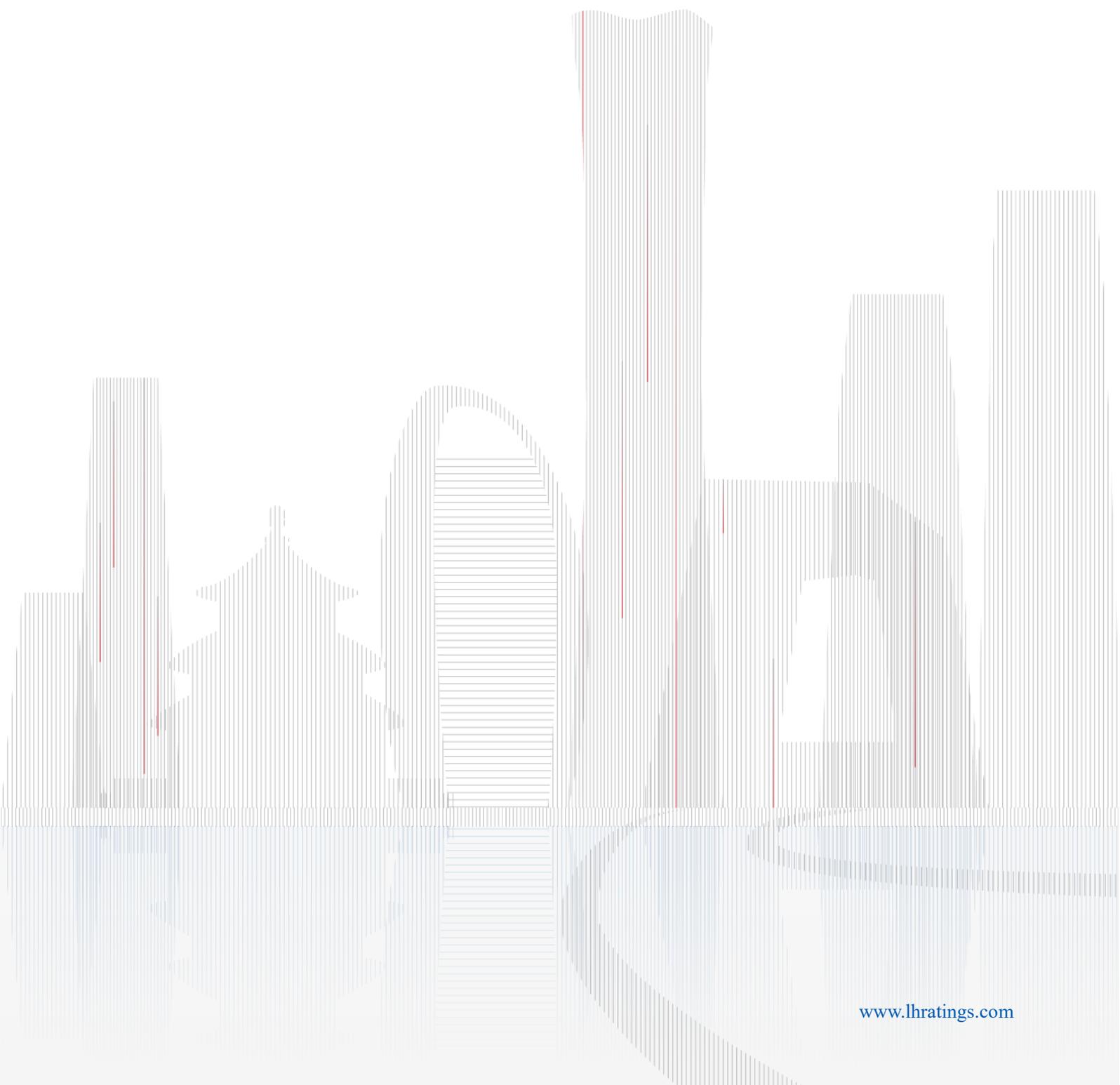


# 中海企业发展集团有限公司

## 2025 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司  
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务



# 信用评级公告

联合〔2025〕5520号

联合资信评估股份有限公司通过对中海企业发展集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持中海企业发展集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 中海 01”“21 中海 02”“21 中海 06”“21 中海 08”“21 中海 10”“22 中海企业 MTN001B”“22 中海企业 MTN002（绿色）”“22 中海 02”“22 中海 04”“22 中海企业 MTN003B”“22 中海企业 MTN004”“22 中海 05”“22 中海 06”“22 中海企业 MTN005”“22 中海企业 MTN006（绿色）”“22 中海企业 MTN007（绿色）”“22 中海 07”“22 中海 08”“23 中海 01”“23 中海 02”“23 中海 04”“24 中海企业 MTN001A”“24 中海企业 MTN001B”“24 中海 02”“24 中海 03”“24 中海 04”“25 中海企业 MTN001A”“25 中海企业 MTN001B”“25 中海 01”和“25 中海 02”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二五年六月二十六日

# 声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受中海企业发展集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

四、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



# 中海企业发展集团有限公司

## 2025 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
中海企业发展集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	
16 中海 01/21 中海 02/21 中海 06/21 中海 08 21 中海 10/22 中海 02/22 中海 04/22 中海 05 22 中海 06/22 中海 07/22 中海 08/23 中海 01 23 中海 02/23 中海 04/24 中海 02/23 中海 03 24 中海 04/25 中海 01/25 中海 02 22 中海企业 MTN001B			2025/06/26
22 中海企业 MTN002（绿色）	AAA/稳定	AAA/稳定	
22 中海企业 MTN003B/22 中海企业 MTN004			
22 中海企业 MTN005			
22 中海企业 MTN006（绿色）			
22 中海企业 MTN007（绿色）			
24 中海企业 MTN001A/24 中海企业 MTN001B			
25 中海企业 MTN001A/25 中海企业 MTN001B			

### 评级观点

中海企业发展集团有限公司（以下简称“公司”）是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）在境内的重要业务平台，中国海外发展是中国建筑集团有限公司（以下简称“中国建筑集团”）旗下房地产板块的主要运营集团。跟踪期内，公司在房地产市场下行的环境下，凭借领先的开发运营能力、品牌优势、产品竞争力和成本控制能力，展现出很强的抗风险能力，行业龙头地位进一步突出。经营方面，2024 年公司拿地支出同比下降但仍保持较大的投资力度，新增项目城市能级很高，期末土地储备大部分位于一二线城市且规模充裕；财务方面，公司货币资金充裕，盈利能力很强，债务负担较轻，财务及融资政策稳健；偿债指标方面，公司短期及长期偿债指标表现很强。综合评估，公司信用风险极低。

**个体调整：**无。

**外部支持调整：**无。

### 评级展望

公司土地储备优质，具备很强的规模优势和品牌认可度，融资渠道畅通，财务政策稳健，未来公司有望继续保持领先的行业竞争力。

**可能引致评级上调的敏感性因素：**不适用。

**可能引致评级下调的敏感性因素：**房地产行业景气度持续恶化，公司签约销售回款或土地储备规模显著下降。

### 优势

- **公司股东实力很强，可为公司提供大力支持。**公司是中国海外发展境内业务的主要平台，中国海外发展经营及财务实力很强，且为大型中央企业中国建筑集团的子公司，公司股东实力很强。2024 年中国海外发展位列克而瑞权益销售金额榜第一名。公司在中国海外发展体系中有重要地位，可获得股东大力支持。
- **公司具备突出的开发运营能力、产品竞争力和品牌优势，拥有优质的土地储备，抵御房地产行业下行的抗风险能力很强。**公司具有丰富的房地产开发经验和应对行业下行的经验，旗下的“中海地产”品牌已发展成为跨地域的全国性地产品牌。公司土地储备规模充裕，主要位于高能级的一二线城市，均衡的全国化布局有利于公司在不同阶段获取城市轮动带来的市场机会。2024 年公司签约销售规模同比降幅较小，在房地产行业深度调整的背景下，公司展现出很强的抗风险能力。
- **公司资本实力强，债务负担较轻，财务及融资政策稳健，成本费用管控能力突出，持续盈利能力很强。**跟踪期内，公司货币资金充裕，资本实力强；债务负担较轻，集中兑付压力不大；资产受限程度较低，财务及融资政策稳健，长短期偿债指标表现很强。

在房地产行业利润率趋势性下行的背景下，公司突出的成本费用管控能力可有效保障公司项目的盈利空间，未来持续获利能力很强。

## 关注

- **房地产市场运行存在一定不确定性。**2021年下半年以来房地产行业进入深度调整阶段，行业销售规模和利润率整体下滑，市场信心有待恢复，未来房地产市场运行仍存在一定不确定性。
- **公司存在一定的项目建设及补库存资金需求。**公司在建和拟建项目规模较大，未来对建设开发资金仍有一定需求；同时，基于规模发展需要，公司持续存在补库存需求。

## 本次评级使用的评级方法、模型、打分表及结果

评级方法 房地产企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 房地产企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构	1	
		偿债能力	1	
指示评级				aaa
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aaa
外部支持调整因素：--				--
评级结果				AAA

个体信用状况变动说明：公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明：外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

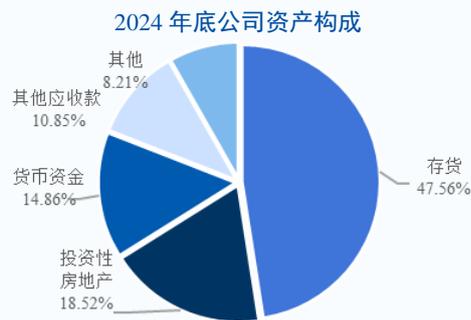
评级模型使用说明：评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

## 主要财务数据

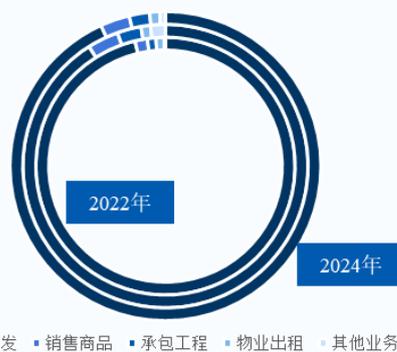
合并口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
现金类资产（亿元）	774.79	809.41	911.05	821.11
资产总额（亿元）	6195.26	6283.76	6128.66	6123.23
所有者权益（亿元）	2133.07	2350.19	2501.77	2570.06
短期债务（亿元）	209.72	250.74	227.62	176.28
长期债务（亿元）	1035.06	781.59	850.83	922.40
全部债务（亿元）	1244.78	1032.33	1078.46	1098.68
营业总收入（亿元）	1394.79	1415.04	1340.79	296.26
利润总额（亿元）	267.46	259.04	207.79	38.05
EBITDA（亿元）	289.09	276.99	219.80	--
经营性净现金流（亿元）	-206.53	447.15	54.70	-138.43
营业利润率（%）	21.07	18.33	18.25	17.29
净资产收益率（%）	9.58	8.41	6.29	--
资产负债率（%）	65.57	62.60	59.18	58.03
调整后资产负债率（%）	60.43	57.10	53.04	51.74
全部债务资本化比率（%）	36.85	30.52	30.12	29.95
流动比率（%）	171.76	161.64	179.61	188.92
经营现金流动负债比（%）	-7.11	14.83	2.07	--
现金短期债务比（倍）	3.69	3.23	4.00	4.66
EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	6.13	5.82	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.31	3.73	4.91	--

公司本部口径				
项目	2022年	2023年	2024年	2025年3月
资产总额（亿元）	2955.78	2514.44	2471.10	2867.54
所有者权益（亿元）	752.22	788.90	813.13	811.89
全部债务（亿元）	888.94	789.06	752.66	770.01
营业总收入（亿元）	0.65	1.12	0.80	0.08
利润总额（亿元）	51.70	37.81	23.96	-1.79
资产负债率（%）	74.55	68.63	67.09	71.69
全部债务资本化比率（%）	54.17	50.01	48.07	48.68
流动比率（%）	156.42	189.08	164.88	136.87
经营现金流动负债比（%）	-23.54	-20.59	29.42	--

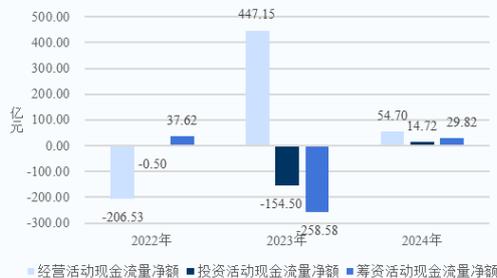
注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2022—2024年末合并口径其他应付款、长期应付款等科目中的债务部分已分别调增短期债务和长期债务，非债务性质的款项已在计算全部债务时剔除；3. 公司本部口径债务计算未经调整；4. 2022—2024年财务数据使用期末审定数，2025年一季度财务数据未经审计，相关指标未予年化  
资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务报表整理



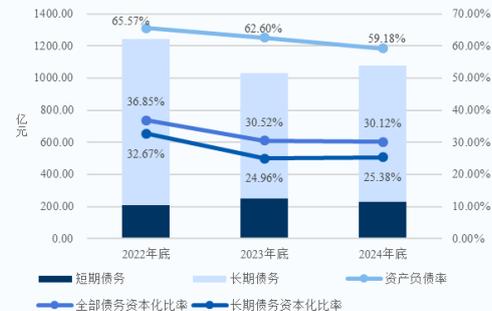
2022—2024年公司营业总收入构成



2022—2024年公司现金流情况



2022—2024年末公司债务情况



## 跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	特殊条款
16 中海 01	60 亿元	19 亿元	2026/08/23	附第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率权及投资者回售选择权
21 中海 02	10 亿元	10 亿元	2026/06/15	无
21 中海 06	15 亿元	15 亿元	2028/08/09	附第 5 年末公司赎回选择权、调整票面利率权及投资者回售选择权
21 中海 08	12 亿元	12 亿元	2026/11/25	无
21 中海 10	8 亿元	8 亿元	2026/12/20	无
22 中海企业 MTN001B	12 亿元	12 亿元	2027/01/14	无
22 中海企业 MTN002 (绿色)	10 亿元	10 亿元	2027/02/23	无
22 中海 02	10 亿元	10 亿元	2027/04/07	无
22 中海 04	15 亿元	15 亿元	2027/05/10	无
22 中海企业 MTN003B	10 亿元	10 亿元	2027/05/27	无
22 中海企业 MTN004	20 亿元	20 亿元	2027/07/25	无
22 中海 05	10 亿元	10 亿元	2025/09/20	无
22 中海 06	5 亿元	5 亿元	2027/09/20	无
22 中海企业 MTN005	10 亿元	10 亿元	2027/10/27	无
22 中海企业 MTN006 (绿色)	20 亿元	20 亿元	2027/12/14	无
22 中海企业 MTN007 (绿色)	10 亿元	10 亿元	2027/12/14	无
22 中海 07	15 亿元	15 亿元	2025/12/20	无
22 中海 08	15 亿元	15 亿元	2027/12/20	无
23 中海 01	20 亿元	20 亿元	2026/11/07	无
23 中海 02	10 亿元	10 亿元	2028/11/07	无
23 中海 04	30 亿元	30 亿元	2028/12/12	无
24 中海企业 MTN001A	15 亿元	15 亿元	2027/01/24	无
24 中海企业 MTN001B	15 亿元	15 亿元	2029/01/24	无
24 中海 02	30 亿元	30 亿元	2029/04/24	无
24 中海 03	16 亿元	16 亿元	2029/11/28	无
24 中海 04	14 亿元	14 亿元	2034/11/28	无
25 中海企业 MNT001A	5 亿元	5 亿元	2030/04/14	无
25 中海企业 MTN001B	15 亿元	15 亿元	2035/04/14	无
25 中海 01	10 亿元	10 亿元	2030/04/29	无
25 中海 02	5 亿元	5 亿元	2035/04/29	无

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券  
 资料来源：联合资信整理

## 评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
25 中海 01、25 中海 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/18	罗星驰、杨哲	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
25 中海企业 MTN001A 25 中海企业 MTN001B	AAA/稳定	AAA/稳定	2025/04/02	罗星驰、杨哲	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
24 中海 03、24 中海 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/11/15	罗星驰、杨哲	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
16 中海 01、21 中海 02 21 中海 06、21 中海 08 21 中海 10、22 中海 02 22 中海 04、22 中海 05 22 中海 06、22 中海 07 22 中海 08、23 中海 01 23 中海 02、23 中海 04 24 中海 02 22 中海企业 MTN001B 22 中海企业 MTN002(绿色) 22 中海企业 MTN003B 22 中海企业 MTN005 22 中海企业 MTN006(绿色) 22 中海企业 MTN007(绿色) 24 中海企业 MTN001A 24 中海企业 MTN001B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/27	罗星驰、杨哲	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
24 中海 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/04/19	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
24 中海企业 MTN001A 24 中海企业 MTN001B	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/01/10	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
23 中海 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/12/01	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
23 中海 01、23 中海 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/10/27	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
22 中海 07、22 中海 08	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/12/07	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
22 中海企业 MTN007(绿色)	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/12/01	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
22 中海企业 MTN006(绿色)	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/12/01	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V4.0.202208）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读报告
22 中海企业 MTN005	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/07/28	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.1.202205）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读报告
22 中海 05、22 中海 06	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/06/06	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.1.202205）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202205）	阅读报告
22 中海企业 MTN003B	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/05/17	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读报告
22 中海 04	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/04/26	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读报告
22 中海 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/02/24	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读报告
22 中海企业 MTN002(绿色)	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/02/10	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读报告
22 中海企业 MTN001B	AAA/稳定	AAA/稳定	2022/01/05	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读报告
21 中海 10	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/12/13	罗星驰、宋莹莹	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）	阅读报告

21 中海 08	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/11/19	罗星驰、宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
21 中海 06	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/07/30	闫欣、宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
21 中海 02	AAA/稳定	AAA/稳定	2021/06/07	闫欣、宋莹莹	<a href="#">房地产企业信用评级方法（V3.0.201907）/房地产企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）</a>	<a href="#">阅读报告</a>
16 中海 01	AAA/稳定	AAA/稳定	2016/07/01	周馥、蔡昭、赵哲	<a href="#">原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015年）</a>	<a href="#">阅读报告</a>

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号  
资料来源：联合资信整理

## 评级项目组

项目负责人：罗星驰 [luoxc@lhratings.com](mailto:luoxc@lhratings.com)

项目组成员：杨 哲 [yangzhe@lhratings.com](mailto:yangzhe@lhratings.com)

公司邮箱：[lianhe@lhratings.com](mailto:lianhe@lhratings.com) 网址：[www.lhratings.com](http://www.lhratings.com)

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）



## 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于中海企业发展集团有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

## 二、企业基本情况

公司是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）在境内重要的业务平台。历经数次增资及股权转让，截至 2025 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 200.00 亿元，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，公司实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）。

公司主营房地产开发业务，按照联合资信行业划分标准属于房地产开发经营行业。

截至 2024 年底，公司合并资产总额 6128.66 亿元，所有者权益 2501.77 亿元（含少数股东权益 165.41 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 1340.79 亿元，利润总额 207.79 亿元。

截至 2025 年 3 月底，公司合并资产总额 6123.23 亿元，所有者权益 2570.06 亿元（含少数股东权益 209.85 亿元）；2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 296.26 亿元，利润总额 38.05 亿元。

公司注册地址：深圳市南山区粤海街道海珠社区文心五路 11 号汇通大厦 10 层；法定代表人：张智超。

## 三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按照募集说明书规定用途使用，除部分债券尚未到第一个付息日以外，其余债券均在付息日正常付息。

图表 1 • 截至本报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
16 中海 01	60.00	19.00	2016/08/23	10（5+5）年
21 中海 02	10.00	10.00	2021/06/15	5 年
21 中海 06	15.00	15.00	2021/08/09	7（5+2）年
21 中海 08	12.00	12.00	2021/11/25	5 年
21 中海 10	8.00	8.00	2021/12/20	5 年
22 中海企业 MTN001B	12.00	12.00	2022/01/14	5 年
22 中海企业 MTN002（绿色）	10.00	10.00	2022/02/23	5 年
22 中海 02	10.00	10.00	2022/04/07	5 年
22 中海 04	15.00	15.00	2022/05/10	5 年
22 中海企业 MTN003B	10.00	10.00	2022/05/27	5 年
22 中海企业 MTN004	20.00	20.00	2022/07/25	5 年
22 中海 05	10.00	10.00	2022/09/20	3 年
22 中海 06	5.00	5.00	2022/09/20	5 年
22 中海企业 MTN005	10.00	10.00	2022/10/27	5 年
22 中海企业 MTN006（绿色）	20.00	20.00	2022/12/14	5 年
22 中海企业 MTN007（绿色）	10.00	10.00	2022/12/14	5 年
22 中海 07	15.00	15.00	2022/12/20	3 年
22 中海 08	15.00	15.00	2022/12/20	5 年
23 中海 01	20.00	20.00	2023/11/07	3 年
23 中海 02	10.00	10.00	2023/11/07	5 年
23 中海 04	30.00	30.00	2023/12/12	5 年

24 中海企业 MTN001A	15.00	15.00	2024/01/24	3 年
24 中海企业 MTN001B	15.00	15.00	2024/01/24	5 年
24 中海 02	30.00	30.00	2024/04/24	5 年
24 中海 03	16.00	16.00	2024/11/28	5 年
24 中海 04	14.00	14.00	2024/11/28	10 年
25 中海企业 MTN001A	5.00	5.00	2025/04/14	5 年
25 中海企业 MTN001B	15.00	15.00	2025/04/14	10 年
25 中海 01	10.00	10.00	2025/04/29	5 年
25 中海 02	5.00	5.00	2025/04/29	10 年

资料来源：联合资信根据公开资料整理

## 四、宏观经济和政策环境分析

2025 年一季度国民经济起步平稳、开局良好，延续回升向好态势。各地区各部门着力打好宏观政策“组合拳”，生产供给较快增长，国内需求不断扩大，股市楼市价格总体稳定。宏观政策认真落实全国两会和中央经济工作会议精神，使用超长期特别国债资金支持“两重两新”政策，加快专项债发行和使用；创新金融工具，维护金融市场稳定；做好全方位扩大国内需求、建设现代化产业体系等九项重点工作。

2025 年一季度国内生产总值 318758 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.4%，比上年四季度环比增长 1.2%。宏观政策持续发力，一季度经济增长为实现全年经济增长目标奠定坚实基础。信用环境方面，人民银行实施适度宽松的货币政策。综合运用存款准备金、公开市场操作、中期借贷便利、再贷款再贴现等工具，保持流动性充裕。健全市场化的利率调控框架，下调政策利率及结构性货币政策工具利率，带动存贷款利率下行。推动优化科技创新和技术改造再贷款，用好两项资本市场支持工具。坚持市场在汇率形成中起决定性作用，保持汇率预期平稳。接下来，人民银行或将灵活把握政策实施力度和节奏，保持流动性充裕。

下阶段，保持经济增长速度，维护股市楼市价格稳定，持续推进地方政府债务化解对于完成全年经济增长目标具有重大意义。进入 4 月之后，全球关税不确定性肆意破坏贸易链。预计财政和货币政策将会适时适度加码，稳住经济增长态势。中国将扩大高水平对外开放，同各国开辟全球贸易新格局。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2025 年一季度报）》](#)。

## 五、行业分析

2024 年，国内房地产市场整体仍处低位运行，行业数据表现低迷，宽松政策持续释放下，销售阶段性回暖，商品住宅广义库存去化周期出现下降拐点，但仍处高位，短期内去库存依旧是行业重点。“稳住楼市”目标下，促进房地产市场止跌回稳或是未来政策优化主方向，利好政策有望继续释放，但居民收入预期和信心尚未恢复，预计 2025 年行业销售面积降幅收窄，继续筑底；在销售弱复苏以及房企资金有限情况下，预计 2025 年土地市场将继续缩量，但核心城市核心区域土地资源仍将维持高热度。完整版房地产行业分析详见[《2025 年房地产行业分析》](#)。

## 六、跟踪期主要变化

### （一）基础素质

**跟踪期内，公司行业地位突出，保持行业领先的规模优势和品牌认可度，成本控制能力很强，融资成本低，具备很强的竞争实力和抗风险能力。**

作为中国海外发展房地产板块在中国境内的重要控股平台，公司地产开发业务经营历史长，具有丰富的房地产开发经验。公司采取全国性布局策略，已形成长三角、珠三角、环渤海、东北、中西部为重点区域的全国性均衡布局，业务以房地产开发为主，物业出租和承包工程为辅，覆盖内地 30 余个经济活跃城市，旗下“中海地产”品牌已发展成为跨地域的全国性地产品牌。

公司具有房地产开发一级资质，采用“小总部、大区域、属地化管理、专业化运营”为核心的管控运营模式。公司坚持中高端市场精品定位，品牌认可度持续提高，销售规模处于行业前列。2024 年中国海外发展位列克而瑞权益销售金额榜第 1 名，公司作为中国

海外发展的境内主要运营主体，保持行业领先的规模优势和品牌认可度。截至 2025 年 3 月底，公司全口径剩余可售面积约 1463.69 万平方米，主要分布在一二线城市。2024 年公司房地产开发板块毛利率为 19.62%、净利率为 11.74%，持续盈利能力很强。

公司项目开发以利润回报为首要经营目标，在前期、开发、销售等环节均执行较为严格的成本控制，通过在各城市深耕发展，降低运营成本。开发阶段，地区公司按照战略委员会确定的开发成本推进项目建设，运营管理部实时跟踪、监管、修正，确保项目最终盈利指标的实现；销售阶段，公司以自有营销团队销售为主，对不同项目的销售费用进行精细化管理。采购方面，公司采购方式包括集中采购和分散采购两种，以集中采购为主。公司积累了丰富的供应商体系，通过将合约拆解成多个细标，并多次比较以获取最具优势的价格，带动整体成本处于较低水平。公司股东中国海外发展是中国建筑业龙头企业中国建筑集团有限公司在香港的控股公司，得益于建筑行业背景，公司具备突出的建安成本管控能力。

2024 年，公司发行公司债券及中期票据规模合计 90 亿元，票面利率处于 2.35%~3.05%；2025 年 1—5 月，公司发行公司债券及中期票据规模合计 35 亿元，票面利率处于 1.80%~2.38%。截至 2024 年底，公司合并口径获得的金融机构总授信额度约为 2518 亿元，其中已使用额度为 1241 亿元，尚有 1277 亿元未使用。公司融资能力强，直接及间接融资渠道畅通，融资成本低。

## （二）信用记录

**公司过往履约记录良好。**

根据公司提供的企业信用报告，截至 2025 年 5 月 22 日，公司本部无未结清的不良和关注类信贷信息记录，已结清信贷信息记录中无不良和关注类信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2025 年 6 月 26 日，联合资信未发现公司本部在中国证监会证券期货市场失信信息公开查询平台、国家工商总局企业信用信息公示系统、国家税务总局的重大税收违法案件信息公布栏、最高人民法院失信被执行人信息查询平台和信用中国查询平台中存在不良信用记录。

## （三）管理水平

2024 年，公司董事、监事及高级管理人员未发生变更，公司在管理方面未发生重大变化。

## （四）经营方面

### 1 业务经营分析

#### （1）经营概况

**2024 年公司营业总收入和毛利率同比变化不大，2025 年一季度公司收入规模同比小幅下降。受益于公司优质的土地储备和领先的成本控制能力，未来公司毛利率有望继续保持行业较高水平。**

公司项目业态以住宅为主，产品体系涵盖从高端改善型到中低端刚需型各个档次。公司以独立开发为主，部分新增一线城市项目为合作开发，但整体来看合作开发项目占比仍较低。

2024 年，公司营业总收入同比下降 5.25%，房地产开发收入占比保持在 90%以上。从各板块来看，公司房地产开发毛利率变化不大，仍处于行业较高水平；物业出租板块随着新增项目投入运营，物业出租收入增长较快，毛利率同比小幅下降；承包工程业务规模相对较小，受项目施工和结转进度影响收入规模和毛利率下降；公司销售商品收入主要来自 B2B 建材交易综合服务平台业务，受房地产及建材行业整体景气度影响较大，收入规模和毛利率有所下降。

2025 年 1—3 月，公司实现营业总收入 296.26 亿元，同比下降 5.42%。近年来在房地产下行背景下，公司保持较大的投拓力度及销售规模，受益于公司优质的土地储备和领先的成本控制能力，预计短期内收入规模仍将相对稳定、毛利率有望继续保持行业较高水平。

图 2 • 2022—2024 年公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	1269.05	90.99%	22.83%	1318.62	93.19%	19.95%	1248.57	93.12%	19.62%

物业出租	15.03	1.08%	78.31%	15.29	1.08%	87.17%	20.65	1.54%	84.78%
承包工程	37.81	2.71%	33.69%	30.00	2.12%	34.09%	19.36	1.44%	5.25%
销售商品	49.38	3.54%	7.27%	43.26	3.06%	7.94%	42.02	3.13%	6.65%
其他	23.53	1.69%	-27.79%	7.88	0.56%	7.09%	10.18	0.76%	30.76%
<b>合计</b>	<b>1394.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>23.18%</b>	<b>1415.04</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.54%</b>	<b>1340.79</b>	<b>100.00%</b>	<b>20.09%</b>

注：1. 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；2. 2022 年公司其他收入主要来自投资性房地产处置收入  
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

## (2) 土地储备

2022—2024 年，公司土地投资力度虽有所波动但整体较大，新增土地储备主要位于一二线城市。截至 2025 年 3 月底，公司土地储备充裕且基本位于一二线城市，土地储备质量良好。考虑到规模发展需要，公司仍将持续存在补库存需求。

跟踪期内，在拿地区域上，公司继续聚焦于主流城市，以直辖市、省会城市、计划单列市、经济发达地区以及人口较多的一二线城市为主，并继续加大一线城市投资占比，以维持在一线城市的市场份额。公司在选定城市的基础上，优选城市核心区域，同时对于公司历史销售业绩较为突出的城市，公司在拿地资源上有所倾斜，以维持在当地市场的领先地位。

2024 年公司土地投资金额同比下降 41.91%，主要系公司在市场调整下行环境下保持投资定力、聚焦高能级城市优质地块投资所致，新增土储拿地均价随之增长，当年拿地项目主要位于北京、上海、深圳和杭州等一二线城市。2025 年 1—3 月，公司新增项目主要位于北京、深圳、杭州和厦门等一二线城市。

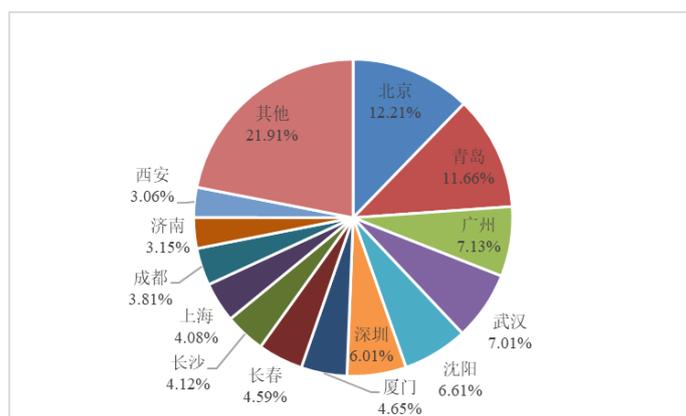
图表 3 • 2022—2024 年及 2025 年 1—3 月公司土地储备获取情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
新增土地储备建筑面积（万平方米）	538.52	761.11	380.04	128.54
土地投资金额（亿元）	979.46	1382.26	802.98	277.41
新增土储楼面均价（万元/平方米）	1.82	1.82	2.11	2.16

注：1. 新增土储楼面均价=土地投资金额/新增土地储备建筑面积；2. 统计口径为全口径  
资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2025 年 3 月底，公司全口径剩余可售面积约 1463.69 万平方米，可满足未来 2 年以上的销售需要。其中一线城市占 29.43%，二线城市占 69.59%，三线城市<sup>1</sup>仅占 0.98%，公司布局的城市能级很高；从城市分布来看，土储面积较大的城市包括北京、青岛、广州、武汉、沈阳、深圳和厦门等。随着近三年公司采取“优中选优”的投拓策略，一线城市拿地占比增加，公司土地储备质量进一步提升。公司土地储备规模充裕，但考虑到公司规模发展的需要，公司仍将持续存在补库存需求。

图表 4 • 截至 2025 年 3 月底公司全口径剩余可售面积分布



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

## (3) 项目开发

受市场景气度等因素影响，2022—2024 年，公司新开工面积逐年减少，竣工面积波动下降。2025 年一季度公司新开工及竣工规模相对较小。公司项目尚需投资金额较大，考虑到公司财务弹性良好、融资渠道畅通，未来资本支出压力可控。

<sup>1</sup> 公司土地储备分布的一线城市包括北京、上海、广州和深圳；二线城市包括成都、大连、东莞、佛山、福州、杭州、济南、南昌、南京、宁波、青岛、厦门、沈阳、石家庄、苏州、太原、天津、武汉、西安、长春、长沙、郑州和重庆；三线城市为嘉兴和肇庆。

2024年，随着房地产市场景气度下行，公司新开工面积有所减少。公司在产品交付力方面表现良好，随着城市能级提升，竣工面积同比下降但在建面积仍保持很大规模。2025年1—3月，房地产市场景气度仍较弱，公司新开工和竣工面积相对较小。截至2025年3月底，公司在建面积较上年底有所下降，在建及拟建项目尚需投资额合计约1652.82亿元，考虑到公司财务弹性良好、融资渠道畅通，未来资本支出压力可控。

图表5 • 2022—2024年及2025年1—3月公司项目开发情况

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
新开工面积（万平方米）	838.27	403.73	367.75	63.40
竣工面积（万平方米）	895.12	1115.54	538.69	36.41
期末在建面积（万平方米）	1823.47	1048.68	834.24	702.16

注：统计口径为全口径  
 资料来源：公司提供

#### （4）项目销售

2022—2024年公司签约销售金额波动增长，随着一线城市可售货源增加，签约销售均价处于较高水平；公司土地储备优质，去化风险整体可控。

2024年，公司签约销售面积及金额分别同比下降33.63%和8.75%，一线城市销售额贡献进一步加大，签约销售均价大幅增长。2025年1—3月，受推售规模和房地产市场景气度影响，公司签约销售规模较小。考虑到公司土地储备规模充裕且布局城市能级高，可对未来一段时期的销售形成支撑，去化风险整体可控。

图表6 • 2022—2024年及2025年1—3月公司项目销售情况

项目	2022年	2023年	2024年	2025年1—3月
签约销售面积（万平方米）	434	568	377	61
签约销售金额（亿元）	1493	1828	1668	179
签约销售均价（万元/平方米）	3.44	3.22	4.42	2.94

注：统计口径为全口径  
 资料来源：公司提供

#### （5）经营效率

2024年公司经营效率指标基本保持稳定。

2024年公司存货周转次数和总资产周转次数同比变化不大，公司经营效率指标与其他央企背景头部房企相比基本一致。

图表7 • 2024年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	公司	保利发展	华润置地控股	招商蛇口
存货周转次数（次）	0.36	0.32	0.39	0.39
总资产周转次数（次）	0.22	0.22	0.22	0.20

注：保利发展控股集团股份有限公司简称“保利发展”，华润置地控股有限公司简称“华润置地控股”，招商局蛇口工业区控股股份有限公司简称“招商蛇口”  
 资料来源：Wind

## 2 未来发展

公司未来发展战略稳健。

作为中国海外发展的境内主要运营主体，公司将执行中国海外发展的未来发展战略规划，保持投资定力，聚焦高能级城市的优质资产，重点布局北上广深四个一线城市，使得货量结构优势更加突出，并密切追踪相关并购机会。公司将坚持财务稳健基础上的高质量发展策略，保持在住宅开发业务方面的产品力以及利润水平，提升在市场下行期的比较优势。

### （五）财务方面

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2024年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司2025年一季度财务报表未经审计。公司合并范围变化主要来自项目公司，对财务数据可比性影响不大。

## 1 主要财务数据变化

### (1) 资产质量

跟踪期内，公司资产总额和构成整体变化不大；公司存货计提跌价准备的规模很小，存货和投资性房地产主要位于一二线城市，资产减值风险和受限程度较低，再融资空间大。

图表 8 • 公司主要资产情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>4986.88</b>	<b>80.50%</b>	<b>4872.68</b>	<b>77.54%</b>	<b>4744.22</b>	<b>77.41%</b>	<b>4729.15</b>	<b>77.23%</b>
货币资金	774.79	12.51%	809.41	12.88%	911.02	14.86%	821.11	13.41%
其他应收款（合计）	856.03	13.82%	713.79	11.36%	665.51	10.86%	642.49	10.49%
存货	3067.76	49.52%	3078.82	49.00%	2914.51	47.56%	3024.46	49.39%
<b>非流动资产</b>	<b>1208.38</b>	<b>19.50%</b>	<b>1411.08</b>	<b>22.46%</b>	<b>1384.43</b>	<b>22.59%</b>	<b>1394.08</b>	<b>22.77%</b>
投资性房地产	968.77	15.64%	1121.39	17.85%	1134.86	18.52%	1135.92	18.55%
<b>资产总额</b>	<b>6195.26</b>	<b>100.00%</b>	<b>6283.76</b>	<b>100.00%</b>	<b>6128.66</b>	<b>100.00%</b>	<b>6123.23</b>	<b>100.00%</b>

注：占比指占资产总额的比例

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底下降 2.47%，主要资产构成如上表所示。其中，货币资金较上年底增长 12.55%，主要系当年销售回款金额较大但投拓支出减少所致，货币资金规模充裕。公司作为中国海外发展主要的境内业务平台，对中国海外发展旗下的中国内地房地产关联企业进行集中资金管控，从而产生了较大规模的关联方往来款，公司其他应收款波动主要系关联方往来款波动所致。公司存货主要位于一二线城市，截至 2024 年底公司对存货累计计提跌价准备 9.74 亿元，减值风险较低；存货账面价值中开发产品占 32.79%，占比较上年底变化不大，去化风险可控。公司投资性房地产以公允价值法计量，主要为一二线城市的写字楼和购物中心；公司投资性房地产中有较大规模的在建项目和新建成项目，租金收入对公允价值的覆盖程度较低（截至 2024 年底投资性房地产公允价值约为当年租金收入的 54.96 倍）。

截至 2025 年 3 月底，公司资产总额及资产结构较上年底变化不大。

截至 2024 年底，公司受限资产账面价值占资产总额的 10.76%，受限程度较低，再融资空间大。

图表 9 • 截至 2024 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占该科目的比例	受限原因
货币资金	1.45	0.16%	保证金
存货	216.53	7.43%	抵押贷款
固定资产	8.24	51.95%	抵押贷款
投资性房地产	433.30	38.18%	抵押贷款
<b>合计</b>	<b>659.52</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

### (2) 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模持续增长，但权益结构稳定性一般。

截至 2024 年底，公司所有者权益 2501.77 亿元，较上年底增长 6.45%，主要系未分配利润增加所致。截至 2025 年 3 月底，公司所有者权益 2570.06 亿元，较上年底增长 2.73%，主要由未分配利润（占 76.13%）、少数股东权益（占 8.17%）、实收资本（占 7.78%）和其他综合收益（占 5.37%）构成，权益结构稳定性一般。

跟踪期内，公司负债总额持续下降，但合同负债规模较为稳定，为后续收入结转提供支撑；公司债务负担较轻，债务结构合理，未来公司计划继续严格控制有息债务规模，提升公司在房地产深度调整阶段的财务安全性。

图表 10 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动负债</b>	<b>2903.34</b>	<b>71.47%</b>	<b>3014.49</b>	<b>76.64%</b>	<b>2641.33</b>	<b>72.83%</b>	<b>2503.23</b>	<b>70.45%</b>
应付账款	508.53	12.52%	590.24	15.01%	350.21	9.66%	309.71	8.72%
其他应付款（合计）	1161.22	28.59%	1189.59	30.24%	1113.22	30.69%	1078.76	30.36%
一年内到期的非流动负债	217.33	5.35%	241.31	6.13%	198.58	5.48%	168.76	4.75%
合同负债	803.02	19.77%	803.29	20.42%	799.59	22.05%	795.19	22.38%
<b>非流动负债</b>	<b>1158.85</b>	<b>28.53%</b>	<b>919.07</b>	<b>23.36%</b>	<b>985.55</b>	<b>27.17%</b>	<b>1049.94</b>	<b>29.55%</b>
长期借款	531.31	13.08%	399.05	10.14%	479.83	13.23%	543.69	15.30%
应付债券	464.73	11.44%	359.78	9.15%	332.00	9.15%	332.00	9.34%
<b>负债总额</b>	<b>4062.20</b>	<b>100.00%</b>	<b>3933.57</b>	<b>100.00%</b>	<b>3626.89</b>	<b>100.00%</b>	<b>3553.17</b>	<b>100.00%</b>

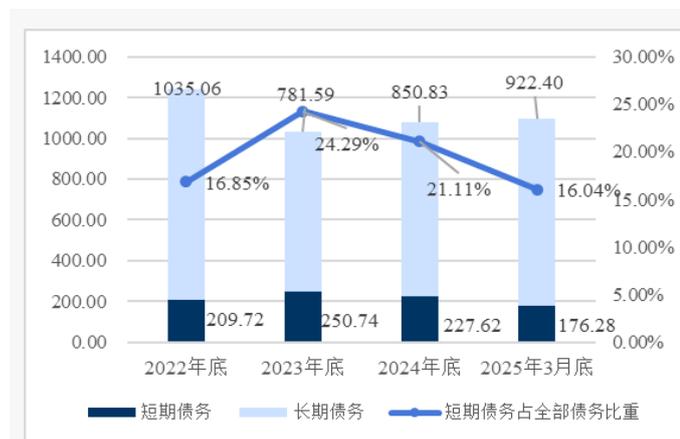
注：占比指占负债总额的比例

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

截至 2024 年底，公司负债总额较上年底下降 7.80%，主要系应付账款减少所致，主要负债构成如上表所示。公司应付账款主要为工程进度款，受开发规模和支付节点的影响波动较大，截至 2024 年底应付账款较上年底下降 40.67%，随着在建面积减少，支付压力减轻。公司其他应付款主要包括关联方往来款、外部往来款和土地增值税清算准备金等，截至 2024 年底关联方往来款占其他应付款的 88.92%。公司合同负债主要为预收售楼款，规模较为稳定，对未来收入结转形成支撑。截至 2025 年 3 月底，公司负债总额和负债结构较上年底变化不大。

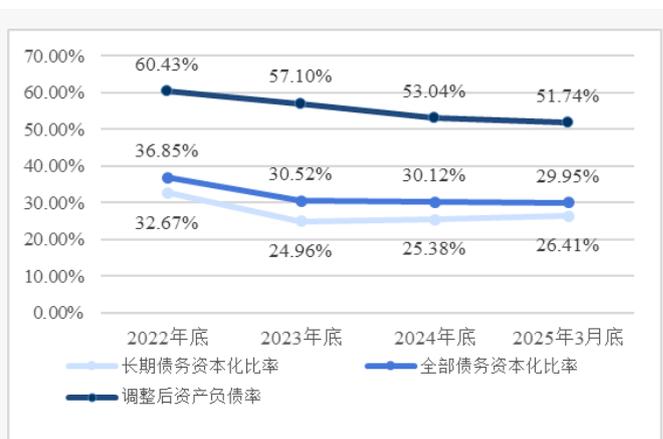
有息债务方面，截至 2024 年底，公司全部债务 1078.46 亿元，其中短期债务占 21.11%，债务期限结构合理；调整后资产负债率和全部债务资本化比率分别为 53.04%和 30.12%，整体债务负担较轻。从融资渠道来看，截至 2024 年底，公司银行贷款占 44.03%，债券融资占 41.63%。未来公司计划继续严格控制有息债务规模。截至 2025 年 3 月底，公司全部债务规模较上年底变化不大，短期占比进一步下降。

图表 11 • 公司全部债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

图表 12 • 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

### (3) 盈利能力

2024 年在房地产行业深度调整的背景下，公司利润规模虽有所下降，仍保持很强的盈利能力，结合公司土地储备质量，预计未来一段时期公司盈利能力仍将保持很强。

图表 13 • 公司盈利情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1-3 月
营业总收入	1394.79	1415.04	1340.79	296.26
营业成本	1083.49	1124.39	1071.37	240.23
费用总额	44.30	42.86	42.43	13.49

公允价值变动收益	11.10	34.29	-0.58	0.00
投资收益	17.78	7.02	15.90	0.03
利润总额	267.46	259.04	207.79	38.05

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务报表整理

公司营业总收入及毛利率分析见经营概况部分。2024年，在市场环境低迷、销售费用增长的情况下，公司通过压降管理费用和利息支出，使得费用总额基本保持稳定。公司以独立开发为主，合作开发项目产生的投资收益规模不大，投资收益主要来自委托贷款投资收益。公司计提的资产减值损失和信用减值损失合计11.01亿元，对利润造成一定侵蚀，但与公司经营体量相比计提减值损失的规模较小，减值风险较可控。综上，公司利润总额同比下降19.79%，整体盈利能力仍属很强。

与其他央企背景头部房企相比，2024年公司盈利指标表现良好；公司净资产收益率低于华润置地控股，主要系公司所有者权益规模较大所致。

图表 14 • 2024 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	保利发展	华润置地控股	招商蛇口
销售毛利率	20.09%	13.93%	23.15%	14.61%
总资产报酬率	3.36%	1.41%	3.26%	1.21%
净资产收益率	6.11%	2.52%	14.69%	3.50%

注：为提升可比性，表中公司及对比公司数据均来自Wind，联合资信与Wind对上述指标的计算公式存在一定差异

资料来源：Wind

2025年1—3月，公司利润总额同比下降40.14%，主要系结转项目规模和毛利率下降所致。结合公司过往盈利表现及现有土地储备质量，预计未来一段时期公司盈利能力仍将处于行业很强水平。

#### (4) 现金流

跟踪期内，公司经营性净现金流受拿地时点和规模的影响波动较大；投资性现金流受投资性房地产持续投入及关联方资金往来影响波动较大；筹资性现金流转为小幅净流入。剔除时点因素影响，预计未来公司经营性现金流整体为净流入态势，筹资性现金流将较为平稳。

图表 15 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	4136.81	7341.18	5045.18	683.93
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	1535.42	1571.00	1442.30	328.07
经营活动现金流出小计	4343.34	6894.03	4990.48	822.36
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>-206.53</b>	<b>447.15</b>	<b>54.70</b>	<b>-138.43</b>
投资活动现金流入小计	235.83	117.09	142.55	7.85
投资活动现金流出小计	236.33	271.59	127.83	19.28
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-0.50</b>	<b>-154.50</b>	<b>14.72</b>	<b>-11.43</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-207.03</b>	<b>292.65</b>	<b>69.42</b>	<b>-149.86</b>
筹资活动现金流入小计	736.02	569.10	578.18	171.20
筹资活动现金流出小计	698.40	827.68	548.36	111.24
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>37.62</b>	<b>-258.58</b>	<b>29.82</b>	<b>59.96</b>

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务报表整理

从经营活动来看，2024年，受土地保证金支付及收回规模波动影响，公司经营活动现金流入及流出同比变化较大；随着销售规模下降，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降8.19%；由于土地款的支付存在一定周期，部分当年拿地项目在次年支付土地款，经营性净现金流波动较大。

从投资活动来看，公司投资活动现金流主要受到购建投资性房地产支出以及委托贷款投资和收回的影响。作为中国海外发展内地业务的重要平台，公司通过往来借款和委托贷款等形式为关联方提供资金支持并获得利息收入，近年来公司投资性净现金流波动较大，2024年转为净流入。

从筹资活动来看，随着房地产行业进入深度调整阶段，公司积极管理有息借贷规模、控制资金成本，2024年融资规模基本

保持稳定，筹资性现金流小幅净流入。融资渠道方面，近年来公司发行债券规模整体有所下降，银行融资占比上升。

2025年1-3月，公司建安支出规模较大、应付账款进一步下降，加之销售回款有所缩减，经营活动现金流转为净流出；投资活动净现金流规模不大；公司部分新增一线城市项目为合作开发，随着吸收投资收到的现金增加，筹资性现金流为净流入。

## 2 偿债指标变化

跟踪期内，公司短期及长期偿债指标表现均很强，融资渠道畅通。

图表 16 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年	2023年	2024年	2025年3月
短期偿债指标	流动比率	171.76%	161.64%	179.61%	188.92%
	速动比率	66.10%	59.51%	69.27%	68.10%
	经营现金/流动负债	-7.11%	14.83%	2.07%	--
	经营现金/短期债务（倍）	-0.98	1.78	0.24	--
	现金类资产/短期债务（倍）	3.69	3.23	4.00	4.66
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	289.09	276.99	219.80	--
	全部债务/EBITDA（倍）	4.31	3.73	4.91	--
	经营现金/全部债务（倍）	-0.17	0.43	0.05	--
	EBITDA/利息支出（倍）	5.20	6.13	5.82	--
	经营现金/利息支出（倍）	-3.72	9.90	1.39	--

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2025年一季度财务报表整理

从短期偿债指标来看，截至2024年底及2025年3月底，公司短期偿债指标整体表现很强，现金类资产对短期债务的覆盖程度很高；从长期偿债指标来看，2024年公司EBITDA同比下降20.65%，EBITDA对全部债务的覆盖倍数有所下降但仍处于很高水平。公司资本实力很强、利润积累丰厚且土地储备布局城市能级高，对销售价格波动的承受能力很强。

截至2024年底，公司对外担保130.87亿元，占所有者权益的5.23%，均为对关联方提供的担保，或有负债风险可控。

截至2024年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

## 3 公司本部主要变化情况

公司本部货币资金充裕，债务负担一般，利润主要来自投资收益，短期偿债指标表现很强。

公司本部是公司的资金归集平台和重要融资主体，资产构成主要为货币资金、其他应收款、债权投资、长期应收款和长期股权投资，负债构成主要为其他应付款和有息债务，利润主要来自投资收益。截至2025年3月底，公司本部货币资金383.25亿元，全部债务770.01亿元，全部债务资本化比率为48.68%，现金短期债务比为2.32倍，债务负担一般，短期偿债指标表现很强。

## （六）ESG分析

公司积极履行作为央企子公司的社会责任，ESG方面表现良好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，公司作为中国海外发展的境内主要运营平台，在履行环境责任方面的表现可参考中国海外发展统计数据。截至2024年底，中国海外发展符合高星级绿色建筑标准的建筑面积占77.9%，采用绿色标准采购供应商占比69%。中国海外发展已公开发布《中国海外发展有限公司碳中和白皮书》，承诺将于2060年实现碳中和。

社会责任方面，公司为2024年度纳税信用A级纳税人。公司在施工管理、上游合作和客户服务等方面建立了完善的管理制度和流程，2024年项目及时交付率为100%；在员工管理方面，公司制定了完整的员工培训、人才培养、绩效考核和安全健康体系。

公司治理方面，公司作为中国海外发展在境内的主要平台，法人治理结构较简单。中国海外发展董事局全体负责维持有效的企业管治并监督ESG事宜。在中国海外发展董事局层面，企业管治委员会负责就ESG事宜订立长期方向和策略，每年至少两次审查和监督管理层的ESG举措执行情况，并成立了ESG工作领导小组与执行小组，以提升管理的有效性。

## 七、外部支持

### 1 支持能力

公司股东实力和支持能力很强。

公司间接控股股东中国海外发展作为中国建筑集团有限公司房地产板块的核心品牌和旗舰企业，已形成了以住宅为主、商业地产为辅的经营格局，业务拓展至内地 60 余个主要城市以及港澳地区。截至 2024 年底，中国海外发展资产总额 9086.34 亿元，股东权益合计 4018.30 亿元；2024 年，中国海外发展实现收入 1851.54 亿元，年度溢利 177.87 亿元。在克而瑞评选的中国房地产企业销售排行榜中，2024 年中国海外发展权益销售金额均位列第 1 名。整体来看，中国海外发展资本实力和支持能力很强。

### 2 支持可能性

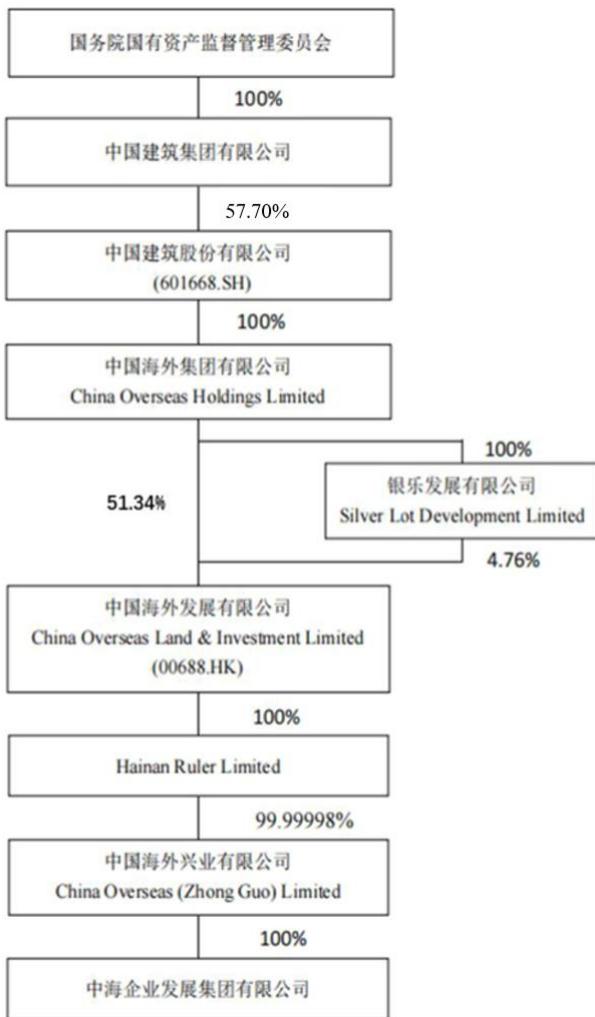
公司在中国海外发展体系中有重要地位，可获得股东大力支持。

作为中国海外发展房地产板块在中国境内的重要平台，公司是中国海外发展的境内财务中心和主要的债券发行主体，在资金、人员配备等方面可获得股东大力支持。

## 八、跟踪评级结论

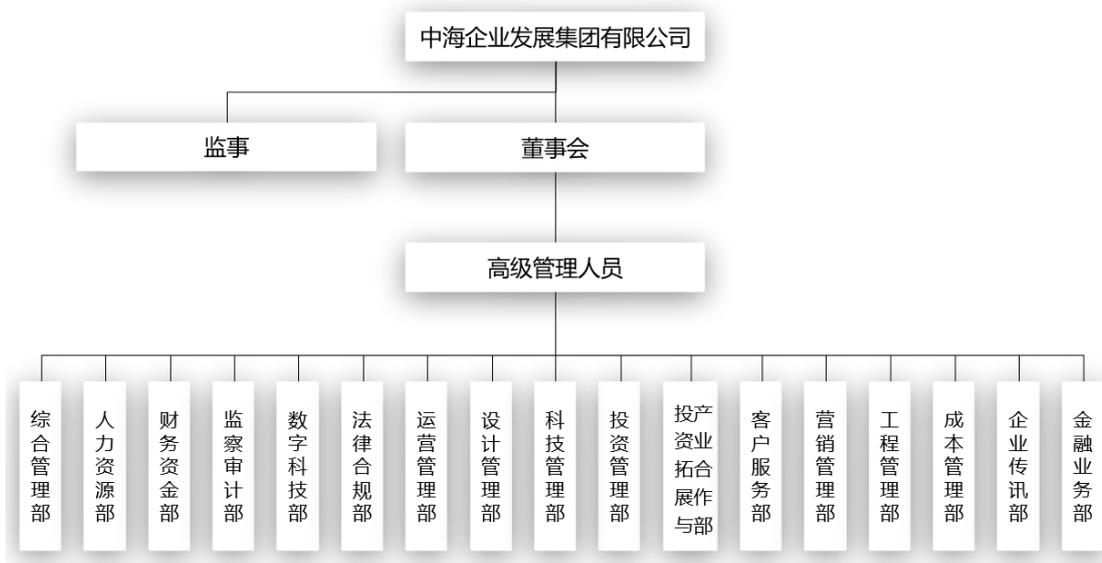
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“16 中海 01”“21 中海 02”“21 中海 06”“21 中海 08”“21 中海 10”“22 中海企业 MTN001B”“22 中海企业 MTN002（绿色）”“22 中海 02”“22 中海 04”“22 中海企业 MTN003B”“22 中海企业 MTN004”“22 中海 05”“22 中海 06”“22 中海企业 MTN005”“22 中海企业 MTN006（绿色）”“22 中海企业 MTN007（绿色）”“22 中海 07”“22 中海 08”“23 中海 01”“23 中海 02”“23 中海 04”“24 中海企业 MTN001A”“24 中海企业 MTN001B”“24 中海 02”“24 中海 03”“24 中海 04”“25 中海企业 MTN001A”“25 中海企业 MTN001B”“25 中海 01”和“25 中海 02”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 公司股权结构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公开资料整理

### 附件 1-2 公司组织架构图（截至 2025 年 3 月底）



资料来源：公司提供

### 附件 1-3 公司主要子公司情况（截至 2024 年底）

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例	
			直接	间接
深圳中海地产有限公司	深圳	房地产开发经营	75.00%	25.00%
济南中海城房地产开发有限公司	济南	房地产开发经营	100.00%	--
沈阳中海兴业房地产开发有限公司	沈阳	房地产开发经营	100.00%	--
中建宏达建筑有限公司	北京	施工总承包	--	100.00%
北京中开盈泰房地产开发有限公司	北京	房地产开发经营	--	80.00%
中海佳隆成都房地产开发有限公司	成都	房地产开发经营	100.00%	--
昆明海嘉房地产开发有限公司	昆明	房地产开发经营	--	60.00%
长春中海地产有限公司	长春	房地产开发	7.50%	92.50%

注：截至 2024 年底，公司下属控股子公司超过 200 家。因篇幅所限，上表仅列示公司部分重要控股子公司  
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公开资料整理

**附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	774.79	809.41	911.05	821.11
应收账款（亿元）	70.11	50.67	32.02	36.28
其他应收款（合计）（亿元）	856.03	713.79	665.51	642.49
存货（亿元）	3067.76	3078.82	2914.51	3024.46
长期股权投资（亿元）	122.98	123.96	107.49	101.53
固定资产（亿元）	9.70	9.34	15.87	15.69
在建工程（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	6195.26	6283.76	6128.66	6123.23
实收资本（亿元）	200.00	200.00	200.00	200.00
少数股东权益（亿元）	126.62	153.80	165.41	209.85
所有者权益（亿元）	2133.07	2350.19	2501.77	2570.06
短期债务（亿元）	209.72	250.74	227.62	176.28
长期债务（亿元）	1035.06	781.59	850.83	922.40
全部债务（亿元）	1244.78	1032.33	1078.46	1098.68
营业总收入（亿元）	1394.79	1415.04	1340.79	296.26
营业成本（亿元）	1083.49	1124.39	1071.37	240.23
其他收益（亿元）	1.80	0.52	0.42	0.05
利润总额（亿元）	267.46	259.04	207.79	38.05
EBITDA（亿元）	289.09	276.99	219.80	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1535.42	1571.00	1442.30	328.07
经营活动现金流入小计（亿元）	4136.81	7341.18	5045.18	683.93
经营活动现金流量净额（亿元）	-206.53	447.15	54.70	-138.43
投资活动现金流量净额（亿元）	-0.50	-154.50	14.72	-11.43
筹资活动现金流量净额（亿元）	37.62	-258.58	29.82	59.96
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	21.06	23.43	32.42	--
存货周转次数（次）	0.36	0.37	0.36	--
总资产周转次数（次）	0.22	0.23	0.22	--
现金收入比（%）	110.08	111.02	107.57	110.74
营业利润率（%）	21.07	18.33	18.25	17.29
总资本收益率（%）	6.60	6.31	4.68	--
净资产收益率（%）	9.58	8.41	6.29	--
长期债务资本化比率（%）	32.67	24.96	25.38	26.41
全部债务资本化比率（%）	36.85	30.52	30.12	29.95
资产负债率（%）	65.57	62.60	59.18	58.03
调整后资产负债率（%）	60.43	57.10	53.04	51.74
流动比率（%）	171.76	161.64	179.61	188.92
速动比率（%）	66.10	59.51	69.27	68.10
经营现金流动负债比（%）	-7.11	14.83	2.07	--
现金短期债务比（倍）	3.69	3.23	4.00	4.66
EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	6.13	5.82	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.31	3.73	4.91	--

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. 2022—2024 年末合并口径其他应付款、长期应付款等科目中的债务部分已分别调增短期债务和长期债务，非债务性质的款项已在计算全部债务时剔除；3. 2022—2024 年财务数据使用期末审定数，2025 年一季度财务数据未经审计，相关指标未予年化；4. “--”表示指标不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

**附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）**

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产（亿元）	359.74	387.34	362.81	383.25
应收账款（亿元）	0.03	0.00	0.02	0.01
其他应收款（合计）（亿元）	1915.25	1772.96	1421.07	1584.74
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	170.11	268.20	447.96	511.21
固定资产（亿元）	0.05	0.03	6.92	6.85
在建工程（亿元）	0.01	0.00	0.00	0.00
资产总额（亿元）	2955.78	2514.44	2471.10	2867.54
实收资本（亿元）	200.00	200.00	200.00	200.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	752.22	788.90	813.13	811.89
短期债务（亿元）	168.70	225.49	193.30	164.93
长期债务（亿元）	720.24	563.57	559.37	605.08
全部债务（亿元）	888.94	789.06	752.66	770.01
营业总收入（亿元）	0.65	1.12	0.80	0.08
营业成本（亿元）	0.05	0.06	0.13	0.08
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.02	0.01
利润总额（亿元）	51.70	37.81	23.96	-1.79
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.75	1.63	1.09	0.13
经营活动现金流入小计（亿元）	4172.74	5597.32	4713.27	1230.28
经营活动现金流量净额（亿元）	-347.51	-237.83	321.14	216.32
投资活动现金流量净额（亿元）	309.82	392.30	-304.03	-208.19
筹资活动现金流量净额（亿元）	-71.37	-127.56	-42.56	12.31
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数（次）	33.43	72.80	64.68	--
存货周转次数（次）	15.32	17.40	37.59	--
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	116.25	145.45	137.18	174.90
营业利润率（%）	49.17	69.44	74.25	-147.38
总资本收益率（%）	5.33	/	/	--
净资产收益率（%）	6.75	4.65	2.97	--
长期债务资本化比率（%）	48.91	41.67	40.76	42.70
全部债务资本化比率（%）	54.17	50.01	48.07	48.68
资产负债率（%）	74.55	68.63	67.09	71.69
流动比率（%）	156.42	189.08	164.88	136.87
速动比率（%）	156.42	189.08	164.88	136.87
经营现金流动负债比（%）	-23.54	-20.59	29.42	--
现金短期债务比（倍）	2.13	1.72	1.88	2.32
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：公司本部有息债务数据未经调整；“/”表示数据未获取，“--”表示指标不适用  
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2025 年一季度财务报表整理

### 附件3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n年数据: 增长率=[(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> ]-1]×100%
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
调整后资产负债率	(负债总额-预收款项-合同负债)/(资产总额-预收款项-合同负债)×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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持