

跟踪评级公告

联合〔2020〕1010号

中海企业发展集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对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：

中海企业发展集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

中海企业发展集团有限公司发行的“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：  

二〇二〇年六月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

中海企业发展集团有限公司 公司债券 2020 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	2019.06.19
15 中海 02	10.00	7 (5+2)	AAA	AAA	2019.06.19
16 中海 01	60.00	10 (5+5)	AAA	AAA	2019.06.19
18 中海 01	35.00	6 (3+3)	AAA	AAA	2019.06.19
19 中海 01	20.00	6 (3+3)	AAA	AAA	2019.06.19
19 中海 02	15.00	7 (5+2)	AAA	AAA	2019.06.19

跟踪评级时间：2020 年 6 月 9 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	2,873.88	3,922.64	4,698.44	5,065.43
所有者权益 (亿元)	944.03	1,070.35	1,272.67	1,277.42
长期债务 (亿元)	328.97	492.99	572.13	692.33
全部债务 (亿元)	392.40	532.74	685.87	833.53
营业收入 (亿元)	504.92	410.88	1,005.89	53.60
净利润 (亿元)	111.66	112.62	203.57	6.62
EBITDA (亿元)	155.29	162.69	275.22	--
经营性净现金流 (亿元)	-448.16	-73.65	133.72	-208.35
营业利润率 (%)	29.31	37.87	26.33	23.22
净资产收益率 (%)	12.31	11.18	17.38	--
资产负债率 (%)	67.15	72.71	72.91	74.78
全部债务资本化比率 (%)	29.36	33.23	35.02	39.49
流动比率 (倍)	1.65	1.55	1.55	1.55
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.40	0.31	0.40	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.11	6.93	8.49	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.89	0.93	1.58	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均采用合并口径，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告 2017 年、2018 年和 2019 年财务数据分别为 2018 年审计报告期初数、2019 年审计报告上年期末数及 2019 年审计报告期末数；3. 公司 2020 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，中海企业发展集团有限公司（以下简称“公司”或“中海企发”）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、成本控制能力及员工素质等方面具有优势；2019 年，公司经营稳定，新增土地储备有所下降但整体体量较大，且区域分布较为均衡、成本合理；公司债务负担保持较轻，整体盈利能力仍然极强。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对公司销售有一定影响、在建项目资金需求量较大以及权益稳定性有待提高等因素对公司信用状况产生的不利影响。

2019 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. 股东实力很强，对公司支持力度仍较大。

公司是中国海外发展境内的重要控股平台，股东实力很强，为大型央企，公司在资源共享以及资金方面仍能获得股东的大力支持。

2. 公司为行业龙头企业之一。公司仍为国内房地产龙头企业，具有丰富的房地产开发经验，且管理人员从业经验丰富，在项目开发、成本管控、员工素质、规模及品牌影响力等方面具有优势。

3. 土地储备规模大、质量较高。2019 年以来，公司新增土地规模有所下滑，但土地储备

规模仍较大，区域分布广泛，仍主要位于一、二线城市，土地质量较高，为公司塑造品牌形象和提升盈利能力奠定了良好的基础。

4. 公司资产质量仍较好，资本实力仍较强。

2019年以来，公司货币资金充裕，受限资产规模较小，资产质量仍较好，资本实力较强。

5. 盈利能力极强，费用管控能力很强，债务负担较轻。公司毛利率处于相对较高水平，期间费用控制能力仍很强，整体盈利能力和盈利质量在行业内处于领先水平；债务负担仍较轻，长短期偿债指标表现良好。

关注

1. 房地产政策可能对公司销售产生一定影响。2019年以来，全国楼市调控长期化并趋于稳定，楼市调控政策可能对公司销售速度产生一定影响，部分项目可能存在一定的去化压力。

2. 在建及拟建投资规模仍较大。公司在建和拟建项目规模仍较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金的需求将保持较大规模；受业务规模增长影响，公司全部债务规模持续增长，负债率持续提高。

3. 所有者权益稳定性有待提高。公司关联方往来款规模仍较大，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仍较高。

分析师

宋莹莹 登记编号（R0040219010002）

曹梦茹 登记编号（R0040218090002）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次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他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：

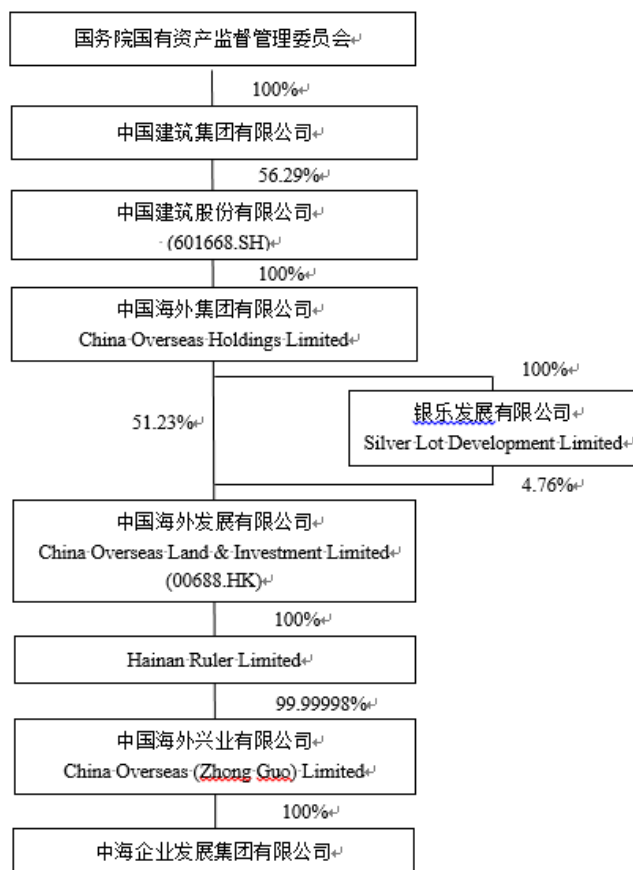
宋蒙蒙 曹慧茹

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中海企业发展集团有限公司（以下简称“公司”或“中海企发”）前身是经深圳市人民政府深办函（1988）337号文“关于中国海外建筑工程有限公司在深圳组建分公司请示的批示的批复”批准，由中国海外建筑工程有限公司（以下简称“中海建筑”）独资设立，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。2019年10月，公司更名为现名。截至2019年底，公司注册资本和实收资本均为200.00亿元，中海兴业为公司唯一股东，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会，具体股权结构如下图。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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年底，公司纳入合并范围的子公司189家；在职员工4,995人。

截至2019年底，公司合并资产总额4,698.44亿元，负债合计3,425.77亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）1,272.67亿元，其中归属于母公司所有者权益为1,205.69亿元。2019年，公司实现营业收入1,005.89亿元，净利润（含少数股东损益）203.57亿元，其中归属于母公司所有者的净利

润为 189.82 亿元；经营活动产生的现金流量净额 133.72 亿元，现金及现金等价物净增加额 220.13 亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额5,065.43亿元，负债合计3,788.00亿元，所有者权益1,277.42亿元，其中归属于母公司所有者权益1,212.32亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入53.60亿元，净利润6.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.41亿元；经营活动产生的现金流量净额-208.35亿元，现金及现金等价物净增加额-73.43亿元。

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：张智超¹。

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。

2019 年 11 月 19 日，公司支付了“15 中海 01”和“15 中海 02”上一年度的利息和“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 年底，“16 中海 01”募集资金已按照募集用途使用完毕；公司已于 2019 年 8 月支付“16 中海 01”债券上一年度的利息。

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 年底，“18 中海 01”募集资金已按照募集用途使用完毕；公司已于 2019 年 10 月支付“18 中海 01”债券上一年度的利息。

¹ 2020 年 5 月 12 日，公司董事长及法定代表人由颜建国变更为张智超。

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 年面向合格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；公司已于 2020 年 1 月支付“19 中海 01”和“19 中海 02”债券上一年度的利息。

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	--	--	--

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
资料来源：Wind，联合评级整理

三、行业分析

1. 行业概况

2019 年小阳春以来，房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势，叠加 2020 年突发疫情的影响，行业整体开发施工投资增速将有所放缓；土地市场趋于理性且内部出现结构性分化，融资边际性改善特征已出现但主基调仍然保持不变；销售呈现一定韧性、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，行业集中度继续提升。

2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。2020 年 1—3 月，受新冠疫情冲击影响，国内房地产市场出现较大幅度下行，但就 2020 年 3 月数据看，在全国逐步复工复产后，房地产市场主要指标同比降幅明显收窄，市场恢复较明显。其中，全国房地产开发投资 21,962.61 亿元，同比下降 7.70%，降幅较前两月收窄 8.60 个百分点。

土地供应方面，2019 年，全国 300 个城市土地成交面积、土地成交溢价率均同比微降。从全年市场来看，一季度全国土地市场供求同比下滑，出让金和楼面均价双双缩水，土拍趋冷；二季度市场出现短暂回暖，出让金同比增加过半；三四季度，土地市场持续低迷。分城市来看，一线城市供求同比走高，出让金总额增加，但楼面均价出现下滑；二线城市土拍政策不断完善，供给面积与成交面积均较上年有所提升，出让金及楼面均价同比走高，溢价率变化较小，整体保持稳定；三四线城市供地面积同比缩水，成交方面量跌价涨，溢价率下滑 2 个百分点。

资金来源方面，2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.6%。其中，国内贷款同比增长 5.10%，其中开发贷规模仍然呈现正增长但增速有所放缓，信托等非标产品 2019 年上半

年增幅较大，但自2019年6月开始受非标融资调控影响明显大幅下滑；自筹资金同比增长4.20%，主要系随着行业到期及回售高峰期的来临，债券发行规模有所扩大所致；其他资金同比增长10.49%，主要系房地产开发企业加快回款以及个人按揭贷款逐步回归正常节奏的共同影响所致。2019年，房地产行业实施了全面的融资政策调控，但整体货币政策有边际改善的趋势。

市场供需方面，2019年，全国房地产销售面积171,557.87万平方米，同比下降0.10%，2018年销售面积的历史高点基数效应导致2019年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为159,725.12亿元，同比增长6.5%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自2019年8月就结束了2019年以来的负增长，说明住宅类商品房的销售状况优于整体情况，商办类不及预期。

销售价格方面，2019年，百城住宅价格指数同比增长3.34%，增速继续放缓。其中，一线城市同比增速由年初的0.40%小幅提升至0.71%、二线城市同比增速由7.08%下降至4.24%、三线城市同比增速由8.71%下降至4.60%。

竞争格局方面，2019年，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比分别为26.28%和37.14%；前10名和前20名房地产开发企业销售面积占比分别为19.95%和27.07%。据克而瑞统计，2019年千亿房企阵营数量继续增加，再次呈现强者恒强局面。

2. 行业政策

2019年以来，政府继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表2 2019年以来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2019年3月	两会政府工作报告指出房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落。
2019年4月	银保监会指出继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议继续重申“房住不炒”，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制
2019年7月	中央政治局会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号），要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年9月	全国人民代表大会主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正。

2019 年 11 月	央行强调“因城施政”，落实房地产长效机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019 年 12 月	中央经济工作会议提出坚持宏观和微观政策要稳、社会政策托底。坚持“房住不炒”，因城施策、“三稳”长效机制
2020 年 2 月	央行 2020 年金融市场工作电视电话会议指出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施政”落实好房地产长效机制，促进市场平稳发展
2020 年 2 月	疫情期间多次进行央行逆回购操作以释放流动性，并下调 LPR
2020 年 3 月	国务院发文试点用地审批权下放

资料来源：联合评级搜集整理

3. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

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，房地产开发企业融资环境明显改善，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，对房地产开发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开发企业存续债务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。此外，2020 年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，政策调控趋于长期化；行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间，2020年爆发的新冠疫情或将加速行业拐点的到来。

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；同时，2020 年爆发的新冠疫情对行业及宏观经济形成一定负面冲击，或将加速行业拐点的到来。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，龙头房地产开发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开发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有所变动，核心管理人员整体素质仍较高，具备多年的行业管理经验，员工学历构成较合理；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2020年5月12日，根据公司股东委派，任命张智超为公司董事长兼法人代表人，颜建国不再担任董事长兼法定代表人职务；根据公司董事会聘任，聘任张智超为公司总经理，颜建国不再担任总经理职务；同时根据公司股东委派，任命郭光辉为公司董事，张一不再担任董事职务。跟踪期内，公司高管及核心人员有所变动，均拥有较为丰富的房地产开发及企业管理经验，主要管理制度连续，管理运作正常。

张智超，2001年毕业于东南大学建筑工程专业后就职于中海企发上海公司，其后在公司工程部、投资策划部工作及担任苏州公司副总经理、合肥公司总经理、无锡公司总经理及苏州公司总经理。2017年5月，担任公司助理总裁及北方区域公司总经理；2019年1月，担任公司副总裁；2020年2月担任公司控股股东中国海外发展行政总裁、执行董事；现任公司董事长及总经理。

截至2019年底，公司员工总数4,995人。其中管理人员240人，占员工总数的4.80%；财务、审计及法务人员406人，占员工总数的8.13%；营销人员469人，占员工总数的9.39%；工程人员1,887人，占员工总数的37.78%；其他专业技术人员1,993人，占员工总数的39.90%。硕士及以上学历1,379人，占员工总数的27.61%；本科学历3,362人，占员工总数的67.31%；大专及以下学历254人，占员工总数的5.09%。

五、经营分析

1. 经营概况

受房地产项目结转大幅增加影响，2019年，公司主营业务收入大幅增长，受房地产开发业务毛利率下降影响，公司毛利率有所下降，但公司综合盈利能力仍处于相对较高水平。

2019年，公司实现营业收入1,005.89亿元，同比增长144.81%，主要系当期结转项目大幅增加所致；同期，公司实现净利润203.57亿元，同比增长80.75%，增幅小于收入增幅，主要系毛利率下降所致。

2019年，公司主营业务收入占营业收入的比为99.66%，房地产开发业务收入占主营业务收入的95.61%，房地产开发业务是公司主要收入来源。收入构成方面，2019年，公司房产开发收入为958.45亿元，同比增长145.48%，主要系当期达结算项目大幅增加所致；物业出租收入为12.64亿元，同比增长19.47%，主要系公司租金上涨及出租率提升所致；承包工程收入为31.39亿元，同比增长365.73%，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增长145.85%。

表3 2017-2019年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房产开发	490.43	97.93	33.26	390.44	95.75	43.48	958.45	95.61	33.02
物业出租	9.18	1.83	77.84	10.58	2.59	87.45	12.64	1.26	94.23
承包工程	1.21	0.24	35.21	6.74	1.65	6.71	31.39	3.13	16.79
合计	500.82	100.00	34.08	407.76	100.00	44.01	1,002.49	100.00	33.29

注：公司于2017年3月通过收购实现了对中建国际建设有限公司同一控制下的企业合并，2017年公司年报相应期初数据进行追溯调整，但上表2017年数据以模拟全年报表数据为准，与审计报告存在一定差异

资料来源：公司提供

毛利率变化方面，2019年，公司房产开发业务毛利率为33.02%，同比减少10.46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94.23%，同比上升6.78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16.79%，同比增长10.08个百分

点，主要系结转工程毛利率较高所致。受上述因素的共同影响，2019 年公司综合毛利率为 33.29%，同比下降 10.72 个百分点。

2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 53.60 亿元，同比上升 25.66%；同期，公司实现净利润 6.62 亿元，同比上升 23.83%。

2. 土地储备

2019 年公司新增土地储备建筑面积有所下降；公司土地储备规模仍较大，布局以一、二线城市为主，土地储备区域分布较为合理，质量较高。

公司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合作为主。2019 年受土地市场回暖影响，公司新增土地储备地价上涨较快，当期公司新获取土地储备建筑面积较 2018 年下降幅度较大。

表4 2017-2019年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新增土地储备建筑面积	1,379.95	1,388.93	707.51
土地投资金额	873.97	962.96	739.64
新增土储楼面均价	6,333.38	6,933.14	10,454.24

注：公司以自主拿地为主，上述数据未按权益折算；新增土地储备面积和金额均为全口径数据
资料来源：公司提供

2019 年，公司拿地仍主要分布在一二线城市，新增土地储备中前五大城市占比处于较高水平，公司在北京、长春获取土地的规模持续较大；2019 年，公司新增土地楼面均价 10,454.24 元/平方米，同比增幅较大，主要系公司当期在北京获取项目较多且楼面均价较高所致。

表5 2017-2019年公司新增土地储备主要城市占比情况（单位：%）

排序	2017 年		2018 年		2019 年	
	城市	占比	城市	占比	城市	占比
1	成都	13.04	青岛	20.08	北京	14.04
2	西安	12.72	广州	11.34	太原	13.28
3	长春	11.62	长春	10.17	沈阳	8.55
4	北京	6.13	北京	9.78	长沙	8.19
5	--	--	昆明	7.92	长春	7.65
合计	--	43.51	--	59.29	--	51.71

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在 35 个城市拥有土地储备（全口径未竣工部分）规划建筑面积 3,721.32 万平方米，土地储备权益规划建筑面积为 3,111.50 万平方米，规模较大。从城市分布来看，截至 2019 年底，公司全口径土地储备权益后规划建筑面积二线城市约占总储备的 77.42%，其中济南、长春、成都和沈阳等城市未竣工建筑面积规模较大；同期，北京、广州、上海及深圳四个一线城市土地储备占比合计为 20.90%，具体情况如下表所示。

表6 截至2019年底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

城市类型	一线城市	二线城市	三线及以下城市	总计
土地储备规划建筑面积	856.29	2,784.07	80.96	3,721.32
土地储备占比	23.01	74.81	2.18	100.00
土地储备权益规划建筑面积	650.39	2,409.01	52.10	3,111.50
土地储备权益占比	20.90	77.42	1.67	100.00

注：1. 公司土地储备统计口径为未竣工部分的建筑面积，包括合营/联营的非并表项目；2. 表中城市分类为中海企发城市分类，具体如下，一线城市：北京、广州、上海和深圳；二线城市：为省会城市、直辖市、计划单列市及 GDP 超 8,000 亿元地级市，包括济南、青岛、长春、沈阳、成都、西安、长沙、昆明、太原、乌鲁木齐、南京、宁波、福州、武汉、大连、重庆、郑州、佛山、厦门、哈尔滨、天津、南昌、杭州、苏州、烟台、石家庄；三线及以下城市：除上述一、二线城市外，其余为三线及以下城市，包括中山、鄂州、漳州、肇庆

资料来源：公司提供

3. 项目建设开发情况

公司整体在建及拟建项目剩余可售面积仍较大，能够保证未来一段时间的销售需要；同时，公司尚需投资规模较大，对开发资金有一定的需求。

2019 年，公司新开工面积为 1,283.00 万平方米，同比小幅下降；竣工面积为 1,027.00 万平方米，较 2018 年增加 93.16%，主要系公司加快建设进度所致。截至 2019 年底，公司期末在建面积为 2,366.15 万平方米，具体情况如下表所示。

表7 2017-2019年公司项目开发情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工项目数（个）	53	61	80
新开工面积（万平方米）	994.40	1,383.47	1,283.00
竣工项目数（个）	28	31	84
竣工面积（万平方米）	418.60	531.69	1,027.00
期末在建项目数（个）	62	92	137
期末在建面积（万平方米）	1,277.00	2,128.80	2,366.15

注：上表统计口径为全口径，竣工面积为所有竣工项目本年竣工建筑面积

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司主要在建房地产开发项目共计 137 个，总建筑面积为 3,264.90 万平方米，总可售面积为 2,265.59 万平方米；预计总投资为 3,665.81 亿元，截至 2019 年底，公司累计已投资 2,532.53 亿元，尚需投资 1,133.28 亿元，具体情况如下表所示。

表8 截至2019年底公司主要在建房地产开发项目情况（单位：万平方米、亿元）

城市	总建筑面积	在建面积	总可售面积	已售面积	待售面积	总投资金额	累计投资额	尚需投资额
北京	421.15	348.60	248.42	126.48	121.94	835.16	641.40	193.76
济南	405.93	298.68	302.30	169.76	132.55	297.22	189.71	107.51
长春	286.06	186.11	218.66	107.39	111.27	200.22	126.61	73.61
沈阳	283.35	158.90	213.48	146.94	66.53	178.91	109.29	69.62
青岛	211.02	55.34	160.72	57.37	103.35	158.92	65.32	93.60
广州	209.91	197.67	126.33	17.06	109.27	345.90	249.11	96.80
西安	168.64	47.90	122.74	71.89	50.85	116.11	67.89	48.22
长沙	146.10	145.84	99.07	18.58	80.50	126.18	73.72	52.45
昆明	108.56	72.89	69.71	24.78	44.93	99.92	58.70	41.22

太原	93.96	38.55	69.92	18.75	51.18	48.91	19.58	29.33
南京	86.10	86.10	65.25	30.59	34.66	133.46	97.01	36.44
武汉	85.08	70.89	61.37	16.04	45.33	111.26	66.54	44.72
成都	75.46	75.46	54.01	15.70	38.30	72.47	43.70	28.77
大连	71.42	47.77	48.86	26.61	22.25	79.17	60.55	18.63
重庆	71.26	47.36	52.33	18.55	33.78	67.09	52.77	14.31
福州	60.28	55.40	39.19	4.29	34.90	80.35	59.78	20.57
宁波	57.75	57.75	29.45	10.74	18.71	108.09	70.98	37.11
乌鲁木齐	54.00	53.31	41.97	19.40	22.57	27.23	13.70	13.53
厦门	46.97	31.64	29.53	3.79	25.74	115.23	94.63	20.60
上海	43.87	43.87	26.40	4.13	22.27	138.39	123.22	15.17
鄂州	43.19	32.52	33.88	7.34	26.55	35.34	25.70	9.64
南昌	29.01	10.39	21.65	8.62	13.02	23.41	19.96	3.45
哈尔滨	28.69	28.69	20.77	12.14	8.63	26.21	18.84	7.37
天津	24.21	24.21	18.10	2.23	15.87	52.09	44.67	7.42
佛山	23.13	23.13	16.57	--	16.57	29.40	19.65	9.75
深圳	22.08	22.08	4.44	--	4.44	27.85	21.22	6.62
郑州	19.49	19.49	14.32	8.74	5.58	15.64	8.90	6.74
中山	17.04	17.04	8.60	2.41	6.19	14.84	12.17	2.68
肇庆	16.57	16.57	12.21	--	12.21	13.73	7.71	6.02
漳州	14.82	14.82	11.28	8.18	3.10	16.76	14.46	2.30
石家庄	14.39	14.39	9.62	0.33	9.29	14.24	9.21	5.03
杭州	14.09	14.09	8.04	1.44	6.60	42.80	36.14	6.65
东莞	6.06	3.41	2.65	2.55	0.10	8.45	6.28	2.17
烟台	5.27	5.27	3.78	3.17	0.61	4.88	3.42	1.46
总计	3,264.90	2,366.15	2,265.59	965.96	1,299.63	3,665.81	2,532.53	1,133.28

注：上表统计口径为全口径，包含非并表项目

资料来源：公司提供，联合评级整理

截至 2019 年底，公司主要在建项目中济南、北京、长春和沈阳为在建项目中总可售面积前四的城市，比重分别为 13.34%、10.96%、9.65%和 9.42%；济南、北京、长春和广州为在建项目中待售面积前四的城市，比重分别为 10.20%、9.38%、8.46%和 8.41%。从投资规模看，截至 2019 年底，北京和广州在建项目预计总投资规模较大，占比分别为 22.78%和 9.44%；北京和济南在建项目尚需投资占比分别为 17.10%和 9.49%。公司主要在开发项目中一、二线城市占比较高，目前地产景气度波动较大，支撑地产价格增长的动力将弱于以往，加速项目开发并维持高利润水平的难度加大。

截至 2019 年底，公司主要拟建项目 41 个，主要分布在济南、成都、青岛和长春等地，总建筑面积合计 912.02 万平方米，总可售面积 634.83 万平方米，预计总投资 1,140.03 亿元，尚需投资 559.87 亿元，公司未来将保持一定的融资需求。考虑到公司财务弹性良好，未来融资压力可控。

4. 房产销售情况

2019 年，公司销售面积及销售金额同比均有所增长，受结转面积大幅增加影响，结转收入大幅增长；公司可售房源仍主要位于一二线城市，长期去化压力不大，但限购等政策的实施可能会对公司销售速度造成一定影响，另外需关注部分城市的去化压力。

2019 年，公司实现签约销售面积 806.32 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达预售状态的项目逐年增加及销售面积统计口径发生变化所致；但签约销售面积增幅远低于公司土地开发速度，主要系公司项目主要位于一二线城市，受房地产调控政策影响销售周期延长和受环保等政策影响工程周期延长及预售条件提高等影响，预售时点延后所致；实现签约销售均价 2.06 万元/平方米，同比上涨 12.57%，主要系销售区域房价均有所上涨所致；受签约销售面积和销售均价上涨影响，公司实现签约销售金额 1,662.56 亿元，同比大幅增长。2019 年，公司结转面积大幅增加，主要系 2018 年第四季度竣工项目面积较大并跨年结转所致；结转均价为 1.50 万元/平方米，较上年小幅下降；受结转面积大幅增加影响，公司结转收入大幅增长。

表9 2017 - 2019年公司销售及结转概况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
达预售项目（个）	87	151	226
签约销售面积（万平方米）	509.40	552.96	806.32
签约销售金额（亿元）	694.57	1,014.25	1,662.56
签约销售均价（万元/平方米）	1.36	1.83	2.06
结转收入面积（万平方米）	371.00	263.35	637.80
结转收入（亿元）	490.43	410.88	958.45
结转均价（万元/平方米）	1.32	1.56	1.50

注：表中合同销售面积及合同销售金额统计口径：2017年和2018年为并表口径，2019年为全口径；结转面积和结转收入统计口径为并表口径，结转面积是结转收入部分的可售面积

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司主要在建房地产项目的待售面积合计 1,310.86 万平方米，拟建项目总可售面积 634.83 万平方米（详见第三小节主要在建房地产项目情况表），乌鲁木齐项目可能存在一定的去化压力。若以公司 2019 年的签约销售面积来看，待售面积能维持公司未来 2~3 年的销售，同时考虑到公司未开发项目的规模，公司未来销售有一定的基础支撑。

5. 自持物业情况

公司自持物业仍主要为写字楼和商业地产，整体规模不大，但能够为公司贡献较好的现金流并形成收入的有益补充。

公司持有部分商业物业，主要为写字楼和商业物业，以出租为主。2019 年，公司新增上海九峯里友里长租公寓等项目。截至 2019 年底，公司主要自持物业的建筑面积合计 74.17 万平方米，公允价值为 277.48 亿元，累计增值率为 199.36%，主要在北京、上海、沈阳和佛山四个城市，具体情况如下表所示。

表10 截至2019年底公司主要自持物业情况（单位：万平方米、亿元）

物业名称	位置	建筑面积	业态	初始成本	公允价值	2017 年收入	2018 年收入	2019 年收入
中海地产广场	北京	8.65	写字楼及商业	5.67	33.94	1.43	1.56	1.92
中海凯旋写字楼	北京	2.47	写字楼	2.54	17.90	1.44	0.21	0.95
中海广场	北京	14.51	写字楼及商业	18.29	82.55	3.24	3.14	3.69
石景山-中海大厦	北京	4.23	写字楼及商业	5.50	18.55	0.14	0.36	0.52
环宇城	佛山	13.06	商业	14.04	19.92	0.69	0.98	0.96
中海国际中心	沈阳	11.46	写字楼及商业	6.77	12.74	0.19	0.47	0.77

中建大厦	上海	9.51	写字楼及商业	10.03	42.02	1.89	2.05	2.27
北京奥南 4#地项目	北京	9.30	写字楼	26.63	45.33	--	1.48	1.77
九峯里友里长租公寓	上海	0.98	长租公寓	3.22	4.53	--	--	0.01
合计	--	74.17	--	92.69	277.48	9.02	10.25	12.86

注：中建大厦为2017年3月通过收购转入，但上表列示了中建大厦2017年全年的租金收入明细，受此影响，上表租金收入合计值与公司审计报告中物业出租收入可能存在不一致
资料来源：公司提供

6. 关联交易

公司关联交易的形成主要是公司正常生产经营的需要，整体关联交易规模较小。

2019 年，公司与关联方因采购商品和接受劳务发生的交易金额为 41.19 亿元，占当期交易金额的比重为 3.84%，主要为与中国建筑股份有限公司及其下属子公司进行的工程施工发生的关联交易。因销售商品和提供劳务发生的交易金额为 14.43 亿元，主要为与成都信勤置业有限公司和上海老西门新苑置业有限公司产生的工程承包收入，占当期销售商品和提供劳务金额的比重为 1.10%。公司为关联方提供担保金额为 30.20 亿元，中国海外发展为公司提供担保的金额为 121.48 亿元，与关联方发生的资金拆借为 66.23 亿元。公司关联交易余额分别体现在应收账款、预付账款、其他应收款、应收股利和预收款项、应付账款、其他应付款、应付利息和应付股利等科目。

为进一步规范公司关联交易管理，明确管理职责和分工，维护公司股东和债权人的合法利益，保证公司与关联方之间订立的关联交易合同符合公平、公开、公允的原则，根据《公司法》《企业会计准则——关联方关系及其交易的披露》《公司章程》的有关规定结合公司实际情况，发行人制定了《关联交易管理制度》，对关联交易的基本原则、价格确定及管理、审议程序、信息披露等事宜进行了明确规定。

7. 经营关注

公司土地储备及在建面积规模仍较大，部分城市项目可能存在一定的去化压力

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

未来开发资金需求规模较大

公司在建项目规模仍较大，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。

8. 未来发展

公司未来将沿着现有主业发展，经营方针结合了行业及自身经营特征。

公司将继续积极吸纳土地，并以实现有质量的业绩增长为目标，而且，随着房地产金融的逐渐发展，企业的运营模式也会逐渐向“轻资产”进行转变，持续创新运营模式。

投资策略方面，公司将利用市场每次变化的契机，把握好投资机会，吸纳优质土地。产品管理方面，公司将贴近市场，适度调节开发速度，把握销售节奏，推出稀缺性强、差异化大的高质量产品，充分利用品牌优势，创新营销推广，加强营销力度，强化现金流管理，实现资产效益最大化。公司将继续构建以住宅为主、商业地产为辅的业务结构，平衡长、短线投资资源配置，逐步提高投资物业比重，以获得长期稳定回报，增强平衡市场风险能力。

财务管理方面，公司将会进一步加强财务管理，加快销售回款，持续加强成本管控，控制好营销、行政和财务费用等。公司仍然将会大力扩展融资渠道，充分利用国际、香港的融资平台，并加快资金周转，强化资源保障能力，改善公司的债务结构，为公司业务发展提供强而有力的资金支持。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年的财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计²，并出具了标准无保留意见的审计报告；2020 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。2019 年，公司合并范围新增 25 家公司，注销 2 家公司，截至 2019 年底，公司合并范围内共有子公司 189 家。本报告 2017 年、2018 年和 2019 年财务数据分别为 2017 年审计报告期末数、2019 年审计报告上年期末数和 2019 年审计报告期末数，财务数据具有可比性。

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

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 5,065.43 亿元，负债合计 3,788.00 亿元，所有者权益 1,277.42 亿元，其中归属于母公司所有者权益 1,212.32 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 53.60 亿元，净利润 6.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -208.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 -73.43 亿元。

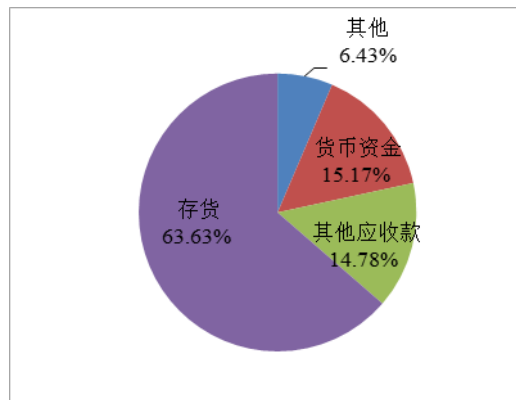
2. 资产质量

2019 年，公司资产规模持续增长，资产结构仍以流动资产为主；资产受限比例低，货币资金持续增长并保持充足，但关联方往来款规模仍较大；公司整体资产质量仍良好。

截至 2019 年底，公司资产总额 4,698.44 亿元，较 2018 年底增长 19.78%。其中流动资产占比 92.07%，非流动资产占比 7.93%，资产构成以流动资产为主。

流动资产方面，截至 2019 年底，公司流动资产总额为 4,326.00 亿元，较 2018 年底增长 20.72%，构成如下图所示。

图 2 截至 2019 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，货币资金为 656.17 亿元，较 2018 年底增长 26.60%，公司货币资金由银行存款和其他货币资金构成，其中银行存款 654.28 亿元，因预售房产监管资金、按政府规定交纳保证金等

² 受瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）被处罚影响，公司于 2019 年变更审计机构。

而受限的货币资金 5.63 亿元，受限规模很小。

截至 2019 年底，公司其他应收款账面价值为 639.39 亿元，较 2018 年底增长 26.93%，主要系保证金、押金及备用金等增加所致。其他应收款主要由关联方往来款（占 90.14%）、保证金加押金加备用金（占 8.70%）和外部往来款（占 0.81%）构成，对公司资金形成一定占用。从账龄看，其他应收款中一年以内占 73.44%，1~2 年占 12.75%，2~3 年占 7.09%，3 年以上占 6.71%。公司其他应收款年末余额前五名共计 304.89 亿元，占比为 47.69%，主要为关联方往来款。

表 11 截至 2019 年底公司其他应收款前五名单位情况（单位：亿元、%）

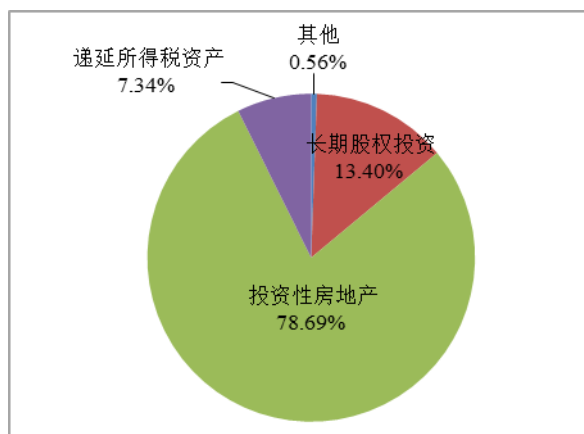
单位名称	账龄	金额	占比	款项性质
中信房地产集团有限公司本部	1 年以内	174.77	27.33	关联往来
南京海润房地产开发有限公司	3 年以内	52.82	8.26	关联往来
大连鼎泰锦城房地产有限公司	1 年以内	29.79	4.66	关联往来
上海金海伊上房地产开发有限公司	1 年以内	29.67	4.64	关联往来
佛山市顺德嘉润房地产开发有限公司	2 年以内	17.84	2.79	关联往来
合计	--	304.89	47.69	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 2,752.45 亿元，主要由开发成本（占比 91.57%）和开发产品（占比 7.56%）构成，未计提存货跌价准备。公司开发项目中二线城市占比较高。

非流动资产方面，截至 2019 年底，公司非流动资产合计 372.43 亿元，较 2018 年底增长 9.79%，构成如下图所示。

图 3 截至 2019 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2019 年底，公司长期股权投资为 49.92 亿元，较 2018 年底增长 9.55%，其中当年追加投资 4.58 亿元（主要为青岛方跃置业有限公司 1.17 亿元、青岛方虔置业有限公司 1.12 亿元、北京辉广企业管理有限公司 0.83 亿元，其余较为分散）；2019 年确认投资收益 5.49 亿元。

截至 2019 年底，公司投资性房地产账面价值合计 293.06 亿元，较 2018 年底增长 5.95%，系评估增值所致。

截至 2019 年底，公司因预售房产监管资金、按政府规定交纳保证金等而受限的货币资金 5.63 亿元，因为关联方抵押借款质押而受限的投资性房地产 42.02 亿元，合计 47.65 亿元，占资产总额的比例为 1.01%，受限比例低。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额 5,065.43 亿元，较年初增长 7.81%，主要系当期外部往来款和开发成本增加，使其他应收款和存货相应增加所致；其中，流动资产占 92.79%，非流动资产占 7.21%，较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

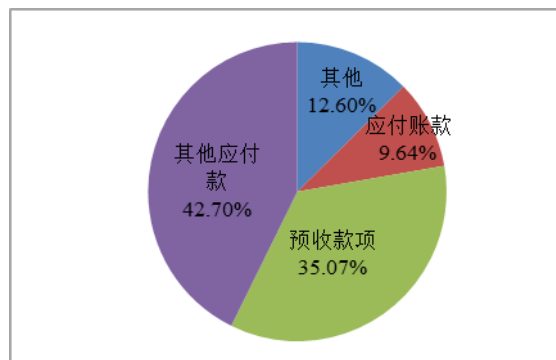
(1) 负债

2019 年，公司总负债持续增长，仍以预收款项和其他应付款为主；其他应付款进一步增加，主要为关联方无固定期限往来款；有息债务持续增长，但整体债务规模仍属较低水平且债务结构合理。

截至 2019 年底，公司负债合计 3,425.77 亿元，较 2018 年底增长 20.11%，系流动负债和非流动负债均增长所致。其中，流动负债占比 81.66%，非流动负债占比 18.34%，以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债 2,797.64 亿元，较 2018 年底增长 21.20%，主要系预收款项和其他应付款增加所致，构成如下图所示。

图 4 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司应付账款 269.57 亿元，较 2018 年底增长 62.95%，主要系工程进度款增加所致。公司应付账款主要由工程进度款（占 82.43%）和工程保固金（占 17.20%）构成。截至 2019 年底，公司预收款项为 981.06 亿元，较 2018 年底增长 14.23%，主要系南京中海左岸澜庭、北京望京府和宁波庄桥等项目当期预售款规模较大所致，可为未来收入结转提供较好的支撑。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 1,194.56 亿元，较 2018 年底增长 14.43%，主要为关联方往来款 1,162.02 亿元，不需要支付利息，对公司没有实际的还本付息压力。公司其他应付款年末余额前五名共计 452.12 亿元，占比为 37.85%，主要为关联方往来款。

表 12 截至 2019 年底公司其他应付款前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	账龄	金额	占比	款项性质
中国海外发展有限公司	1~2 年	165.83	13.88	归集资金及关联往来
中海发展（苏州）有限公司	1~2 年	95.97	8.03	关联往来
中海发展（广州）有限公司	1~2 年	88.73	7.43	关联往来
中海发展（上海）有限公司	1~3 年	52.66	4.41	关联往来
上海老西门新苑置业有限公司	1~2 年	48.93	4.10	关联往来
合计	--	452.12	37.85	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司非流动负债为 628.13 亿元，较 2018 年底增长 15.85%，主要由长期借款（占 58.60%）、应付债券（占 32.48%）和递延所得税负债（占 8.92%）构成。截至 2019 年底，公司长期借款为 368.09 亿元，较 2018 年底增长 13.63%，主要系公司经营规模扩大带动新项目增加从而使开发贷规模扩张所致。公司长期借款主要为信用借款和保证借款，根据公司提供的主要借款明细，公司长期借款主要集中在 2022 年到期。截至 2019 年底，公司应付债券账面余额 204.04 亿元，较 2018 年底增长 20.71%，主要系当期新发行“19 中海 01”和“19 中海 02”所致。截至 2019 年底，公司递延所得税负债为 56.00 亿元，较 2018 年底增长 13.83%。

表 13 截至 2019 年底公司应付债券构成（单位：亿元、年、%）

债券名称	发行时间	回售时间	到期时间	发行金额	期末余额	债券期限	票面利率
15 中海 01	2015-11-19	2018-11-19	2021-11-19	70.00	34.04	3+3	3.40
15 中海 02	2015-11-19	2020-11-19	2022-11-19	10.00	10.00	5+2	4.20
16 中海 01	2016-8-23	2021-8-23	2026-08-23	60.00	60.00	5+5	3.10
18 中海地产 MTN001	2018-02-06	--	2021-02-06	30.00	30.00	3	5.60
18 中海 01	2018-10-22	2021-10-22	2024-10-22	35.00	35.00	3+3	4.00
19 中海 01	2019-01-22	2022-01-24	2025-01-24	20.00	20.00	3+3	3.47
19 中海 02	2019-01-22	2024-01-24	2026-01-24	15.00	15.00	5+2	3.75
合计	--	--	--	240.00	204.04	--	--

资料来源：公开数据

截至 2019 年底，公司全部债务较 2018 年底增长 28.74%，主要系公司拿地规模较大及新开工项目持续增加致使公司融资需求增加所致。其中，长期债务占比 83.42%，短期债务占比 16.58%，债务期限结构合理。2019 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.91%和 35.02%，较年初分布增长 0.20 个百分点和 1.79 个百分点；长期债务资本化比率为 31.01%，较年初分布减少 0.52 个百分点，债务负担有所加重，但仍属较低水平且债务结构较为合理。

表 14 截至 2019 年底公司有息债务到期分布情况（单位：亿元、%）

年份	短期借款	一年内到期非流动负债	长期借款	应付债券	合计	占比
2020 年	24.19	89.55	--	10.00	123.74	18.04
2021 年	--	--	81.67	159.04	240.71	35.10
2022 年	--	--	231.78	20.00	251.78	36.71
2023 年	--	--	6.06	--	6.06	0.88
2024 年及以后	--	--	48.58	15.00	63.58	9.27
合计	24.19	89.55	368.09	204.04	685.87	100.00

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 3,788.00 亿元，较年初增长 10.57%，主要系长期借款等增加所致；其中，流动负债占 80.23%，非流动负债占 19.77%，公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司流动负债 3,039.04 亿元，较年初增长 8.63%；非流动负债 748.96 亿元，较年初增长 19.24%，主要系长期借款增加所致。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 833.53 亿元，较年初增长 21.53%。其中，短期债务 141.20 亿元（占 16.94%），较年初增长 24.15%，主要系一年内到期的非流动负债增长所致。长期债务 692.33 亿元（占 83.06%），较年初增长 21.01%，主要系长期借款增长所致。截至 2020 年 3 月末，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 74.78%、39.49%和 35.15%，较年初分别提高 1.87 个百分点、4.47 个百分点和 4.13 个百分点，债务负担持续加重，但仍属较低水平且债务结构较为合理。

（2）所有者权益

公司所有者权益中未分配利润占比仍较高，权益稳定性有待提高。

截至 2019 年底，公司所有者权益为 1,272.67 亿元，较 2018 年底增长 18.90%。其中，归属于母公司所有者权益为 1,205.69 亿元，占比为 94.74%；公司归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 16.59%，其他综合收益占 2.30%，盈余公积占 3.47%，未分配利润占 77.64%。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 1,277.42 亿元，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 94.90%，少数股东权益占比为 5.10%。归属于母公司所有者权益 1,212.32 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 16.50%、0.005%、2.31%和 77.74%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2019 年，受结转面积大幅增加影响，公司营业收入和净利润较上年大幅增长；费用控制能力仍很强，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处于领先水平。

2019 年，公司实现营业收入 1,005.89 亿元，同比增长 144.81%，主要系当期结转项目大幅增加所致；同期，公司实现净利润 203.57 亿元，同比增长 80.75%，增幅小于收入增幅，主要系毛利率下降所致。

期间费用方面，2019 年，公司期间费用为 19.34 亿元，同比减少 24.23%；其中，销售费用为 16.07 亿元、管理费用为 10.55 亿元、财务费用为-7.28 亿元。2019 年，公司销售费用同比增长 45.16%，主要系公司当年销售规模大幅增加所致；管理费用增长 2.46%；财务费用为负数，主要系当期产生的利息收入较大所致。2019 年，公司期间费用总额占当年签约销售额的比重为 1.33%，费用控制能力强。

从利润构成来看，2019 年，公司公允价值变动收益（均为按公允价值计量的投资性房地产公允价值变动）为 17.06 亿元，占当年营业利润的比重为 6.33%，较上年略有所减少；公司投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益，为 5.52 亿元，占营业利润的比重为 2.05%，对营业利润影响不大。

从各项盈利指标看，2019 年公司营业利润率为 26.33%，较上年减少了 11.54 个百分点，主要系公司结转项目毛利率下降所致；公司总资本收益率、总资本报酬率和净资产收益率分别为 11.69%、6.38%和 17.38%，分别较上年增长了 3.05 个百分点、1.60 个百分点和 6.20 个百分点，主要系公司当期收入大幅增加致使利润大幅增长所致。

2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 53.60 亿元，同比上升 25.66%；同期，公司实现净利润 6.62 亿元，同比上升 23.83%，其中归属于母公司所有者的净利润 6.41 亿元。

5. 现金流

2019 年，受签约销售额增长及拿地支出减少影响，公司经营活动现金流净额由净流出转为净流入；投资活动净现金流规模相对较小；筹资活动现金流持续净流入，仍存在一定的外部融资需求。

从经营活动情况来看，2019 年公司经营活动现金流入为 5,192.91 亿元，同比增长 10.33%，主要系公司销售回款增加所致；经营活动现金流出为 5,059.19 亿元，同比增长 5.83%，主要系支付的建

安成本增长所致。受上述因素的影响，2019 年公司经营活动产生的现金流量净额为 133.72 亿元，由净流出转为净流入，且净流入规模较大，主要系当期签约销售额保持增长而拿地力度下降共同影响所致。

从投资活动情况来看，2019 年，公司投资活动现金流入为 13.72 亿元，同比减少 77.25%，主要系当年收回委贷款项减少所致；投资活动现金流出为 4.89 亿元，同比下降 52.32%，主要系当期对外投资规模所致。受上述因素的影响，2019 年公司投资活动产生的现金流量净额为 8.83 亿元，较上年大幅减少。

从筹资活动情况看，2019 年，公司筹资活动现金流入为 261.31 亿元，同比增长 2.93%，主要系银行借款增加所致；公司筹资活动现金流出为 183.73 亿元，同比增长 39.56%，主要系偿付债务规模增加所致。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 77.58 亿元，同比减少 36.53%。

2020 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-208.35 亿元，上年同期为-72.72 亿元，净流出规模同比增长主要系拿地及工程支出增加和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-0.03 亿元，上年同期为 7.71 亿元，当期对外投资及收回投资规模均较小；筹资活动产生的现金流量净额为 134.95 亿元，上年同期为 98.82 亿元，受业务规模扩大影响公司对外部融资有一定需求。

6. 偿债能力

公司长、短期偿债能力指标表现仍较好，现金短期债务比虽有所下降，但对短期债务保证程度仍较好；公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率为 1.55 倍，较年初变化不大；速动比率由年初的 0.51 倍增长为 0.56 倍；现金短期债务比由 13.04 倍大幅下降至 5.77 倍，主要系公司短期债务大幅增加所致。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，2019 年，公司 EBITDA 为 275.22 亿元，同比增长 69.16%；其中，折旧占 0.05%、摊销占 0.03%、计入财务费用的利息支出占 1.67%、利润总额占比 98.25%，公司 EBITDA 以利润总额为主。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 8.49 倍，同比有所上升，主要系 EBITDA 增加所致；EBITDA 全部债务比为 0.40 倍，略有上涨，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 2019 年底，公司共取得银行授信额度 1,005.00 亿元，已使用额度 454.42 亿元，未使用的额度为 550.58 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年底，公司对合并范围外企业担保共计 30.20 亿元，占净资产比例为 2.37%，全部为对关联企业提供的担保；公司为商品房承购人向银行抵押借款提供担保余额为人民币 274.57 亿元，截至目前承购人未发生违约。

表 15 截至 2019 年底公司对关联企业提供担保情况（单位：万元）

被担保单位	担保金额	担保起始日	担保到期日	是否互保	是否关联方
广州碧臻房地产开发有限公司	20,417.54	2018/12/11	2020/12/29	否	是
	14,279.29	2018/12/26	2020/12/02	否	是
广州利合房地产开发有限公司	57,546.00	2018/07/13	2021/05/21	否	是
广州绿蝶房地产开发有限公司	29,321.60	2018/11/13	2021/11/29	否	是
	6,664.00	2019/4/11	2022/4/10	否	是
	9,996.00	2019/9/30	2022/9/29	否	是

深圳市海清置业发展有限公司	5,000.00	2018/05/07	2023/05/23	否	是
	2,495.00	2018/12/24	2023/05/23	否	是
	7,665.84	--	2023/5/16	否	是
杭州中建国博置业投资有限公司	16,000.00	2013/04/10	2020/04/09	否	是
中海海隆商业管理（苏州）有限公司	117,500.00	2019/10/21	2026/10/16	否	是
长沙禧荣置业有限公司	15,071.31	2019/1/16	2020/12/18	否	是
合计	301,956.58	--	--	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司无将会实质性影响自身经营及财务状况等的重大未决诉讼、仲裁或行政处罚。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G10440304000231401），截至 2020 年 5 月 29 日，公司已结清业务中，因银行操作失误，存在金额合计 96.41 万元的 2 笔欠息已经协调删除，征信报告中不再体现；公司未结清及已结清业务中无不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7. 母公司财务分析

母公司资产逐年增长，其他应收款规模较大；负债持续增长，整体债务负担较适中；收入规模较小，盈利主要来自于对子公司投资取得收益；经营性和投资性净现金流变动较大，筹资性净现金流持续为净流入。

资产方面，截至 2019 年底，母公司资产总额为 2,039.90 亿元，较上年底增长 24.22%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产占 90.37%，非流动资产占 9.63%，以流动资产为主。其中货币资金、其他应收款和其他非流动资产占比较大，2019 年底分别为 264.95 亿元、1,447.09 亿元和 108.24 亿元，公司其他应收款主要为关联方往来款，其他非流动资产主要系委托贷款。

负债方面，截至 2019 年底，母公司负债规模 1,432.23 亿元，较 2018 年底增长 31.47%。母公司负债中流动负债占 75.29%，非流动负债占 24.71%，以流动负债为主。流动负债以其他应付款 1,004.20 亿元和一年内到期的非流动负债 73.64 亿元为主；非流动负债以长期借款 148.55 亿元和应付债券 204.04 亿元为主。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 70.21%。整体看，母公司负债规模持续增长，整体债务负担较适中。

所有者权益方面，截至 2019 年底，母公司所有者权益合计 607.67 亿元，较 2018 年底增长 9.93%；母公司所有者权益主要由实收资本（占 32.91%）、资本公积（占 0.12%）、盈余公积（占 6.89%）和未分配利润（占 60.08%）构成。

损益方面，2019 年，母公司营业收入小幅增长 8.13% 至 1.61 亿元；投资净收益为 51.57 亿元，同比增长 104.09%，主要为对子公司投资取得的收益；净利润为 54.21 亿元，同比增长 104.32%。同期，母公司期间费用为 -1.98 亿元，为负数，主要系委托贷款利息自 2018 年后计入财务费用利息收入致使财务费用为负所致。整体看，近年来母公司利润主要来自于对子公司投资取得的收益。

现金流方面，2019 年，母公司经营活动现金流净额为 -129.63 亿元，由净流入转为净流出；投资活动现金流净额为 100.73 亿元，由净流出转为净流入，主要系当期收到的其他与投资活动有关的现金大幅增加增长；筹资活动现金流净额为 101.11 亿元，同比增长 57.77%，持续为净流入，主要系当期取得借款规模较大所致。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2019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656.17亿元，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3.77倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达1,272.67亿元，约为债券本金合计（174.04亿元）的7.31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，2019年，公司EBITDA为275.22亿元，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1.58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较好。

从现金流情况来看，公司2019年经营活动产生的现金流入5,192.91亿元，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）29.84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、成本控制能力等方面具有优势；2019年，公司经营稳定，新增土地储备有所下降但整体体量较大，且区域分布较为均衡、成本合理；公司债务负担保持较轻，整体盈利能力仍然极强。同时联合评级也关注到房地产行业政策对公司销售有一定影响、在建项目资金需求量较大以及权益稳定性有待提高等因素对公司信用状况产生的不利影响。

2019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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	2,873.88	3,922.64	4,698.44	5,065.43
所有者权益（亿元）	944.03	1,070.35	1,272.67	1,277.42
短期债务（亿元）	63.43	39.75	113.74	141.20
长期债务（亿元）	328.97	492.99	572.13	692.33
全部债务（亿元）	392.40	532.74	685.87	833.53
营业收入（亿元）	504.92	410.88	1,005.89	53.60
净利润（亿元）	111.66	112.62	203.57	6.62
EBITDA（亿元）	155.29	162.69	275.22	--
经营性净现金流（亿元）	-448.16	-73.65	133.72	-208.35
流动资产周转次数（次）	0.22	0.13	0.25	--
存货周转次数（次）	0.25	0.11	0.26	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.12	0.23	--
总资本收益率（%）	9.93	8.64	11.69	--
总资产报酬率（%）	6.01	4.78	6.38	--
净资产收益率（%）	12.31	11.18	17.38	--
营业利润率（%）	29.31	37.87	26.33	2.08
费用收入比（%）	3.00	6.21	1.92	23.22
资产负债率（%）	67.15	72.71	72.91	11.64
全部债务资本化比率（%）	29.36	33.23	35.02	74.78
长期债务资本化比率（%）	25.84	31.53	31.01	39.49
EBITDA 利息倍数（倍）	12.11	6.93	8.49	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.40	0.31	0.40	--
流动比率（倍）	1.65	1.55	1.55	0.01
速动比率（倍）	0.59	0.51	0.56	1.55
现金短期债务比（倍）	6.06	13.04	5.77	0.52
经营现金流流动负债比率（%）	-28.74	-3.19	4.78	4.18
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.89	0.93	1.58	--

注：1. 本报告财务数据及指标计算均采用合并口径，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 本报告 2017 年、2018 年和 2019 年财务数据分别为 2018 年审计报告期初数、2019 年审计报告上年期末数及 2019 年审计报告期末数；3. 公司 2020 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	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
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。