

# 信用等级公告

联合[2016]464号

---

**中海地产集团有限公司：**

联合信用评级有限公司通过对中海地产集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

二零一六年七月一日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

## 中海地产集团有限公司

# 公开发行 2016 年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA

发行人主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 60 亿元（含）

本期发行规模：基础发行规模不超过 40 亿元（含），可超额配售不超过 20 亿元（含）

债券期限：不超过 10 年（含）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 7 月 1 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	1,371.77	1,755.52	1,908.92	2,050.72
所有者权益(亿元)	376.42	495.96	636.80	737.58
长期债务(亿元)	61.87	65.45	151.23	135.85
全部债务(亿元)	70.69	97.28	164.84	157.69
营业收入(亿元)	336.35	498.81	723.14	99.79
净利润(亿元)	68.25	104.43	142.87	0.35
EBITDA(亿元)	94.32	146.33	191.72	--
经营性净现金流(亿元)	-11.50	94.76	-15.80	28.99
营业利润率(%)	25.73	27.83	26.56	16.71
净资产收益率(%)	20.17	23.94	25.23	0.06
资产负债率(%)	72.56	71.75	66.64	64.03
全部债务资本化比率(%)	15.81	16.40	20.56	17.61
流动比率(倍)	1.35	1.35	1.57	1.61
EBITDA 全部债务比(倍)	1.33	1.50	1.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	19.08	22.14	27.68	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.57	2.44	3.20	--

注：2016 年一季度报表未经审计；本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中海地产集团有限公司（以下简称“公司”或“中海地产”）的评级反映了公司作为国内大型房地产开发企业，近年来，营业收入持续稳健增长，盈利水平保持行业领先，品牌影响力大，债务负担较轻，资产质量良好。公司业务覆盖主要的一、二线城市和部分三线城市，土地储备充足，产品利润率高，抵抗行业周期性风险的能力强。同时，联合评级也关注到房地产政策及市场波动对开发商的影响较大，以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 公司是国内房地产行业龙头企业，在品牌影响力、产品品质和盈利能力等方面居于国内领先地位。

2. 公司建立了成熟高效的采购、经营、销售和管理体系，保障公司在建项目较快实现销售和回款，有利于公司经营和财务安全。

3. 公司土地储备主要位于一、二线城市，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. 近年来，公司销售收入保持增长，随着公司现有在售项目实现销售，以及在建项目进入销售阶段，公司收入、利润规模有望进一步提升。

5. 公司货币资金规模较大、盈利能力很强、有息债务负担较轻，整体偿债能力很强。

<sup>1</sup> 本报告中本次发行规模指公司申请注册发债金额

## 关注

1. 房地产业面临全局性调整，虽然近期房地产政策出现放松迹象，但整体看房地产行业高速发展的阶段已经过去。

2. 公司土地储备及在建面积规模大，存在一定的去化压力。

3. 公司在建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金的需求将保持较大规模，公司现金流与开发资金的匹配不当会对公司经营产生一定影响。

## 分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

蔡 昭

电话：010-85172818

邮箱：caiz@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



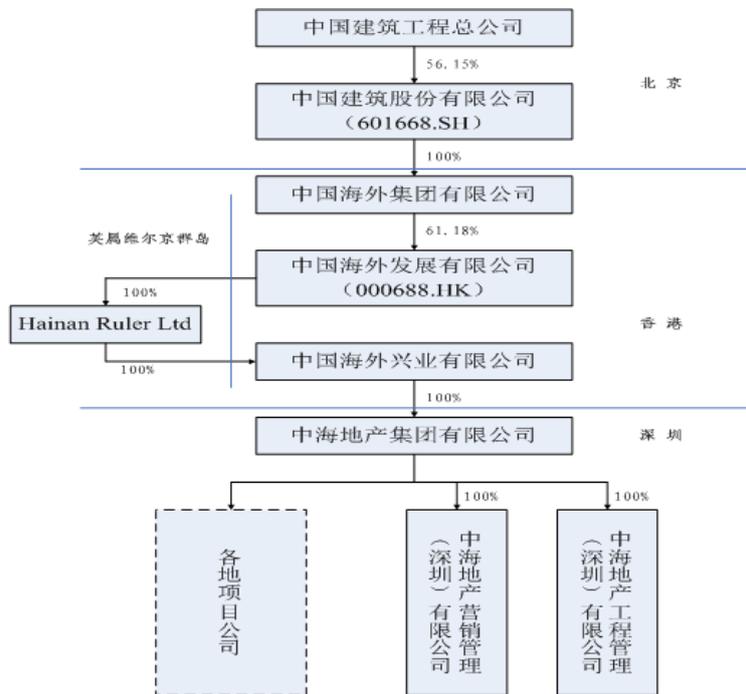
一、主体概况

中海地产集团有限公司（以下简称“公司”或“中海地产”）前身是经深圳市人民政府深办函【1988】337号文“关于中国海外建筑工程有限公司在深圳组建分公司请示的批示的批复”批准、由中国海外建筑工程有限公司（以下简称“中海建筑”）独资设立的外商投资企业，设立时名称为中国海外工程有限公司深圳分公司，注册资本500万元，于1988年9月在深圳市工商行政管理局注册登记。

1991年2月，公司更名为中国海外建筑（深圳）有限公司。1992年8月，公司股东中海建筑在香港联交所上市，并更名为中国海外发展有限公司（以下简称“中海发展”）。1997年11月，中海发展将公司股权转让给其在香港注册的全资子公司中国海外兴业有限公司（以下简称“中海兴业”）。2002年5月，公司更名为深圳中海实业有限公司，并引入新的投资者；同年8月，公司更名为中海地产股份有限公司。2006年11月公司转为有限责任公司，相应更名为中海地产集团有限公司。2010年10月，公司股东广州中海地产有限公司将其持有的2.57%的股权转给中海兴业，公司再次变更为外资企业，并于2012年1月办理工商变更手续，获批为台港澳法人独资企业。

自成立以来，公司历经数次增资及股权转让，实收资本由1988年的500万元增至1,000,000万元（截至2015年末），并最终转为外商（台港澳侨）投资企业，中海兴业为公司唯一股东，公司实际控制人为中国海外发展有限公司（股票代码：000688.HK）。截至2016年3月末，公司实收资本增至2,000,000万元，公司的股权结构如下：

图1 截至2016年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主要从事房地产开发和销售，并通过近30年的发展，形成了以港澳地区、长三角、珠三角、环渤海、东北、中西部为重点区域的全国性均衡布局，业务遍布港澳及内地近50个经济活跃城市。此外，公司还涉及与地产有关的物业投资、物业管理、以及规划及建筑设计等业务。

截至2016年3月末，公司下设综合管理部、企业传讯部、人力资源部、财务资金部、监察审计

部、信息化管理部、法律事务部、战略管理部等10个职能部门（详见附件1）；下辖77家控股子公司；拥有在职员工3,810人。

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

截至2016年3月末，公司合并资产总计2,050.72亿元，负债合计1,313.15亿元，股东权益（含少数股东权益）737.58亿元，其中归属于母公司的所有者权益705.03亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入99.79亿元，净利润（含少数股东损益）0.35亿元，其中归属于母公司所有者净利润为0.23亿元；2016年1~3月，公司经营活动现金流量净额为28.99亿元，现金及现金等价物增加额116.02亿元。

公司注册地址：深圳市福田区福华路399号中海大厦十二楼；法定代表人：郝建民。

## 二、本次债券概况

### 1. 本次债券概况

本次债券发行规模不超过人民币60亿元（含60亿元），发行方式为一次性或分期发行；其中，本期债券名称为“中海地产集团有限公司公开发行2016年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券基础发行规模40亿元，可超额配售不超过20亿元（含）。本次债券为10年期产品，附第5年末公司赎回选择权、调整票面利率选择权以及投资者回售权。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券票面利率由公司和主承销商按照发行时簿记建档结果共同协商确定，具体面向合格投资者发行的票面利率确定方式视发行时上证所相应交易规则确定。

本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券发行募集资金将全部用于补充流动资金。

## 三、行业分析

### 1. 行业状况

房地产行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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。目前，我国房地产业主要体现以下特征：

第一，区域性较强，企业竞争不完全。我国房地产行业呈现出地域分布不均衡性，大型房地产企业基本集中在广东、北京、上海、江浙等地，而中西部地区的房地产企业普遍规模较小，数量也较少。

第二，受土地、资金的高度制约。由于我国人口众多，相对可开发土地较少，房地产业发展相当迅速，部分地区土地寸土寸金。土地和资金是制约我国房地产企业发展的因素之一。

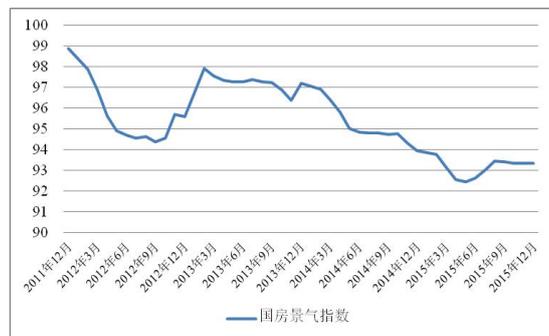
第三，高负债、高风险、波动性大。房地产企业在发展时，往往要承担很大的债务。而房地

产业的市场竞争残酷，行业风险较高。在这样的市场环境下，整个房地产业受到政策、市场等条件的影响，波动较大。

第四，与政府关系密切。纵观我国房地产业的发展，每一个阶段都与国家或地方出台的一些政策有着密切的关系。同时房地产企业在自身发展的过程中，从项目的立项审批到工程结束的验收，都不可避免地与企业相关部门发生种种联系。

从近年房地产行业发展趋势来看，2011~2012年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场较为低迷。进入2013年，中国房地产市场景气度有一定程度的回升，上半年，国房景气指数整体呈上升态势，截至7月底，达到同年最高值97.39点，同比增长2.82点；7月后开始缓慢下降，截至2013年12月底为97.21点，同比增长1.62点。2014年，国房景气指数继续呈下降态势，从年初的96.91点下降至年底的93.93点。进入2015年上半年，国房景气指数下降的态势仍在持续，截至5月底为92.43点，同比下降了2.59点；随着房地产行业限购政策放松，行业景气度有所回暖，指数呈波动上升态势；进入2015年三季度，国房景气指数微降，行业景气度有所下降，截至12月底为93.34点，同比下降0.59点。

图2 2011年12月~2015年12月国房景气指数情况（单位：点）



资料来源：Wind资讯

总的来看，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，但受政策因素影响，行业景气度波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，行业景气度逐年降低，2015年下半年受限购政策放开行业景气度有所回升。

## 2. 市场供需

### （1）土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响。其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。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能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业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。

具体来看，2013年，受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，住宅类用地涨幅较明显，全国300个城市土地出让金总额为31,304.5亿元，同比增加50%。2014年以来，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，全国土地出让规模持续下降。2014年，全国300个城市土地出让金总额为23,412亿元，同比减少27%，其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）出让金总额为16,001亿元，同比减少27%；商办类用地出让金额为5,449亿元，同比较少30%。

2015年，土地市场整体下行，成交量及出让金均低于去年同期，全国300个城市土地成交面积为85,671万平方米，同比减少18%；其中住宅用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性地产）

成交面积 5,022 万平方米，同比减少 10%；商办类用地土地成交 1,502 万平方米，同比减少 35%。土地出让金总额为 21,793 亿元，同比减少 10%；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性地产）出让金总额为 2,815 亿元，同比增加 30%，主要系一线城市及重点二线城市土地出让金增加所致；商办类用地出让金总额为 449 亿元，同比减少 39%。土地平均溢价率 16%，较去年同期上升 6 个百分点；其中住宅类用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）平均溢价率 21%，较去年同期上升 9 个百分点，主要受一线城市与重点二线城市拉动所致。在从各线城市来看，一线城市推出面积 0.28 亿平方米，成交土地面积 0.26 亿平方米，同比分别减少 23%和 25%；楼面均价 9,180 元/平方米，同比上涨 19%；土地溢价率为 27%，比 2014 年提高 2 个百分点。二线城市推出土地面积 4.06 亿平方米，成交土地面积 3.35 亿平方米，同比分别减少 23%和 25%；楼面均价 1,565 元/平方米，同比增长 18%；土地溢价率 17%，同比增长 10 个百分点。三四线城市推出土地面积 6.98 亿平方米，成交土地面积 4.97 亿平方米，同比分别减少 14%和 18%，跌幅在各线城市最小；楼面均价 751 元/平方米，同比增长 1%；土地溢价率 8%，同比增长 2 个百分点。整体看，一线城市地价较为坚挺年末回暖，二线城市分化不改，三四线城市下行压力仍存。

表1 2013年~2015年全国300个城市土地交易情况

	2013年	2014年	2015年
推出面积（万平方米）	177,964	135,659	113,235
同比	13%	-24%	-18%
成交面积（万平方米）	143,569	104,032	85,671
同比	20%	-28%	-21%
出让金（亿元）	31,305	23,412	21,793
同比	61%	-25%	-10%
楼面均价（元/平方米）	1,174	1,234	1,384
同比	25%	5%	14%
土地平均溢价率	16%	10%	16%
同比	上升8个百分点	下降6个百分点	上升6个百分点

资料来源：CREIS中指数据，联合评级整理。

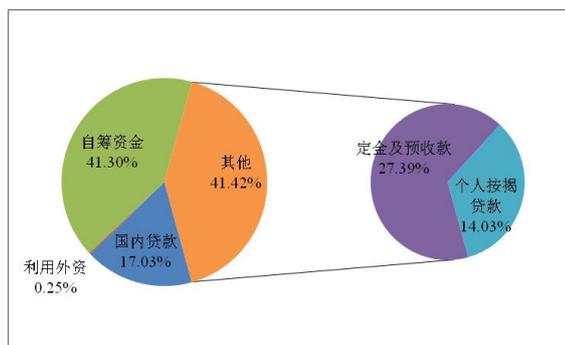
总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑；但房企对重点城市优质地块的争夺未有丝毫减退，一、二线城市地价坚挺，三、四线城市土地溢价率及楼面均价均有所降低，房企土地成本压力亦有所减轻。值得注意的是，2013年以来由于房企拿地成本较高、成交面积较大，未来可能会造成大量房源同阶段上市，给房地产开发企业造成一定的销售压力和成本压力。

## （2）开发资金来源状况

2014年，受资金面趋紧、需求面观望情绪浓厚、商品房成交量下降等因素影响，房地产行业资金来源结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014年，房地产开发企业到位资金 121,991 亿元，比上年下降 0.1%，增速比 2013 年回落 26.6 个百分点，其中，国内贷款 21,243 亿元，增长 8.0%，较 2013 年回落 25.1 个百分点；利用外资 639 亿元，增长 19.7%，较 2013 年回落 13.1 个百分点；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%，较 2013 年回落 15 个百分点；其他资金 49,690 亿元，下降 8.8%，较 2013 年回落 37.7 个百分点。在其他资金中，定金及预收款 30,238 亿元，下降 12.4%，较 2013 年回落 42.4 个百分点；个人按揭贷款 13,665 亿元，下降 2.6%，较 2013 年回落 35.9 个百分点。整体看，2014 年银行信贷政策的收紧，使得房地产企

业所获国内贷款增速出现了较大回落，个人按揭贷款更是出现了小幅下降；同时，房地产市场的低迷也降低了定金及购房款的预缴额度。

图3 2015年房地产行业资金来源构成



资料来源：国家统计局

进入2015年，国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015年，房地产开发企业到位资金125,203亿元，比上年增长2.6%。其中，国内贷款20,214亿元，下降4.8%；利用外资297亿元，下降53.6%；自筹资金49,038亿元，下降2.7%；其他资金55,655亿元，增长12.0%。总体看，2015年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。总的来看，随着央行实施适度宽松的货币政策，金融机构对个人住房贷款投放力度的加大，以及房地产企业发债政策放开，房地产企业资金压力获得一定缓解。

### （3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013年房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013年全国商品房销售面积13.06亿平方米，同比增长17.34%。

2014年，尽管有多轮政策调整刺激住房需求，市场观望情绪仍然强烈，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降。全年商品房销售面积12.06亿平方米，同比下降7.6%，其中住宅销售面积下降9.1%；商品房销售额7.63亿元，同比下降6.3%，其中住宅销售额下降7.8%。从供给方面看，2014年房地产开发企业房屋竣工面积仍继续保持增长，但增速出现回落。全年房屋竣工面积10.75亿平方米，其中住宅竣工面积8.09亿平方米，同比增长2.7%。

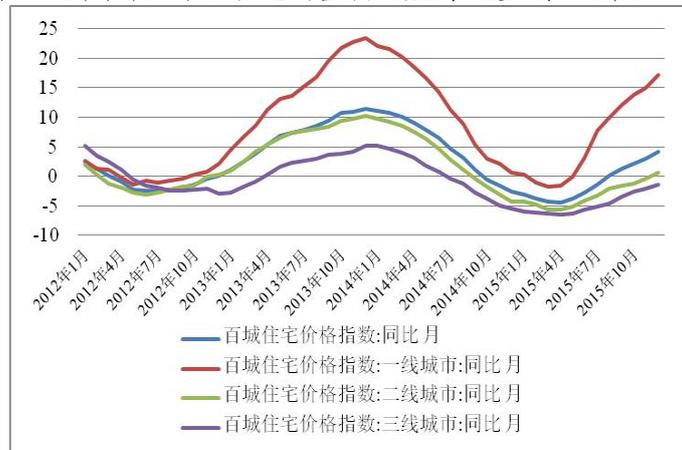
2015年，随着政策继续向好，全国商品房销售面积和销售金额降幅快速收窄直至好于去年同期表现。2015年，商品房销售面积128,495万平方米，比上年增长6.5%。其中，住宅销售面积增长6.9%，办公楼销售面积增长16.2%，商业营业用房销售面积增长1.9%。商品房销售额87,281亿元，增长14.4%。其中，住宅销售额增长16.6%，办公楼销售额增长26.9%，商业营业用房销售额下降0.7%。

总体看，在政府调控政策转向，多重政策利好的刺激下，住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

(4) 销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌。进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，房价上涨趋势持续至2013年末，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌。2015年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅价格有所回升，其中一线城市商品住宅价格增长幅度最快；二线城市商品住房价格止跌回升；三四线城市商品住宅价格跌幅放缓。2015年12月份，全国100个城市（新建）住宅平均价格为10,980元/平米，环比上涨0.74%，呈连续10个月增长态势，如下图所示。

图4 近年来年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

总的来看，受政策和需求等因素影响，我国房地产销售价格近年来增速变化较大，随着国家调控政策的转变，2015年以来房价回暖明显，预计2016年随着中央层面去库存、稳楼市的相关部署在各地逐步落地实施，市场供求关系将得到有力调节，库存压力有望进一步缓解。

3. 竞争格局

从2003年至今，随着房地产行业不断成熟，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。

2015年，房地产行业集中度小幅提升。2015年房地产行业前10名企业和前20名企业销售额占比分别提高到16.41%和23.25%，分别降低了0.51个和提高0.46个百分点；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别达到10.91%和14.84%，分别提高了2.12和1.19个百分点（详见下表）。

表2 2013~2015年前20名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2013年	2014年	2015年
前10大企业销售额占比	13.27	16.92	16.41
前20大企业销售额占比	18.25	22.79	23.25
前10大企业销售面积占比	8.37	8.79	10.91
前20大企业销售面积占比	11.12	13.65	14.84

资料来源：联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，领先规模进一步扩大。

表 3 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

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

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2013 年 2 月 20 日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容。

表 4 近年主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013 年 2 月	国务院“新国五条”
2013 年 3 月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014 年 9 月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014 年 10 月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015 年 3 月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015 年 3 月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015 年 3 月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015 年 7 月	国家税务总局总局发布《关于简化个人无偿赠与与不动产土地使用权免征营业税手续的公告》
2015 年 8 月	国土资源部发布《关于做好不动产登记信息管理基础平台建设的通知》，明确各地要按照 2015 年下半年信息平台上线试运行。《房地产税法》正式列入人大常委会立法规划。
2015 年 8 月	中央六部委联合公布《住建部等部门关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》
2015 年 9 月	央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015 年 9 月	住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》

2015年10月	公积金异地贷款业务全面推行
2015年11月	11月20日,国务院法制办公室公布《住房公积金管理条例(修订送审稿)》向社会公开征求意见,距上一次(2002年)相隔13年。其中放宽了公积金缴存范围、提取条件和使用范围。
2015年12月	中央城市工作会议上指出,明年经济社会发展五大任务之一就是化解房地产库存。鼓励房地产开发企业顺应市场规律调整营销策略,适当降低商品住房价格。
2016年2月	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》(财税[2016]23号)。对于个人购家庭唯一住房和个人购买家庭第二套改善住房,面积为90平方米以下的,减按1%税率征收;面积为90平方米以上分别减按1%税率和减按2%税率征收。
2016年3月以来	随着我国房地产调控政策放松,以深圳为首的一线城市房价上涨迅速,北京、上海、深圳地方政府均加强了房地产调控力度。
2016年4月	中共政治局召开会议,要按照加快提高户籍人口城镇化率和深化住房制度改革的要求,有序消化房地产库存,注重解决区域性、结构性问题,实行差别化的调控政策。
2016年5月	深圳市规划和国土资源委员会发布了《我市开展商品房现售试点工作》,深圳市率先在全国范围内探索商品房预售制度改革,开展商品房现售试点。

资料来源:联合评级搜集整理

2014年9月底,央行“930新政”的出台,使得信贷政策放松成为定局。随后,住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》,提出降低贷款申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后,多个省市纷纷出台公积金调整政策,加大公积金支持力度;同时,也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。2014年底,全国47个限购城市中仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购,其他城市限购政策基本放开。

2015年上半年,中央定调稳定住房消费,多轮金融信贷政策发力,改善房地产市场运行环境。在信贷支持上,央行则分别于3月、5月、6月、9月、10月五次降息降准。经此调整,5年以上商业贷款利率降至4.9%,公积金贷款利率降至3.25%,均已处于历史低位。2015年11月,中央财经领导小组第十一次会议提出要化解房地产库存,促进房地产持续健康发展,是十八大以来习近平首次对于房地产去库存的表态,预计楼市的政策态度将会更加宽松。

进入2016年,与地产相关的调控政策与货币政策持续宽松。2016年2月,财政部会同国家税务总局、住房城乡建设部发布《关于调整房地产交易环节契税营业税优惠政策的通知》(财税[2016]23号),下调个人购买首套房与二套房营业税税率。2016年3月1日,中国人民银行决定下调金融机构人民币存款准备金率0.5个百分点,以保持金融体系流动性合理充裕。

2016年1月22日,李克强总理召开国务院常务会议,会议确定除极少超大城市外,全面开放高校毕业生等落户政策,充分调动和激发广大民众主动参与城市建设和发展的积极性和创造性,加快新型城镇化建设步伐。全面开发户籍政策有助于鼓励外来人口在当地落户买房,增加二、三线城市的房地产需求。

2016年2月,居民购买唯一住房与家庭购买第二套住房相关税费有所下降。

2016年,3月以来主要一线城市房价上涨很快,深圳、上海和北京均加强了房地产调控。但是总体上,我国房地产库存仍然较高,2016年4月,中共政治局会议指出,要深化户籍改革,有序消化地产库存,实行差别化调控政策。

2016年5月,深圳市实施房地产预售制度改革,开展商品房现售试点。

总体看,2014年起,中央及地方相继出台了多重利好政策,使得房地产业政策环境有所好转,

房地产市场也开始逐步回暖；从 2015 年至今出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境持续宽松这一趋势仍将得以延续。

## 5. 行业关注

### 房地产库存量过大

国家统计局的数据显示，截至 2015 年 12 月底，商品房待售面积累计 71,853 万平方米，比 11 月底增加 2,217 万平方米。房屋施工面积为 735,693.37 万平方米，较 11 月底增加 11,703.45 万平方米；其中住宅施工面积为 511,570 万平方米，下降 0.7%。高库存使房企继续加大房地产投资的能力和意愿下降，房地产带动经济增长的作用明显下降。2015 年 12 月底，全国房地产开发投资 95,979 亿元，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，连续下行 23 个月。

### 市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化：三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

### 房企利润率呈下降趋势

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价，尤其在一线城市较高的拆迁成本和拆迁难度直接推高了地价，土地市场上 2015 年以来一线城市地王频出，多次出现“面粉贵过面包”的情形；地产商所获利润的 60% 需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

## 6. 行业发展

### 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，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。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。地产呈现金融化趋势。

### 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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

### 房企拓展第二主业意愿加强

受房地产企业毛利率逐渐下滑以及房地产行业库存量高企因素的影响，房地产企业跨界转型拓展第二主业的意愿强烈。近几年，房地产企业在转型方面已经进行了较多尝试，转型行业有包括金融、医疗、资源能源、军工、材料、TMT 等。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。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

业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业会呈缓慢增长的趋势，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时房地产企业转型趋势会更加明显，未来房地产企业中会出现较为成功的转型案例。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司是中国海外发展有限公司（证券代码：00688.HK，以下简称“中国海外”）的全资控股子公司，是中国海外在中国大陆房地产开发的主体。公司拥有中国一级房地产开发资质。历经 30 余年的发展，成功打造了中国房地产行业领导公司品牌“中海地产”。中海地产已形成以长三角、珠三角、环渤海、东北、中西部为重点区域的全国性均衡布局，业务覆盖内地近 22 个经济活跃城市，为逾百万客户提供了数十万套中高端精品物业。

截至 2015 年末，公司总资产 1,908.92 亿元，员工 4,039 人；在北京、上海、深圳、广州、杭州、南京、昆明、济南、西安、长春、厦门、宁波等 23 个城市拥有 1,894 万平方米土地储备，居全国同类型房地产开发企业前列。根据集团发展战略，中海地产开发项目主要分布于国内一线城市和经济发达的二线主要省会城市。中海地产的产品线涵盖了从高端改善型到中低端刚需型各个档次。

公司持续打造“中海地产”品牌。经历 30 余年的品牌经营与实践，“中海地产”已发展成为中国房地产行业领导品牌。“诚信卓越 精品永恒”的经营理念融汇于企业运营的各个环节。2004 到 2015 年，公司连续获得国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中国指数研究院共同评选的中国房地产行业领导公司品牌、中国房地产企业品牌价值第一名（品牌价值 397.59 亿元）；2015 年，公司获得中国房地产研究会、中国房地产业协会、中国房地产测评中心评选的中国房地产品牌价值测评 50 强第一名（品牌价值达 362.14 亿元）；公司还连续 12 年获得经济观察报评选的中国蓝筹地产企业榜首。

总体看，公司经营规模较大，土地储备丰富，项目覆盖全国重要城市，品牌影响力较大。

##### 2. 人员素质

公司现有董事、监事和高级管理人员共 10 人。公司高管均有丰富的行业经验和管理经验，充分了解行业的整体状况和公司的运营发展。

公司董事长兼行政总裁郝建民先生，1965 年生，工商管理硕士，历任公司执行董事、董事会副主席，现任公司董事长、行政总裁。

截至 2016 年 3 月底，公司员工总数 3,810 人。其中管理人员 237 人，占员工总数的 6.22%；财务及法务人员 283 人，占员工总数的 7.43%；营销人员 365 人，占员工总数的 9.58%；工程人员 1,402 人，占员工总数的 36.80%；其它专业技术人员 1,523 人，占员工总数的 39.97%。硕士及以上学历 769 人，占员工总数的 20.18%；本科学历 2,500 人，占员工总数的 65.62%；大专及以下学历 541 人，占员工总数的 14.20%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业生产和管理经验，有利于公司的长远发展；公司员工学历构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

## 五、管理分析

### 1. 治理结构

作为中国海外的全资下属公司，公司建立了较为完善的法人治理结构。

公司设董事会，董事会成员 7 人，任期三年，董事长 1 人，董事长及董事由股东委派及撤换，届满经继续委派可连任；董事会对股东负责，执行股东的决定，制订公司的经营方针、预决算方案等。

公司不设监事会，设监事 1 人，由股东委派，任期三年，监事负责对董事和高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司实行董事会领导下的经理负责制，公司设经理 1 人，副经理若干人，由董事会聘任，对董事会负责；公司经理主要负责主持公司日常经营管理工作，组织实施董事会决议并接受董事会和监事的监督。

总体看，公司作为单一股东企业，法人治理结构较简单，符合法律要求，公司运作较为规范，能够为公司正常经营提供保障。

### 2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在建设施工、安全质量、经营管理、财务会计等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。根据自身经营管理需要，公司建立了三级管控制度，其中公司层面对所有重大经营决策进行审核批准，公司各地区公司（城市公司）作为公司经营和管理的基层单位，每个地区公司负责区域内的若干项目，对公司实际运营负责，区域公司则负责区域内地区公司的日常管理和部分考核评价。三级管控体系中，区域公司不是法人实体，各个地区公司则具备独立法人资格。为了加强工程建设和营销管理，公司还设置了两家纵向管理的专业公司，分别为中海地产营销管理（深圳）有限公司和中海地产工程管理（深圳）有限公司，专业公司在业务上直接领导和管理下属区域和地区公司的工程管理和营销部门或子公司。公司层面下设综合管理部、企业传讯部、人力资源部、财务资金部、监察审计部、信息化管理部、法律事务部、战略管控部、设计管理部、投资管理部和拓展部等部门，各部门职责明确、分工清晰，形成了较为完整运营管理体系。

公司通过战略管控委员会对项目的进度、成本、价格、利润和物资采购进行管理。对每一个拟投资项目，地区公司将相关方案上报战略管控委员会评审会进行评审，形成项目目标下达给区域公司和地区公司，对项目的进度、成本、价格、利润等进行框架性的规定。项目执行过程中，若上述指标超过了评审会设定的目标，需要经过公司进行核准。

公司建立了完善的内部管理信息系统，公司总部能够监控所有在建项目的建设、成本、销售等情况，及时发现问题并快速进行分析和纠正。

采购管理方面，公司制订了《集中采购管理制度》，对公司总部主办的工程物资招标采购进行了严格规范，规定了由公司相关领导组成的集中采购委员会负责集中采购工作的战略部署、定标决议，是集中采购管理工作的决策机构；由财务资金部、法律事务部、设计部、战略管控部、各区域公司等相关部门组成的集中采购招投标工作小组负责集中采购项目招标评审，形成初步意见供集中采购委员会决策；战略管控部是集中采购委员会的常设机构，负责签订集中采购合作框架协议、合共价格审批等日常工作。《集中采购管理制度》对投标单位需要满足的各种条件进行了详细的规定，同时也对招标文件的制定、招标过程的管控以及供应商的日常管理进行了规范。

开发建设管理方面，公司制定了《项目策划管理办法》、《工程规范》、《工程质量管理手

册》、《施工安全管理制度》、《项目成本管理制度》等规章制度。其中《工程质量管理手册》主要规范工程质量实测过程中的程序、取样方法、测量操作、数据处理等具体步骤和要求；《工程规范》对各类施工工艺的具体用料、应达到的施工要求等进行了详细的描述和规范；《施工安全管理制度》对施工安全管理的目标、管理体系以及施工安全的事前、事中和事后控制进行了作出规定；《项目成本管理制度》综合规范了土地成本、前期成本、建安成本、销售费用、管理费用、其他直接成本等项目成本要素，要求各个项目均应围绕实现战略管控委员会确定的成本利润率为第一原则，实行全过程成本管理和动态成本监控。

财务管理方面，公司建立了《销售财务管理制度》、《预算管理制度》、《资金管理制度》等相关制度体系。《预算管理制度》主要对预算的编制、执行、分析、调整和考核进行规定，明确了公司预算管理由行政总裁领导，分管副总裁负责领导预算管理的日常工作；公司通过预算指标会议的形式审批预算管理指标体系构成，审定地区公司和区域公司年度预算经营指标，并有权在市场环境和产业政策等发生重大变化时进行预算指标的重大调整。《资金管理制度》明确了公司按照预算控制、集中管理、统一调度、有效使用、防范风险、提高效率的原则进行资金管理；公司及其下属公司实行现金零库存管理，严禁使用现金进行支付，各个子公司全面推行网银支付；各地区公司不得以任何理由向系统以外的任何单位或个人提供任何形式、任何数量的资金支持，禁止对外提供任何担保、借款或者资金承诺等行为；资金调度由公司财务资金部统筹安排，未经批准，禁止地区公司之间一切形式的跨地区资金调剂余调动。

地区公司管理方面，除按照上述财务管理制度对下属企业进行资金管控外，公司还制定了《地区公司重要财务岗位管理办法》、《地区公司领导班子及其成员考核办法》、《地区公司领导班子成员任职资格管理办法》等相关制度，对下属企业的核心成员进行管理、考核，确保下属子公司稳定正常运营。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，财务制度严谨规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售，近三年，主营业务收入占比在 99%左右，主营业务十分突出。2013~2015 年，伴随房地产项目结转收入增长，公司主营业务收入规模呈现较快增长态势，年均增长 46.63%，2015 年实现主营业务收入 719.46 亿元，较上年增长 45.35%。2013~2015 年，公司净利润呈较快增长态势，年均增长 44.69%，2015 年为 142.87 亿元，较上年增长了 36.81%。

从公司主营业务收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源，2013~2015 年，房地产开发业务占公司主营业务收入的比例均在 95%以上，2015 年房地产开发业务实现收入 705.41 亿元，占当年主营业务收入的 98.05%。公司物业出租收入规模较小，近三年在公司主营业务收入中占比均在 2%以内，2015 年随着房产开发板块收入增加，其收入占比进一步减少。受项目承接影响，2015 年公司对外承包工程量加大，承包工程板块收入大幅增长，收入占比由 2014 年的 0.62% 提升至 1.21%，但对公司整体经营影响仍然不大。

毛利率变化方面，2013~2015 年，公司综合毛利率分别为 32.32%、35.15%和 34.60%，呈现波动上升态势，2015 年整体毛利率较上年降低 0.55 个百分点，主要系房地产开发业务毛利率下降所致。分业务来看，2013~2015 年，公司房地产开发业务毛利水平较高，分别为 32.08%、34.39%和

34.33%，整体毛利率较为平稳，公司2015年为34.33%，较上年小幅下降了0.06个百分点。2013~2015年，公司物业出租毛利率为93.46%、95.66%和83.95%，呈波动下降态势，主要系2015年运营成本增加所致。2015年，公司承包工程板块毛利率为18.38%，较上年略有上涨。详细情况参见下表。

表5 2013~2015年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013年			2014年			2015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	325.96	98.08	32.08	488.84	98.76	34.39	705.41	98.05	34.33
物业出租	4.13	1.24	93.46	5.60	1.13	95.66	6.15	0.85	83.95
承包工程	5.68	1.71	0.03	3.07	0.62	16.08	8.70	1.21	18.38
减：合并抵消	3.44	1.04	0.00	2.53	0.51	0.00	0.81	0.11	0.00
<b>合计</b>	<b>332.33</b>	<b>100.00</b>	<b>32.62</b>	<b>494.98</b>	<b>100.00</b>	<b>35.15</b>	<b>719.46</b>	<b>100.00</b>	<b>34.60</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

2016年一季度，公司主营业务收入98.93亿元，其中房地产收入占比97.38%，依然以房地产开发收入为主；受结转收入房地产项目整体毛利率较低影响，一季度主营业务毛利率为22.64%。

总体看，近三年公司主营业务收入规模不断扩大，住宅开发业务增长较快，毛利水平较高，毛利率基本稳定；物业出租业务规模不大，但整体收入规模逐年增长，利润水平较高；工程承包板块受项目影响较大，整体收入规模存在一定波动性。未来随着国内房地产市场环境逐步好转，以及公司在售楼盘的开发和销售渐次推进，预计公司营业收入规模将保持稳健增长。

## 2. 土地储备

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是实现预期收入和利润规模最为重要的环节。

从成本构成来看，公司项目开发成本主要包括土地成本、前期费用（设计费、报批报建费用、三通一平）、建安成本（建筑费）、电力和市政配套（景观绿化）费用、开发解决费（含财务费用）和基建费（含管理费用、销售费用），其中土地成本和建安成本占比较高。土地出让金的支付一般为先期支付50%，并在项目开工前结清款项；建安成本相对固定，建安费用的支付通常根据项目工程进度而定，竣工验收前支付款项不超过80%，项目决算后一般付满95%的款项，剩余5%作为工程质保金。

土地储备策略方面，公司结合自身品牌形象和产品定位，主要在一线和二线城市的核心优良地段获取优质土地，并保持土地储备规模能够满足未来4~5年开发需求。从土地储备的区域来看，公司土地储备相对集中于23个一、二线城市。公司会对拟进入城市的经济总量、发展趋势、人口、消费能力以及当地房地产行业规模、发展速度、竞争对手等进行综合分析及判断，并决定是否进入该城市。截至目前，公司已进入23个城市，其中包括4个一线城市、13个二线城市和佛山、福州、昆明、南昌、烟台和长春6个三线城市<sup>2</sup>，公司本着塑造品牌、打造精品的经营策略，对拟进入的城市进行严格的筛选，并控制进入地区和城市的数量。

<sup>2</sup> 本文中一线城市包括北京、上海、广州、深圳，二线城市包括成都、重庆、杭州、南京、沈阳、成都、苏州、天津、武汉、西安、长沙、大连、济南、宁波、青岛、无锡、厦门、郑州，三线城市包括：长春、常州、哈尔滨、福州、昆明、合肥、东莞、石家庄、呼和浩特、南昌、温州、佛山、贵阳、南宁、海口、湖州、唐山、临沂、嘉兴、绍兴、南通、徐州、泉州、太原、烟台、乌鲁木齐、潍坊、珠海、洛阳、中山、兰州、金华、淮安、吉林、威海、淄博、银川、扬州、芜湖、盐城、宜昌、西宁、襄阳、绵阳等。

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

从公司土地储备决策流程的具体执行情况来看，每年初公司会根据对当年房地产市场的预判以及每年开发量等制定当年的土地储备政策和规划。区域公司和地区子公司在发现合适的项目资源后，会同财务、工程、营销等部门，对项目进行初步沟通和论证，形成初步的可行性研究报告并上报公司。公司不定期召开战略管控委员会评审会，对潜在项目进行分析研究，并形成决议，对土地获取价格、项目预计售价、开发成本等各方面形成框架性的要求。决议形成后，区域公司和地区子公司在该框架下参与土地竞拍。

由于公司并不刻意追求规模扩张，公司土地储备规模保持稳健增长，以能满足公司未来4~5年开发需求为目标。从近三年公司土地储备的资金投入情况看，2013年土地支出增加较大，主要是当年销售情况良好，需补充土地规模较大所致；2014年土地支出出现明显下降，主要是公司从市场景气度出发，降低土地储备投入力度所致；2015年，公司处于市场景气度以及土地高溢价率因素考虑继续缩减购地规模，土地购置区域向一、二线城市集中，导致公司土地购置面积大幅减少，新增购置土地主要为一、二线城市预计带来较高收益的项目，但一、二线城市土地单价高，购地支出较上年大幅增长。截至2015年末，公司土地储备建筑面积约1,949.10万平方米，如下表所示，公司近两年土地购置面积逐年递减，2014年，公司实际购置土地面积191.80万平米，对应建筑面积451.20万平米，分别较上年下降了37.03%和51.10%；2015年，公司实际购置土地面积102.00万平米，对应建筑面积398.50万平米，分别较上年下降了46.82%和11.68%。但整体看，公司土地储备仍属充足。

表6 近三年公司土地储备获取情况（单位：万平方米、万元）

年份	土地购置面积	对应建筑面积	用途	购地支出	期末土地储备
2013年	304.60	922.70	房地产开发	3,422,938	2,393.90
2014年	191.80	451.20	房地产开发	1,355,328	2,207.20
2015年	102.00	398.50	房地产开发	2,506,295	1,949.10

数据来源：公司提供

从2015年底公司土储的结构上看，2013年获得的土地面积占比较高，占比为34.69%，由于自2014年开始公司逐渐放慢土地购买进度，导致年末土地储备中2015年获取的建筑面积为398.50万平方米，占2015年末土地储备的20.45%。从公司土地储备的价格情况来看，近三年公司土地储备楼面地价波动较大，主要受各年度获取土地位置和单价影响较大所致，但整体上，公司土地储备价格处于合理水平。

表7 2015年底公司土地储备获取时间分布情况（单位：万平方米、%、万元、元/平方米）

项目	2013年	2014年	2015年	2015年末合计
土地储备	676.20	442.70	398.50	1,949.10
土地储备占比	34.69	22.71	20.45	100.00
购地支出	3,129,337	1,265,828	2,573,225	9,714,610
购地支出占比	32.21	13.03	26.49	100.00
土地储备均价	4,627.83	2,859.34	6,457.28	4,984.15

资料来源：公司提供

注：表中不包含2012年及以前获取的土地信息，导致各年数字加总后小于2015年末合计数字。

从公司土地储备的区域分布来看，公司土地储备主要集中于一、二线城市。如下表所示，2015年末，公司共在 23 个城市拥有 46 个项目的土地储备，其中公司进入了全部 4 个一线城市，并进入了 13 个二线城市及 6 个三线城市。以面积计算，一线城市土地储备占 13.11%，二线城市土地储备占 62.21%，三线及以下城市土地储备占 24.68%；以购地支出计算，一线城市土地储备占 36.35%，二线城市土地储备占 45.03%，三线及以下城市土地储备占 18.62%。从土地储备的均价来看，根据公司购地支出统计数据，公司在一、二线城市的土地储备价格均处于合理水平，三线城市土地储备均价较高，主要系公司三线城市项目主要分布在福州、佛山等地，该区域经济较为发达，土地出让价格较高所致。总体上公司土地储备以一、二线城市为主，质量较好，价格合理。

表8 公司2015年末土地储备情况（单位：个、万平方米、%、万元、元/平方米）

城市类型	一线城市	二线城市	三线城市	总计
项目数量	7	23	16	46
土地储备规划建筑面积	255.5	1,212.5	481.1	1,949.1
土地储备面积占比	13.11	62.21	24.68	100.00
购地支出	3,531,406	4,374,337	1,808,868	9,714,610
购地支出占比	36.35	45.03	18.62	100.00
土地储备均价	13,821.55	3,607.70	3,759.86	4,984.15

资料来源：公司提供

随着公司 2016 年加快土地购置，公司土地储备面积进一步增长。截至 2016 年 3 月末，公司土地储备建筑面积共计 2,096.2 万平方米，对应可售面积合计达 1,592.6 万平方米。

总体看，公司土地储备规模较大，以一、二线城市为主（以购地支出计算），土地储备区域分布较为合理，土地储备质量较高；近年来由于公司策略变化，土地储备量增速有所放缓，但仍能够满足未来几年开发需求；公司在一线城市创新土地获得方式，以规避经营风险。

### 3. 土建招标和原材料采购

公司将采购分为土建、装修、材料等不同部分，但采购方式基本相同。公司采用集中采购与分散采购相结合、以集中采购为主的采购模式。

#### 土建招标

土建招标采购是公司发包量最大的采购项目，年均发包量在 300 亿元左右，2015 年由于开发项目施工量增加，发包量增长至 400 亿以上。由于该等供应商主要提供建造服务，公司并不直接管理供应商的内部流程，因此公司主要通过管理供应商和与其建立深入稳定的合作关系的方式控制施工质量。

公司选择实力较强的土建方进行合作。公司对招标过程进行严格管理，一般需要由工程子公司、区域公司和地区公司三方联合进行招标和评标，以保证土建方的选择过程公平、透明。

工程造价管理方面，公司依据各地区历史项目数据，并参考周边地区相应的施工造价情况，能够较为准确的确定公司的合理造价范围。公司依据该造价范围与建设方沟通，确定最终工程价格，并签订包干协议。建设方依据工程造价控制自身成本，一般情况下不会出现因建设方原因的成本上调。

供应商管理方面，公司管理与监察中心主要通过资质、综合实力、供应及时性、产品质量、施工安全和施工进度等方面对供应商进行考核，每个季度在区域内进行供应商排名，对于当季考核不达标的供应商公司要求其整改，若出现多次警告而不能整改完成的供应商即终止合作。

经过多年经营，公司积累了较多的土建承包方的资源，目前公司与全国多家建筑企业合作。

2015年，公司前五名供应商占建筑发包量的8.56%，集中度较低，如下表所示。

表9 2015年度公司建筑承包商集中度情况（单位：万元、%）

年份	建筑承包商名称	发包金额	占当期同类发包量比重
2015年	建筑承包商 1	161,725	3.44
	建筑承包商 2	80,092	1.70
	建筑承包商 3	57,366	1.22
	建筑承包商 4	55,527	1.18
	建筑承包商 5	48,153	1.02
<b>合计</b>		<b>402,863</b>	<b>8.56</b>

资料来源：公司提供

工程结算方面，公司与承包商采用按工程进度支付工程款的方式进行结算，在工程完工时能够支付大约80%的工程款，工程完工验收后，支付15%工程款，剩余5%工程款于两年质保期后支付。

### 材料采购

近年来公司集中采购金额约为40到50亿元。公司材料供应分为甲供和乙供两类。甲供材料是指由公司采购并运至项目现场使用的材料，乙供材料是指由总包方采购的材料。公司甲供材料包括电梯、管线、电缆、墙砖地砖、洁具、空调、热水器等，乙供材料主要是需要在项目当地采购的钢筋、混凝土和石材等。甲供材料在材料采购中占主要部分，每年发包量40亿元左右。

对于甲供材料供应商的筛选、管理、考核和淘汰，公司采用与上述土建供应商类似的模式。公司拥有材料供应商70多家，从2015年供应商集中程度来看，前五位的材料供应商占同类发包量的比重为34.29%，集中度尚可。

表10 2015年度公司材料供应商集中度情况（单位：万元、%）

年份	材料供应商名称	采购金额	占当期同类发包量比重
2015年	材料供应商 1	28,148.53	8.71
	材料供应商 2	28,003.91	8.43
	材料供应商 3	27,239.01	8.67
	材料供应商 4	15,989.08	4.95
	材料供应商 5	11,435.33	3.54
<b>合计</b>		<b>110,815.86</b>	<b>34.29</b>

资料来源：公司提供

公司对甲供材料采取集中采购、分散供货的模式，由公司总部根据建设计划确定采购规模。公司的原材料采购均采取招标方式进行，由区域公司、工程公司和地区公司共同组织原材料采购招标。公司建立了供应商数据库，公司对新进入的供应商会实地考察其生产设施和经营状况，并经过区域公司和公司本部的评判委员会进行评判，合格后纳入公司供应商体系。公司主要与各个主要材料的全国前十位的供应商合作，一般要求供应商在价格和供货能力方面配合公司要求。招标过程由区域公司、地区公司和工程公司共同参与，要求至少六家供应商独立参与竞标，从中选取两到三家具有价格和供货优势的供应商进行合作。

成本控制方面，公司依据历年来在各个不同地区的采购历史数据，形成了各种主要材料的价

格指导区间，能够有效防止过高和过低价格对公司正常成本管控和质量控制的干扰。供货价格每年根据行情进行调整。

公司与供应商签订合同后，区域公司根据建设进度向供应商发出发货指令，并每半年对供应商的供货及时性、供货质量等进行综合履约评判，并进行打分，对于不合格或者出现三次重大投诉的供应商剔除出供应商库，在未来几年将不与之合作。

货款支付方面，2015年起，公司依托自身的品牌影响力和较高的信用水平，采用在供应商货物到达施工现场验收后支付50%的货款，项目竣工后支付至95%的货款，剩余5%货款作为质保金在竣工两年内支付的方式与供应商结算。

整体看，公司采用集中采购为主的采购模式，公司对供应商的筛选、管理和评价有具体有效的措施方法，公司对采购成本具有较强的控制能力。

#### 4. 项目建设开发情况

公司采用总公司、区域公司、地区公司的三层管理架构，公司房地产开发业务均以地区公司作为经营实体。

公司对工程建设进度进行严密计划，每个项目在获取时就已经制定了项目周期的完整开发和销售计划。每年初，公司依据项目计划和预计销售进度将当年建设目标按照区域和地区公司进行分解，并落实到每个项目的开发进度。公司工程子公司、营销子公司和战略投资部配合建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行，供货量能够保证销售进度。公司每半年对现有项目的建设、销售等情况进行分析，动态调整建设计划，以适应市场变化，减少资金占压。

公司力求通过加强管理提高项目周转速度。地区公司根据公司下达的工程计划的主要工程节点，结合自身情况进行细化至200多个详细的工程进度节点，并进行跟踪监控，确保工程进度。公司项目从拿到土地开工建设到实现预售一般需要8到10个月。

质量管理方面，公司下属工程公司对工程质量进行管控，各个地区公司的工程人员负责所在项目工程质量的日常管理，工程公司和区域公司定期或不定期对工程质量进行巡检，发现材料质量问题或者工程施工质量问题，及时向材料供应商或工程承包商反馈，要求其整改，整改不到位的，计入公司季度打分系统。

从公司房地产开发建设情况看，近三年公司年度新开发建设规模呈现一定波动性，2014年，由于上年销售情况良好，公司提升新开工面积至635.40万平方米；2015年，公司新开工面积438.40万平方米，较上年大幅下降，主要是2015年房地产市场受宏观调控影响，整体房地产市场景气度下降，出于谨慎考虑，公司放缓了开工进度。截至2014年末，公司在建面积1,293.70万平方米，较2013年基本持平；2015年由于公司新开工面积减少，当年末在建面积1,075.50万平方米，较2014年末减少16.87%。由于公司2013、2014年新开工面积较大，公司2015年竣工面积656.60万平方米，较2014年末增加2.95%，竣工项目达34个，具体如下表所示。

表11 近三年公司项目开发情况

项 目	2013年	2014年	2015年
新开工项目数（个）	26	28	26
新开工面积（万平方米）	621.80	635.40	438.40
竣工项目数（个）	19	22	34
竣工面积（万平方米）	287.20	637.80	656.60

期末在建项目数（个）	51	48	40
期末在建面积（万平方米）	1,296.10	1,293.70	1,075.50

资料来源：公司提供

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

2016 年一季度，公司新开工项目 4 个，新开工建筑面积 63.50 万平方米；截至 2016 年 3 月末，公司期末在建项目合计 41 个，对应在建面积 1,139.00 万平方米。

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

#### 5. 房产销售情况

公司下辖项目的销售全部采用自主销售方式，经过多年发展，公司拥有一支专业销售队伍。公司对销售费用进行了严格管理，每年营销费用控制在销售额的 1% 以内。

公司年初依据公司自身战略和市场情况制定年度销售计划，并分解落实到区域公司，区域公司再将销售计划分解至地区公司和项目。公司考核区域公司的销售进度情况，区域公司对各地区公司的销售情况进行监督考核。

销售价格方面，公司参考周边对标项目价格、成本利润率目标及市场行情走势等因素确定楼盘销售价格，一般较周边楼盘略有溢价以体现公司品牌价值。销售手段方面，出于维护公司品牌形象的考虑，公司很少采用降价促销等方式加快楼盘回款，而是在蓄客阶段做好充分准备，通过提升项目内在质量和客户品牌认同度的方式提升销售速度。公司楼盘去化速度依不同项目略有不同，但整体上从开始预售到楼盘交房不超过 18 个月。

公司要求下属房地产项目实现各类不同品质房源的均匀销售，以确保较为稳定的经营利润水平。公司每季度对各个项目的利润水平进行检查，对于利润低于目标的项目会要求其进行整改。

从公司近三年销售情况看，受房地产市场刚需增长及公司销售策略影响，公司销售面积呈现逐年上升态势。2014 年，公司实现签约销售面积 458.20 万平方米，较 2013 年增加 17.94%，实现签约销售金额 563.49 亿元，较上年上升 7.63%。2015 年实现签约销售面积 563.90 万平方米，较 2014 年增加 23.07%，实现签约销售金额 651.27 亿元，较上年上升 15.58%，主要系 2015 年房地产限购政策放松房地产行业景气度提高所致；但销售金额增幅低于销售面积增幅，主要系不同项目销售价格存在差异化所致。从销售价格上看，公司项目定位高端，销售均价较高，近三年每平方米销售均价均保持在万元以上，但 2015 年受公司销售二线城市房地产项目较多影响，公司当年签约销售均价较 2014 年小幅下降至 1.15 万元/平方米，如下表所示。

表12 公司近三年销售概况

项 目	2013 年	2014 年	2015 年
达预售项目（个）	55	63	68
签约销售面积（万平方米）	388.50	458.20	563.90
签约销售金额（万元）	5,235,224	5,634,888	6,512,743
签约销售均价（万元/平方米）	1.35	1.23	1.15
结转收入面积（万平方米）	301.20	406.52	570.09
结转收入（万元）	3,323,275	4,886,020	7,012,157

资料来源：公司提供

从公司可售项目情况来看，公司可售项目规模较大，2015 年末合计尚余可售面积 662.88 万平方米，能够满足公司未来一年的销售需求。从公司可售项目的区域分布看，大部分项目位于二、三线城市，分别占 2015 年末公司可售项目面积的 65.26%和 28.17%，如下表所示。

表13 公司2015年末可售项目情况（单位：个、平方米、%）

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
项目数量	14	52	28	94
2014 年销售面积	440,012.74	2,483,678.54	1,403,408.36	4,327,099.64
2015 年销售面积	715,658.98	2,805,067.61	1,765,271.13	5,285,997.72
剩余可售面积	435,239.92	4,326,134.44	1,867,452.81	6,628,827.17
剩余可售面积占比	6.57	65.26	28.17	100.00

数据来源：公司提供

2016 年一季度，公司签约销售面积 88 万平方米，签约销售金额 1,207,172 万元。

从公司提供的未来三年销售计划来看，未来三年公司将继续实行稳健进取的销售政策，逐步提升销售规模，预计未来营业收入能够保持上升趋势，如下表所示。

表14 公司预计未来三年销售及回款情况

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

数据来源：公司提供

注：表中数据不代表公司对于未来经营情况的承诺。

整体看，公司销售组织有序、管理得当、执行情况良好；公司可售房源主要位于二、三线城市，规模适当，近年来三线城市房地产市场景气度下降较快，公司面临一定去化压力；预计未来销售量及回款将继续保持增长态势。

## 6. 自持物业情况

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 2015 年末，公司共持有商业物业 62.33 万平方米，入账成本 48.69 亿元，2015 年末公允价值 135.77 亿元。公司自持物业分布在北京、济南和沈阳三个城市。从自持物业的增值情况看，2015 年末公司自持物业公允价值较入账成本增值 178.82%，具体如下表所示。

表15 2015年末公司自持物业情况（单位：万平方米，万元）

物业名称	位置	建筑面积	业态	入账成本	公允价值 (2015年末)	2013年 收入	2014年 收入	2015年 收入
中海地产广场	北京	8.78	写字楼	74,032	276,100	11,113	14,044	14,335
中海凯旋写字楼	北京	2.47	写字楼	17,348	95,200	7,338	11,352	12,155
中海广场	北京	14.53	写字楼及商业	182,722	671,700	22,831	28,505	29,864
环宇城	济南	17.83	写字楼及商业	118,705	146,000	796	1,344	2,780
环宇城	沈阳	18.72	写字楼及商业	94,134	168,700	--	1,207	4,808
<b>合计</b>	--	<b>62.33</b>	--	<b>486,941</b>	<b>1,357,700</b>	<b>42,078</b>	<b>56,452</b>	<b>63,942</b>

数据来源：公司提供

从上述自持物业产生的收入来看，随着公司自持物业规模增加以及相关配套成熟，近三年租金收入稳步提升，年均增长 23.27%，2015 年实现收入 6.39 亿元。

整体上看，公司自持物业主要为写字楼和商业地产，整体规模不大，增值率较高，近三年租金收入稳步增长。

#### 7. 经营效率

由于公司主营住宅地产销售，实行快周转模式，对去化要求较高，公司存货周转率较高，2013~2015 年分别为 0.30、0.32 和 0.47 次；随着公司营业收入逐年递增，流动资产周转率呈上升趋势，分别为 0.32、0.35 和 0.44；同时，公司总资产周转率也呈上升趋势，分别为 0.29、0.32 和 0.39。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司各项经营效率指标均位行业较好水平。

表16 房地产开发类上市公司2015年经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
<b>中海地产集团</b>	<b>0.47</b>	<b>0.44</b>	<b>0.39</b>
万科 A	0.41	0.39	0.33
恒大地产	0.30	0.27	0.22
保利地产	0.30	0.34	0.29
碧桂园	0.60	0.49	0.36
世茂股份	0.39	0.41	0.22

资料来源：Wind资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率稳步提升，在房地产行业位于较好水平。

#### 8. 关联交易

2015 年，公司与关联方发生关联销售合计 13.00 亿元，主要是公司向关联公司采购工程施工服务所致，此类关联交易金额占公司主营业务成本的 2.76%，所占比重较小。2015 年末，公司应付关联方工程款 19.77 亿元，此类交易定价公允，对公司信用水平影响不大。2015 年末，公司与关联方之间形成的其他应收款合计 384.14 亿元，其他应付款 575.24 亿元，主要是公司作为实际控制人中国海外发展有限公司中国内地业务的财务中心，对实际控制人旗下的中国内地房地产关联企业进行集中资金管控所致；公司其他应付款中与关联方的往来款没有固定偿还期限，不需要支付利息。

整体看，公司与关联方之间的业务往来按一般市场经营规则进行，交易定价按市场价格执行，

但对公司经营和财务独立性影响较小。公司与关联方之间的应收及应付款规模较大，属于日常经营往来，风险不大，但应关注由此对公司财务独立性带来的不利影响。

#### 9. 经营关注

##### 公司土地储备及在建面积规模大，存在一定的去化压力

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

##### 未来开发资金需求规模较大

公司在建项目规模较大，预计随着公司经营规模的扩大，对建设开发资金的需求将保持较大规模，公司现金流与开发资金的匹配不当会对公司经营产生一定影响。

#### 10. 未来发展

公司预计中央政府对房地产的调控会适度放松，房地产的流动性会有所改善，行业整体仍然是挑战与机会并存。公司将充分发挥稳健的财务结构以及多元融资管道的优势，积极增加财务资源，前瞻性把握投资机会，多种方式吸纳优质土地，在防范风险的同时积极寻找市场机会，确保持续增长，扩大市场占有率，巩固行业内的领先地位。

公司经营方面，公司将继续秉承“慎微笃行，精筑致远”的经营理念，坚持企业务实和诚信的一贯作风，稳中求进。公司将坚持中高端市场精品定位，按“精耕细作，品牌经营”的方针，秉持精品意识，精耕细作，精益求精。产品质量和品牌的提升能减低房屋销售价格下调的压力，并可节省公司的营销费用支出，促使公司获取高于行业的超额利润。

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

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

财务管理方面，公司将会进一步加强财务管理，加快销售回款，控制好营销、行政和财务费用，做到审慎理财，贯彻“现金为王，以收定支”的资金管理原则。公司仍然将会大力扩展融资管道，充分利用国际、香港的融资平台，并加快资金周转，强化资源保障能力，改善公司的债务结构，为公司业务发展提供强而有力的资金支持。

总体看，公司未来的经营方针稳健可行，具有明显自身经营特色，能够保证未来几年公司的健康发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报告遵照财政部于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的《企业会计准则》编制。近三年，公司合并范围发生一定变化，但公司主营业务一直为房地产开发与经营，并未发生重大变化，公司财务数据可比性较强。截至 2015 年底，公司纳入合并范围的子公司共 78 家。

表 17 2013~2015 年公司合并范围变化情况 (单位: 个)

年份	增加	减少
2013 年	16	3
2014 年	6	0
2015 年	7	3

资料来源: 公司审计报告

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

截至2016年3月末, 公司合并资产总计2,050.72亿元, 负债合计1,313.15亿元, 股东权益(含少数股东权益) 737.58亿元, 其中归属于母公司的所有者权益705.03亿元。2016年1~3月, 公司实现营业收入99.79亿元, 净利润(含少数股东损益) 0.35亿元, 其中归属于母公司所有者净利润为0.23亿元; 2016年1~3月, 公司经营活动现金流量净额为28.99亿元, 现金及现金等价物增加额116.02亿元。

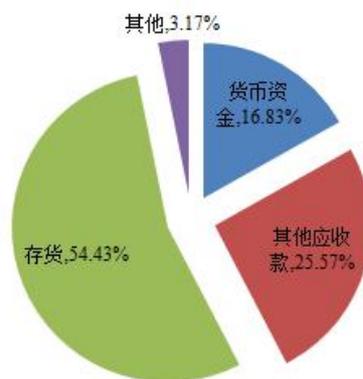
## 2. 资产质量

2013~2015年, 公司资产规模保持较快增长, 年均复合增长达17.97%, 截至2015年底, 公司资产规模总计1,908.92亿元, 较年初增长8.74%, 其中流动资产占比90.13%, 非流动资产占比9.87%。公司资产构成以流动资产为主, 符合房地产开发企业特征。

### 流动资产

2013~2015年, 随着公司经营规模的逐步扩大, 公司流动资产快速增长, 年均复合增长达17.76%。截至2015年底, 公司流动资产总额达1,720.48亿元, 较年初增加8.34%, 主要系其他应收款大幅增加所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成, 如下图所示。

图5 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告

2013~2015年, 公司为保障公司业务运营, 公司货币资金期末余额一直保持较高水平, 分别为135.77亿元、242.43亿元和289.50亿元, 截至2015年底, 公司货币资金较年初增加19.42%。其中, 99.98%为银行存款, 0.02%为可其他货币资金, 其中存放在境外的款项为7.33万元。

2013~2015年, 公司其他应收款保持较快增长, 年均复合增长达67.93%, 主要系关联方往来

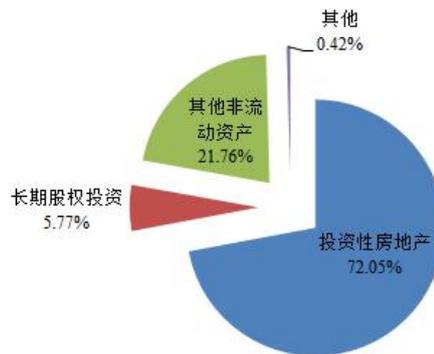
款增加所致。截至 2015 年底，公司其他应收款余额 439.97 亿元，较，主要是保证金、押金、备用金（合计占比 10.43%）和关联方往来款（占比 87.31%）。2015 年公司其他应收款较年初增加 113.62%，主要系关联方往来款大幅增加所致。从账龄结构看，账龄一年以内的占比 82.96%，1~2 年的占比 12.73%，2 年以上的占比 4.31%。在计提坏账准备方面，公司根据以往的经验、债务单位的实际财务状况和现金流量的情况以及其他相关信息进行个别分析计提坏账准备。截至 2015 年末，公司累计计提坏账准备 4.14 万元。

近三年，公司存货规模呈先升后降趋势，年均复合增长 1.38%。公司存货构成主要为已完工开发产品和在建开发产品（开发成本）。截至 2015 年底，公司存货账面价值为 936.38 亿元，较年初减少 13.23%，主要系当期在建开发产品减少所致。其中，在建开发产品、已完工开发产品占比分别为 83.23%、16.46%，公司存货中以在建项目居多。由于公司房地产项目销售情况较好，项目保值增值的能力较强，故公司未对存货计提跌价准备。

### 非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模稳步增长。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 188.44 亿元，较年初增加 12.46%，主要系投资性房地产和其他非流动资产增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产组成，如下图所示。

图6 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

公司部分房地产项目采用合营方式进行。近三年，长期股权投资呈逐年增长趋势，年均复合增长 7.48%；截至 2015 年底，公司长期股权投资期末余额 10.87 亿元，较年初变化不大，主要是对 9 个合营房地产企业的投资，合营房地产企业主要位于深圳、杭州、苏州、宁波、武汉及太原等地区。2015 年，公司长期股权投资权益法下确认的投资收益为 2.11 亿元，长期股权投资质量较好。

公司投资性房地产主要是公司为资本增值而持有的房地产，近三年年均复合增长 26.84%，主要系房产升值导致其公允价值增加所致，截至 2015 年底，公司投资性房地产账面价值 135.77 亿元，较年初增加 9.91%。其中，投资性房地产公允价值累计增值 87.08 亿元。

近三年，公司其他非流动资产均为委托贷款，主要用于对关联企业的资金支持，近三年年均复合增长 6.51%。截至 2015 年底，委托贷款余额为 41.00 亿元，较年初增加 26.96%，主要系于关联方之间的资金拆借增加所致。

截至 2016 年 3 月末，公司资产规模总计 2,050.72 亿元，较年初增长 7.43%，其中流动资产占比 90.73%，非流动资产占比 9.27%，整体资产结构较年初相比，变化幅度小。

总体看，公司资产规模较大，主要以流动资产为主，且货币资金规模较大，资产质量较高。但存货在流动资产及总资产中的占比均较大，且在在建开发产品居多，会对资产流动性产生一定影响。

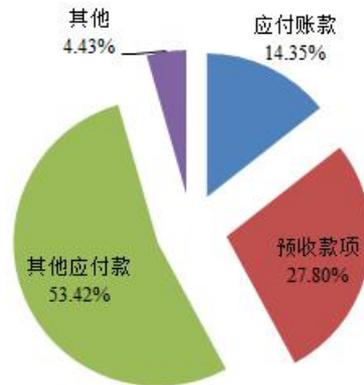
### 3. 负债及所有者权益

2013~2015 年，公司负债规模持续增长，年均复合增长 13.05%，截至 2015 年底，公司负债合计 1,272.12 亿元，较年初增加 1.00%。负债结构方面，近三年公司负债主要以流动负债为主，2015 年底，公司流动负债和非流动负债占比分别为 86.23%和 13.77%。

#### 流动负债

2013~2015 年，公司流动负债规模波动上升，近三年年均增长 9.32%，截至 2015 年底，公司流动负债合计达 1,097.00 亿元，较年初减少 6.52%。公司流动负债以应付账款、预收款项和其他应付款为主，如下图所示。

图7 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

近三年，公司应付账款快速增长，年均增长达 50.70%。截至 2015 年底，公司应付账款余额为 157.44 亿元，较年初增长 15.49%，主要系房地产项目应付的工程款、工程保证金和销售佣金、广告费等费用增加所致。公司账龄超过一年的重要应付账款占比 3.47%，占比较小。

公司预收款项主要是预收的购房款，近三年呈先增后降趋势，年均复合减少 1.35%。截至 2015 年底，公司预收款项 304.95 亿元，较年初减少 12.41%，主要由预收房款组成，其中账龄超过一年的重要预收款占 12.01%。

公司作为实际控制人中国海外发展有限公司中国内地业务的财务中心，对实际控制人旗下的中国内地房地产关联企业进行集中资金管控，受此影响，公司其他应付款主要是应付的关联方款项，近三年年均复合增长 7.37%。截至 2015 年底，公司其他应付款 586.05 亿元，较年初减少 6.93%，主要系应付关联方款项减少所致。从年末其他应付款构成来看，应付关联方往来款占 98.16%，其余为外部往来款、投标保证金等；从期限结构来看，账龄超过一年的重要其他应付款（前五大）占比 39.06%，占比一般。公司其他应付款中的应付关联方款项没有固定偿还期限，不需要支付利息，对公司没有实际的还本付息压力。

#### 非流动负债

2013~2015 年，公司非流动负债规模大幅增长，年均复合增长 50.31%，截至 2015 年底，公

司非流动负债合计 175.12 亿元，较年初增加 103.56%，主要系 2015 年度公司发行公司债券所致。公司非流动负债中，长期借款占比 40.67%，应付债券占比 45.68%，递延所得税负债占比 13.64%。

近三年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 7.30%。截至 2015 年底，公司长期借款 71.23 亿元，较年初增加 8.83%。公司长期借款中，信用借款 2.13 亿元，担保借款 63.51 亿元。公司长期借款到期日均为 2017~2018 年，其中 2017 年到期的长期借款占 47.70%，公司面临一定的集中偿付债务的风险。公司长期借款综合资金成本约为 4.88%，综合资金成本较低。

2015 年，公司分两期发行公司债券共计 80.00 亿元，票面利率分别为 3.40% 和 3.85%，截至 2015 年末，公司应付债券余额 80.00 亿元。

近三年，公司递延所得税负债年均复合增长 23.60%，主要系投资性房地产公允价值上升而产生的应纳税暂时性差异；截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 23.89 亿元，较年初增加 13.64%。

2013~2015 年，公司有息债务规模逐年增长，年均复合增长 52.70%。截至 2015 年底，公司全部债务为 164.84 亿元，较年初增长 69.45%，其中短期债务和长期债务占比分别为 8.26% 和 91.74%，以长期债务为主。截至 2015 年底，公司短期债务 13.61 亿元，较年初减少 57.24%，主要系一年内到期的长期借款减少所致；长期债务 151.23 亿元，较年初增加 131.06%，主要系发行公司债券所致。

近三年，公司资产负债率分别为 72.56%、71.75% 和 66.64%，呈下降趋势，主要系大量预收款项结转收入使得公司负债的增幅小于资产规模的增幅所致；公司全部债务资本化率分别为 15.81%、16.40% 和 20.56%；长期债务资本化比率分别 14.12%、11.66% 和 19.19%，公司有息债务水平较低。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 1,313.15 亿元，较年初增加 3.23%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 88.03% 和 11.97%，负债总量与负债结构与上年末相比，变化幅度小。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 157.69 亿元，较年初减少 4.34%，其中短期债务和长期债务占比分别为 13.85% 和 86.15%，以长期债务为主。截至 2016 年 3 月底，公司短期债务 21.84 亿元，较年初增加 60.47%，主要系一年内到期的长期借款增加所致；长期债务 135.85 亿元，较年初减少 10.17%，主要系长期借款减少所致。

截至 2016 年 3 月底，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 64.03%、17.61%、15.55%，较上年末均有所下降。

总体看，随着公司业务规模的扩大，公司负债规模快速增长，但资产负债率水平呈下降趋势；公司总负债中主要以应付账款、预收账款和其他应付款等商业信用占款为主，有息债务规模较低，融资成本也较低，公司实际债务水平不高。

### 所有者权益

2013~2015 年，随着公司经营积累快速增加，公司所有者权益保持较快增长，年均增长达 30.07%。截至 2015 年底，公司所有者权益 636.80 亿元，较年初增加 28.40%，主要系未分配利润快速增长所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益为 604.37 亿元，少数股东权益为 32.43 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 16.55%，资本公积占 0.01%，其他综合收益占 0.01%，盈余公积占 0.28%，未分配利润占 83.14%。公司所有者权益主要由未分配利润构成，所有者权益稳定性较弱。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 737.58 亿元，较年初增加 15.83%，主要系实收资本增加所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益为 705.03 亿元，少数股东权益为 32.55 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 28.37%，资本公积占 0.05%，其他综合收益占 0.03%，

盈余公积占 0.24%，未分配利润占 71.31%。公司所有者权益主要由未分配利润构成，所有者权益稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益规模较大，但其中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

#### 4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入快速增长，分别为 336.35 亿元、498.81 亿元和 723.14 亿元，年均复合增长 46.63%；同期，营业成本也快速攀升，分别为 223.91 亿元、321.02 亿元和 470.51 亿元，年均复合增长达 44.96%。成本增幅略低于收入增长，使得公司毛利率近三年呈小幅波动趋势，分别为 33.43%、35.64%和 34.93%。近三年，公司净利润分别为 68.25 亿元、104.43 亿元和 142.87 亿元，年均复合增长 44.69%。期间费用方面，2013~2015 年，在销售费用快速攀升的推动下，公司费用总额年均复合增长 40.38%，2015 年公司费用总额为 19.57 亿元，同比增长 14.58%。其中，公司销售费用近三年年均增长达 45.28%，增长主要来自广告费、销售管理费及咨询代理费用的快速增加，2015 年公司销售费用为 9.53 亿元，较上年增长 19.18%。随着公司有息债务规模的逐年增长，公司财务费用不断增加，年均复合增长达 91.99%，2015 年为 4.25 亿元，较上年增长 9.33%。公司管理费用增长相对平缓，近三年年均复合增长率为 16.49%，2015 年公司管理费用为 5.78 亿元，较上年增加 11.43%。尽管公司费用总额增长较快，但从费用在收入中的占比情况看，近三年费用收入比分别为 2.95%、3.42%和 2.71%，呈波动下降趋势，表明公司期间费用在收入中的占比仍处于合理的范围内。

此外，公司持有投资性房地产产生的公允价值变动收益也为公司利润水平带来一定贡献，近三年分别为 10.75 亿元、17.86 亿元和 11.29 亿元，占公司营业利润的比重分别为 11.98%、12.72%和 6.07%。公司合营项目中竣工结算项目波动下降，公司投资收益年均复合减少 5.29%，近三年公司投资收益分别为 2.35 亿元、0.76 亿元和 2.11 亿元。

公司营业外收入包括固定资产处置利得、违约赔偿及罚款收入、政府补助等，近三年公司分别营业收入为 0.52 亿元、0.77 亿元和 0.23 亿元，营业外收入对公司利润水平的影响较小。

从各项盈利指标来看，2013~2015 年，公司营业利润率变动幅度不大，近三年分别为 25.73%、27.83%和 26.56%。公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率略有增长，2015 年分别为 21.30%、10.46%和 25.23%，较 2014 年分别上升 0.23 个百分点、1.11 个百分点和 1.28 个百分点。从与国内大型房地产上市公司盈利指标比较来看，公司盈利能力处于行业较好水平(如下表所示)。

表 18 2015 年部分房地产上市公司相关指标比较 (单位: %)

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

资料来源: wind资讯

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

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 99.79 亿元，占 2015 年全年营业收入的 13.80%；实现净利润 0.35 亿元，占 2015 年全年净利润的 0.24%，占比较小，主要系投资性房地产公允价值变动收益为负值所致。

总体看，近年来公司收入及利润规模快速增长，利润水平较高，盈利能力很强。

## 5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015年，公司近三年经营活动现金流入量分别为1,117.06亿元、801.34亿元和983.65亿元，年均复合减少6.16%，主要系收到关联方的款项、存款利息等的波动下降所致。近三年，公司经营活动现金流出为1,128.56亿元、706.58亿元和999.45亿元，年均波动下降5.89%，主要系公司采购商品、接受劳务支付的现金和支付给关联方的款项等波动下降所致。公司近三年现金流量净额分别为-11.50亿元、94.76亿元和-15.80亿元。在公司销售收入不断增长的情况下，近三年公司现金收入比分别为130.85%、101.55%和94.35%，呈下降趋势。

从投资活动情况来看，2013~2015年，公司投资活动现金流入量波动下降，分别为30.55亿元、12.00亿元和28.04亿元，年均复合减少4.20%，主要系收到的其他与投资活动有关的现金中收回的委托贷款波动减少所致。公司投资活动现金流出受支付的其他与投资活动有关的现金影响较大，近三年波动较小，分别为26.79亿元、20.10亿元和24.70亿元，公司支付的其他与投资活动有关的现金，主要实为关联方提供委托贷款。受上述因素影响，近三年公司投资活动产生的现金流量净额分别为3.76亿元、-8.10亿元和3.33亿元。

从筹资活动情况来看，2013~2015年，公司筹资活动现金流入量呈上升趋势，分别为30.38亿元、44.72亿元和117.59亿元，主要是通过借款取得的现金和发行债券取得的现金。近三年，公司筹资活动现金流出量波动增加，分别为29.61亿元、24.72亿元和58.04亿元，主要是用于偿还借款、支付利息的现金支出。近三年筹资活动现金流均呈净流入状态，产生的现金净流量分别为0.77亿元、20.00亿元和59.54亿元。

2015年1~3月，公司经营活动现金净流量净额为28.99亿元，现金收入比为133.82%；投资活动现金流量净额为-4.74亿元，净流量为负值主要为关联方提供委托贷款金额较大所致；筹资活动现金流量净额为91.77亿元。

总体看，公司经营活动现金流入量呈波动下降态势；投资活动支出规模基本持平；筹资规模呈大幅增长趋势，有利于公司业务规模的扩张。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，公司流动比率和速动比率均呈上升趋势，主要系其他应收款大幅增长所致。近三年，流动比率分别为1.35倍、1.35倍和1.57倍，速动比率分别为0.36倍、0.43倍和0.71倍。近三年，公司现金短期债务比分别为15.38倍、7.62倍和21.27倍，公司现金类资产对短期有息债务的覆盖水平很高。近三年公司经营现金流动负债比率平均值为1.45倍，但2015年为-1.44倍，公司经营现金流量净额不能覆盖流动负债。总体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，近三年，随着公司利润的增长，公司EBITDA持续上升，分别为94.32亿元、163.33亿元和191.72亿元。在公司EBITDA的构成中，利润总额的占比逐年提升，2015年占比达到96.99%，折旧、摊销及计入财务费用的利息支出占比逐年下降，2015年分别为0.04%、0.01%和2.96%。同期，随着公司有息债务规模的逐年增加，公司EBITDA利息倍数近三年分别为19.08倍、22.14倍和27.68倍，公司EBITDA对利息的覆盖程度很高；近三年，EBITDA全部债务比分别为1.33倍、1.50倍和1.16倍，公司EBITDA对全部债务的覆盖程度高。整体上，公司长期偿债能力很强。

截至2016年3月底，公司未决诉讼涉单笔金额较小，不存在重大未决诉讼，预计不会对公司

的正常经营产生较大影响。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10440304000231401），截至2016年6月24日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至2016年3月底，公司对外担保余额2.00亿元（不含对购房者按揭贷款的担保），为对重庆嘉益房地产开发有限公司的担保金额2.00亿元，担保到期日为2017年6月15日。被担保企业为与公司存在关联关系的房地产开发企业，发生或有负债的风险较低。

截至2016年3月底，公司获得金融机构授信额度合计518.00亿元，未使用额度440.31亿元，公司间接融资渠道畅通。

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

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2016年3月底，公司全部债务总额为157.69亿元，本次拟发行债券规模为60亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行规模较大。

以2016年3月底财务数据为基础，假设募集资金净额为60亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为20.98%、22.79%和65.06%，债务负担有所加重，但公司有息债务负担仍属较轻。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还银行贷款，公司发行本次债券后的实际债务负担将小于上述预测值。

### 2. 本次债券偿债能力分析

以2015年的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为983.64亿元，对本次债券发行额度（60亿元）的保护倍数为16.39倍；EBITDA为191.72亿元，对本次债券发行额度（60亿元）的保护倍数为3.20倍。公司经营活动产生的现金流入量和EBITDA对本次债券的保护程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内大型房地产开发企业，品牌影响力大，综合竞争力强；公司土地储备充足，产品定位中高端，盈利能力很强，未来能够持续取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

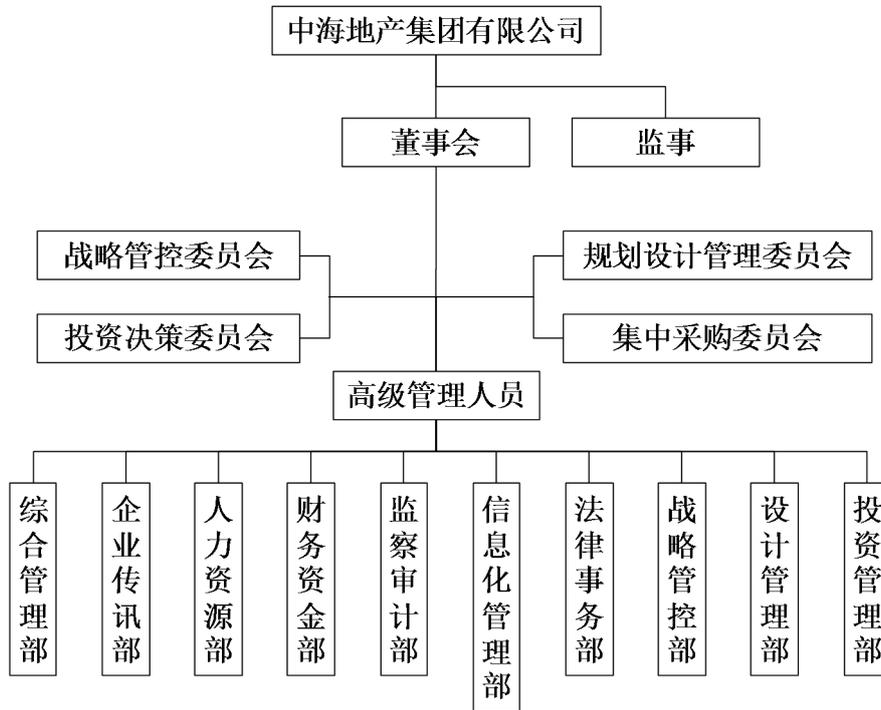
## 九、综合评价

近年来，在房地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入持续稳健增长，盈利水平保持行业领先，品牌影响力大，债务负担较轻，资产质量良好。公司业务覆盖主要的一、二线城市和部分三线城市，土地储备充足，产品利润率高，抵抗行业周期性风险的能力强。同时，联合评级也关注到房地产政策及市场波动对开发商的影响较大，以及在建项目资金需求量较大等因素对其信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着公司在售项目实现销售以及在建项目逐步竣工，公司收入规模和盈利能力有望持续提升。

基于对公司主体长期信用以及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

### 附件 1 中海地产集团有限公司组织机构图



## 附件 2 中海地产集团有限公司 主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,371.77	1,755.52	1,908.92	2,050.72
所有者权益 (亿元)	376.42	495.96	636.80	737.58
短期债务 (亿元)	8.83	31.83	13.61	21.84
长期债务 (亿元)	61.87	65.45	151.23	135.85
全部债务 (亿元)	70.69	97.28	164.84	157.69
营业收入 (亿元)	336.35	498.81	723.14	99.79
净利润 (亿元)	68.25	104.43	142.87	0.35
EBITDA (亿元)	94.32	146.33	191.72	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.50	94.76	-15.80	28.99
应收账款周转率 (次)	53.95	64.96	53.28	--
存货周转率 (次)	0.30	0.32	0.47	--
总资产周转率 (次)	0.29	0.32	0.39	--
现金收入比率 (%)	130.85	101.55	94.35	133.82
总资本收益率 (%)	17.77	21.06	21.30	0.12
总资产报酬率 (%)	7.99	9.35	10.46	0.22
净资产收益率 (%)	20.17	23.94	25.23	0.06
营业利润率 (%)	32.63	35.15	34.60	16.71
费用收入比 (%)	25.73	27.83	26.56	4.12
资产负债率 (%)	72.56	71.75	66.64	64.03
全部债务资本化比率 (%)	15.81	16.40	20.56	17.61
长期债务资本化比率 (%)	14.12	11.66	19.19	15.55
EBITDA 利息倍数 (倍)	19.08	22.14	27.68	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.33	1.50	1.16	--
流动比率 (倍)	1.35	1.35	1.57	1.61
速动比率 (倍)	0.36	0.43	0.71	0.80
现金短期债务比 (倍)	15.38	7.62	21.27	18.57
经营现金流动负债比率 (%)	-1.25	8.07	-1.44	2.51
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.57	2.44	3.20	--

注：2016 年一季度报表未经审计；本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；本报告财务数据及指标计算均为合并口径。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<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
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债  
 全部债务=长期债务+短期债务  
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销  
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 中海地产集团有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年中海地产集团有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中海地产集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中海地产集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中海地产集团有限公司的相关状况，如发现中海地产集团有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如中海地产集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至中海地产集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中海地产集团有限公司、监管部门等。

