.27	56.08	27.65	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

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。

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；公司拿地仍较为积极，新增土地储备规模大幅增长，能够满足未来 3~4 年左右的开发需求。

3. 项目建设开发情况

2018 年，公司新开工面积为 1,383.47 万平方米，同比大幅增长 39.13%，主要系 2017 年公司获取大量土地储备于 2018 年新开工所致；竣工面积为 531.69 万平方米，同比上升 27.02%，主要系 2017 年以来公司新开工项目增加，达竣工条件的项目规模增加所致。2019 年 1~3 月，新开工面积为 114.48 万平方米，同比下降 73.01%，主要系当期获得施工证的项目减少所致，但受前期新开工面积增加影响，竣工面积由 30.80 万平方米增加至 72.94 万平方米；截至 2019 年 3 月底，公司期末在建面积为 2,170.30 万平方米，具体情况如下表所示。

表4 公司项目开发情况

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
新开工项目数（个）	20	53	61	7
新开工面积（万平方米）	275.80	994.40	1,383.47	114.48
竣工项目数（个）	42	28	31	3
竣工面积（万平方米）	650.20	418.60	531.69	72.94
期末在建项目数（个）	37	62	92	96
期末在建面积（万平方米）	701.20	1,277.00	2,128.80	2,170.30

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 2019 年 3 月底，公司主要在建房地产开发项目共计 96 个，总建筑面积为 3,925.82 万平方米，总可售面积为 2,941.16 万平方米；预计总投资为 3,959.05 亿元，截至 2019 年 3 月底，公司累计已投资 2,802.42 亿元，尚需投资 1,156.64 亿元，具体情况如下表所示。

表5 截至2019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
沈阳	684.96	560.00	385.76	174.24	334.82	235.98	98.84
济南	516.97	441.03	247.41	193.62	377.68	244.55	133.13
长春	491.96	380.04	248.84	131.20	263.15	191.40	71.75
北京	411.18	280.40	156.63	123.77	1,055.01	743.24	311.77
青岛	287.18	217.73	29.30	188.43	139.14	62.54	76.60
西安	200.19	147.15	65.84	81.31	126.20	61.21	64.99
福州	153.26	110.70	55.55	55.15	182.86	157.34	25.52
广州	148.20	87.66	1.30	86.35	227.03	155.29	71.74
乌鲁木齐	91.84	66.47	38.52	27.95	44.53	30.75	13.78
烟台	85.81	68.08	66.92	1.16	37.93	37.93	-
宁波	82.04	60.14	26.35	33.79	147.53	112.96	34.57
南京	68.74	37.35	4.56	32.78	105.28	77.09	28.19
上海	69.98	39.60	-	39.60	207.22	169.96	37.26
重庆	60.45	43.63	15.19	28.45	49.80	37.20	12.59
昆明	55.52	40.02	1.17	38.85	69.20	43.47	25.73
大连	53.25	36.92	11.61	25.31	53.33	37.42	15.90

长沙	52.53	40.83	6.04	34.78	40.16	21.74	18.42
鄂州	43.19	33.88	0.05	33.84	35.34	21.87	13.47
佛山	41.32	29.59	9.69	19.90	42.53	33.79	8.74
南昌	39.84	29.71	2.19	27.52	31.12	19.43	11.69
无锡	39.69	29.03	28.72	0.31	22.16	21.35	0.81
肇庆	39.26	30.66	3.16	27.50	31.94	21.74	10.19
哈尔滨	25.93	19.96	19.61	0.35	14.10	10.84	3.25
镇江	33.82	26.41	6.81	19.60	40.56	31.63	8.93
苏州	27.75	19.76	1.77	17.99	41.10	36.91	4.19
东莞	27.59	15.92	0.78	15.14	50.83	47.36	3.47
厦门	25.41	17.17	0.89	16.28	61.75	51.78	9.98
杭州	9.08	5.47	-	5.47	31.57	24.27	7.29
天津	17.05	-	-	-	15.57	2.73	12.83
中山	17.03	8.60	0.64	7.96	16.40	9.97	6.44
漳州	13.03	9.16	0.78	8.37	15.94	14.00	1.94
武汉	11.81	8.11	-	8.11	47.29	34.67	12.62
合计	3,925.82	2,941.16	1,436.09	1,505.06	3,959.05	2,802.42	1,156.64

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 2019 年 3 月底，公司主要在建项目中沈阳（主要为中海城项目）、济南（主要为中海华山珑城项目）、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 19.04%、15.00%、12.92%和 9.53%；济南、青岛、沈阳和长春为在建项目中待售面积前四的城市，比重分别为 12.56%、12.52%、11.58%和 8.72%。从投资规模看，截至 2019 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 26.56%和 9.54%；北京和济南在建项目尚需投资占比分别为 26.95%和 11.51%。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 2019 年 3 月底，公司主要拟建项目 27 个，主要分布在济南、青岛、长春、北京、上海等地，总建筑面积合计 910.00 万平方米，预计总投资 1,052.50 亿元，尚需投资 610.30 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，公司整体在建未售面积及拟建面积较大，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。

4. 房产销售情况

2018 年，公司实现签约销售面积 552.96 万平方米，较上年有所增长，主要系公司自 2016 年以来加大土地储备和新开工力度使得当年达预售状态的项目增加所致；实现签约销售均价为 1.83 万元/平方米，较上年大幅增长，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，2018 年，公司实现签约销售金额为 1,014.25 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。

表6 公司销售概况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月
达预售项目(个)	73	87	151.00	163.00
签约销售面积(万平方米)	458.80	509.40	552.96	103.77
签约销售金额(亿元)	607.10	694.57	1,014.25	207.27
签约销售均价(万元/平方米)	1.32	1.36	1.83	2.00
结转收入面积(万平方米)	510.00	371.00	263.35	24.06
结转收入(亿元)	586.55	490.43	410.88	42.66

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2019年3月底,公司主要在建房地产项目的待售面积合计1,505.06万平方米,详见第三小节主要在建房地产项目情况表;若以公司2018年的签约销售面积来看,仅能维持公司未来3~4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一、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2018年底,公司自持物业的建筑面积合计73.19万平方米,公允价值为261.14亿元,累计增值率为191.87%,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。2018年,新增北京奥南项目对外出租运营。

表7 截至2018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	2018年收入
中海地产广场	北京	8.65	写字楼及商业	5.67	33.89	1.44	1.43	1.56
中海凯旋写字楼	北京	2.47	写字楼	2.54	11.44	1.25	1.44	0.21
中海广场	北京	14.51	写字楼及商业	18.29	82.55	2.98	3.24	3.14
石景山-中海大厦	北京	4.23	写字楼及商业	5.50	18.55	--	0.14	0.36
环宇城	佛山	13.06	商业	14.04	18.59	0.07	0.69	0.98
中海国际中心	沈阳	11.46	写字楼及商业	6.77	11.83	--	0.19	0.47
中建大厦	上海	9.51	写字楼及商业	10.03	42.02	1.68	1.89	2.05
北京奥南4#地项目	北京	9.30	写字楼	26.63	42.27	--	--	1.48
合计	--	73.19	--	89.47	261.14	7.42	9.02	10.25

资料来源:公司提供

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. 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,部分城市可能存在一定的去化压力;另外,限购限价等政策可能对一、二线城市的库存去化和回款速度带来不利影响。

(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。

7. 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，公司未来仍将沿着现有主业发展，经营方针结合了行业及自身经营特征。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 年的财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2019 年一季度财务报表未经审计。公司经审计的财务报表按照现行《企业会计准则》编制。2018 年公司合并范围新增 33 家公司，注销 8 家公司；2019 年 1~3 月，公司合并范围新增 2 家公司，截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内共有子公司 168 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 3,922.64 亿元，负债合计 2,852.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,070.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 1,016.19 亿元。2018 年，公司实现营业收入 410.88 亿元，净利润（含少数股东损益）112.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 101.01 亿元；经营活动产生的现金流量净额-73.65 亿元，现金及现金等价物净增加额 98.64 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 4,208.51 亿元，负债合计 3,134.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 1,074.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 1,021.18 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 42.66 亿元，净利润（含少数股东损益）5.35 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 5.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额-72.72 亿元，现金及现金等价物净增加额 33.81 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 3,922.64 亿元，较年初增长 36.49%，主要系流动资产增长所致；其中，流动资产占比 91.35%，非流动资产占比 8.65%，资产以流动资产为主。

流动资产方面，截至 2018 年底，公司流动资产总额为 3,583.43 亿元，较年初增长 39.56%，主

要系存货的增加所致；主要由货币资金（占 14.46%）、其他应收款（占 14.06%）和存货（占 66.90%）构成。截至 2018 年底，公司货币资金为 518.31 亿元，较年初增长 34.89%，主要系当年销售回款增加所致；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 87.91 亿元，占货币资金总额的 16.96%，占比一般。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 503.74 亿元，较年初增长 21.04%，主要系保证金、押金及备用金等增加所致；其他应收款主要由关联方往来款（占 68.08%）、保证金加押金加备用金（占 27.33%）和外部往来款（占 4.31%）构成，对公司资金形成一定占用；从账龄分别看，一年以内占 56.85%，1~2 年占 32.71%，2~3 年占 5.89%，3 年以上占 4.55%，账龄较年初有所延长；公司其他应收款年末余额前五名共计 183.21 亿元，占比为 36.36%，全部为关联方往来款。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 2,397.21 亿元，由开发成本（占比 94.53%）和开发产品（占比 4.97%）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 2018 年底，公司非流动资产合计 339.21 亿元，较年初增长 10.76%；主要由长期股权投资（占 13.43%）和投资性房地产（占 81.54%）构成。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 45.57 亿元，较年初增长 63.97%，其中当年追加投资 16.53 亿元（主要为 2018 年新增 4.25 亿元的济南泰晖房地产开发有限公司、2.64 亿元的北京海盈房地产开发有限公司股权投资以及 1.62 亿元的青岛腾茂置业有限公司股权投资，其余较为分散）；2018 年确认投资收益 4.09 亿元。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价值合计 276.60 亿元，较年初增长 24.53%，系评估增值及存货和固定资产等转入所致。

截至 2018 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 87.91 亿元，因为关联方抵押借款质押而受限的投资性房地产 42.02 亿元，合计 129.93 亿元，占资产总额的比例为 3.31%，受限比例低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 4,208.51 亿元，较年初增长 7.29%，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 91.87%，非流动资产占 8.13%，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 2018 年底，公司负债合计 2,852.29 亿元，较年初增长 47.80%，系流动负债和非流动负债均增长所致；其中，流动负债占比 80.99%，非流动负债占比 19.01%，以流动负债为主。

流动负债方面，截至 2018 年底，公司流动负债 2,310.10 亿元，较年初增长 48.16%，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 7.16%）、预收款项（占 40.80%）和其他应付款（占 45.19%）构成。截至 2018 年底，公司应付账款 165.43 亿元，较年初增长 8.07%，主要系应付工程保固金增加所致；主要由工程进度款（占 62.38%）和工程保固金（占 37.46%）构成。截至 2018 年底，公司预收款项为 942.43 亿元，较年初大幅增长 79.22%，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、沈阳和平之门和宁波湾一期等项目，可为未来收入结转提供较好的支撑。截至 2018 年底，公司其他应付款为 1,043.96 亿元，较年初增长 44.59%，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 210.33 亿元。

非流动负债方面，截至 2018 年底，公司非流动负债为 542.19 亿元，较年初增长 46.27%，主要系长期借款增加所致；主要由长期借款（占 59.75%）、应付债券（占 31.18%）和递延所得税负债（占 9.07%）构成。截至 2018 年底，公司长期借款为 323.95 亿元，较年初大幅增长 71.43%，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；公司长期借款主要为信用借款和保证借款，根据公司提供的主要借款明细，公司长期借款期限分布较为均衡，无集中偿付压力。截至 2018 年底，公司应付债券账面余额 169.04 亿元，较年初增长 20.74%，主要为当期新发行的“18 中海 01”。截至 2018 年底，公司递延所得税负债为 49.20 亿元，较年初增长 17.97%。

由于经营规模的扩大以及在建项目的持续投入增加，截至 2018 年底，公司全部债务为 532.74 亿元，较年初增长 35.76%；其中，长期债务占比 92.54%，短期债务占比 7.46%。截至 2018 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 72.71%、33.23%和 31.53%，2018 年债务负担有所加重，但仍属较低水平。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 3,134.17 亿元，较年初增长 9.88%，主要系预收款项和长期借款增加所致；其中，流动负债占比 78.97%、非流动负债占比 21.03%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 641.72 亿元，较年初增长 20.46%，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 32.45 亿元、长期债务 609.27 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 74.47%、37.39%和 36.19%，分别较年初增长 1.76 个百分点、4.16 个百分点和 4.65 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，其他应付款主要为关联方无固定期限往来款，体现了关联方对公司的支持；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 2018 年底，公司所有者权益为 1,070.35 亿元，较年初增长 13.38%，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 1,016.19 亿元；公司归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 19.68%，资本公积占 0.01%，其他综合收益占 2.76%，盈余公积占 3.58%，未分配利润占 73.97%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 1,074.34 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 1,021.18 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

2018 年，公司实现营业收入 410.88 亿元，同比下降 18.63%；同期，公司实现净利润 112.62 亿元，同比增长 0.86%，变动方向与营业收入不一致，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，2018 年，公司期间费用为 25.52 亿元，同比增长 68.35%；其中，销售费用为 11.07 亿元、管理费用为 10.30 亿元、财务费用为 4.16 亿元。2018 年，公司销售费用同比增长 23.33%，主要系公司当年销售规模大幅增加所致；管理费用增长 28.23%，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；财务费用同比大幅增加，主要系债务规模扩大所致。2018 年，公司期间费用总额占营业收入的比重为 6.21%，公司费用控制能力很

强。

从利润构成来看，2018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）为12.79亿元，占当年营业利润的比重为8.65%，有所增长；公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益，为4.07亿元，占营业利润的比重为2.75%，对营业利润影响不大。

从各项盈利指标看，2018年公司营业利润率为37.87%，较上年增加了8.56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8.64%、4.78%和11.18%，分别较上年下降了1.29个百分点、1.22个百分点和1.13个百分点，主要系公司预收售楼款、债务规模、未分配利润增加致使资产及净资产增加所致。

2019年1~3月，公司实现营业收入42.66亿元，同比增长37.35%；同期，公司实现净利润5.35亿元，同比增长5.16%；其中归属于母公司所有者的净利润5.37亿元。

总体看，公司营业收入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，盈利质量较好，整体盈利水平小幅下降但仍处于较好水平。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2018年公司经营活动现金流入为4,706.64亿元，同比增长4.13%，主要系公司销售回款增加所致；经营活动现金流出为4,780.28亿元，同比减少3.78%，主要系支付的往来款项以及押金、保证金、维修金支出规模减少所致。受上述因素的影响，2018年公司经营活动产生的现金流量净额为-73.65亿元（上年同期为-448.16亿元），净流出规模大幅减少。

从投资活动情况来看，2018年，公司投资活动现金流入为60.33亿元，同比增长62.99%，主要系当年收回委托贷款增加所致；投资活动现金流出为10.26亿元，同比下降62.54%，主要系当期未发放委托贷款所致。受上述因素的影响，2018年公司投资活动产生的现金流量净额为50.07亿元（上年同期为9.62亿元），净流入规模大幅增加。

从筹资活动情况看，2018年，公司筹资活动现金流入为253.87亿元，同比增长34.16%，主要系银行借款增加所致；公司筹资活动现金流出为131.65亿元，同比增长65.62%，主要系偿付债务规模增加所致。2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额为122.22亿元，同比增长11.38%。

2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-72.72亿元，上年同期为-130.68亿元，主要系收到其他与经营活动有关的现金大幅增加所致；投资活动产生的现金流量净额为7.71亿元，上年同期为37.54亿元，主要系收回委托贷款及收到合营公司利润分配规模大幅减少所致；筹资活动产生的现金流量净额为98.82亿元，上年同期为95.96亿元，较为稳定。

总体看，受公司经营持续扩张影响，公司经营活动现金流表现为净流出，2018年，销售回款增加，净流出规模大幅减少；受委托贷款回收规模较大影响，投资活动现金流流入规模大幅增加。由于规模增长，公司外部筹资需求大，筹资活动产生的现金大额净流入，债务规模持续增大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率为1.55倍，较年初小幅下降；速动比率由年初的0.59倍下降为0.51倍，主要系公司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6.06倍大幅上升至13.04倍，主要系公司销售回款增加使货币资金增加所致。整体看，公司短期偿债能力仍属很强。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为162.69亿元，同比增长4.77%；其中，折旧占0.07%、摊销占0.03%、计入财务费用的利息支出占8.80%、利润总额占比91.10%，公司EBITDA

以利润总额为主。2018年，公司EBITDA利息倍数为6.93倍，同比有所下降，主要系借款规模增加致使利息增加所致；EBITDA全部债务比为0.31倍，略有下滑主要系债务规模扩大所致，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年底，公司共取得银行授信额度894.60亿元，已使用额度383.90亿元，未使用的额度为510.70亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2019年3月底，公司对外担保共计20.56亿元，占净资产比例为1.91%，主要是对公司关联方的担保。

表8 截至2019年3月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否互保	是否关联方
广州碧臻房地产开发有限公司	10,852.80	2018/12/11	2020/12/29	否	是
	2,142.00	2018/12/26	2020/12/02	否	是
广州利合房地产开发有限公司	63,940.00	2018/07/13	2021/05/21	否	是
广州绿蝶房地产开发有限公司	23,324.00	2018/11/13	2021/11/29	否	是
深圳市海清置业发展有限公司	5,000.00	2018/05/07	2023/05/23	否	是
	2,495.00	2018/12/24	2023/05/23	否	是
杭州中建国博置业投资有限公司	100,000.00	2013/04/10	2020/04/09	否	是
合计	205,611.80	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至2019年3月底，公司无重大未决诉讼。

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2019年5月7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96.41万元，分别已于2014年1月16日和2009年4月24日结清；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，同时公司融资渠道畅通、现金类资产较充足，公司偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019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484.78亿元，约为“15中海01”、“15中海02”、“16中海01”、“18中海01”、“19中海01”和“19中海02”债券本金合计（174.04亿元）的2.79倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达1,074.34亿元，约为债券本金合计（174.04亿元）的6.17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”、“16中海01”、“18中海01”、“19中海01”和“19中海02”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，2018年，公司EBITDA为162.69亿元，约为“15中海01”、“15中海02”、“16中海01”、“18中海01”、“19中海01”和“19中海02”债券本金合计（174.04亿元）的0.93倍，公司EBITDA对“15中海01”、“15中海02”、“16中海01”、“18中海01”、“19中海01”和“19中海02”债券本金的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入4,706.64亿元，约为“15中海01”、“15中海02”、“16中海01”、“18中海01”、“19中海01”和“19中海02”债券本金合计（174.04亿

元) 27.04倍, 公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度高。

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”、“16 中海 01”、“18 中海 01”、“19 中海 01”和“19 中海 02”的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内, 公司作为中国海外发展在境内的重要控股平台, 仍为国内房地产龙头企业, 在品牌影响力、资产规模等方面具有优势; 在关联方支持下, 2018 年, 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、经营活动现金流持续为净流出、债务规模及负债率迅速上升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。

2018 年, 公司签约销售金额大幅增加, 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”、“16 中海 01”、“18 中海 01”、“19 中海 01”和“19 中海 02”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	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	2,293.67	2,873.88	3,922.64	4,208.51
所有者权益 (亿元)	870.24	944.03	1,070.35	1,074.34
短期债务 (亿元)	33.82	63.43	39.75	32.45
长期债务 (亿元)	182.12	328.97	492.99	609.27
全部债务 (亿元)	215.94	392.40	532.74	641.72
营业收入 (亿元)	729.84	504.92	410.88	42.66
净利润 (亿元)	115.57	111.66	112.62	5.35
EBITDA (亿元)	161.45	155.29	162.69	--
经营性净现金流 (亿元)	227.31	-448.16	-73.65	-72.72
流动资产周转次数 (次)	0.39	0.22	0.13	--
存货周转次数 (次)	0.54	0.25	0.11	--
总资产周转次数 (次)	0.35	0.20	0.12	--
总资本收益率 (%)	13.01	9.93	8.64	--
总资产报酬率 (%)	7.68	6.01	4.78	--
净资产收益率 (%)	15.34	12.31	11.18	--
营业利润率 (%)	21.76	29.31	37.87	37.35
费用收入比 (%)	2.81	3.00	6.21	21.02
资产负债率 (%)	62.06	67.15	72.71	74.47
全部债务资本化比率 (%)	19.88	29.36	33.23	37.39
长期债务资本化比率 (%)	17.31	25.84	31.53	36.19
EBITDA 利息倍数 (倍)	19.85	12.11	6.93	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.75	0.40	0.31	--
流动比率 (倍)	1.65	1.65	1.55	1.56
速动比率 (倍)	0.81	0.59	0.51	0.51
现金短期债务比 (倍)	19.59	6.06	13.04	14.94
经营现金流动负债比率 (%)	18.90	-28.74	-3.19	-2.94
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.93	0.89	0.93	--

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、本报告 2016 年、2017 年、2018 年财务数据分别为 2017 年审计报告期初数、2018 年审计报告期初数及 2018 年审计报告期末数。3、公司 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化。4、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	
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	
总资产收益率	(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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

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 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。