



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2015] 314号

方兴地产投资管理（上海）有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“方兴地产投资管理（上海）有限公司公开发行2015年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证券评估信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。



方兴地产投资管理（上海）有限公司 公开发行 2015 年公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	方兴地产投资管理（上海）有限公司
发行规模	不超过人民币 22 亿元（含 22 亿元）
债券期限	不超过 10 年（不含 10 年）
债券利率	本次债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，不超过国务院限定的利率水平，在债券存续期内固定不变。
偿还方式	本次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。
增信方式	发行主体控股股东中国金茂控股集团有限公司就本次债券兑付提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

概况数据

方兴上海	2012	2013	2014	2015.H1
总资产（亿元）	196.03	274.47	360.76	341.71
所有者权益（亿元）	13.46	39.83	56.73	59.18
总债务（亿元）	57.00	54.89	119.43	89.63
营业收入（亿元）	28.79	78.38	46.43	12.93
营业毛利率（%）	26.36	35.68	39.63	29.14
EBITDA（亿元）	5.80	27.55	16.24	-
所有者权益收益率（%）	32.77	52.19	20.95	7.60
资产负债率（%）	93.14	85.49	84.28	82.68
总债务/ EBITDA（X）	9.83	1.99	7.35	-
EBITDA 利息倍数（X）	1.39	7.29	2.88	-
净负债率（%）	268.58	15.39	165.34	104.80
中国金茂	2012	2013	2014	2015.H1
总资产（亿港元）	825.02	1,208.43	1,380.26	1,473.04
所有者权益（亿港元）	345.03	472.19	563.33	625.19
总债务（亿港元）	282.75	358.06	467.59	486.44
营业收入（亿港元）	171.76	207.19	295.48	73.82
营业毛利率（%）	41.91	44.41	39.12	41.22
EBITDA（亿港元）	79.40	100.32	120.82	-
所有者权益收益率（%）	11.42	10.66	11.81	6.52
资产负债率（%）	58.18	60.93	59.19	57.56
总债务/ EBITDA（X）	3.56	3.57	3.87	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.61	5.02	4.70	-
净负债率（%）	42.93	44.50	58.06	49.53

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
 2、2015年6月份所有者权益收益率指标均经年化处理；
 3、中国金茂财务数据计量单位为港元，方兴上海财务数据计量单位为人民币。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（简称“中诚信证评”）评定发行主体方兴地产投资管理（上海）有限公司（以下简称“方兴上海”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映方兴上海偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。中诚信证评肯定了方兴上海控股方中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）雄厚的股东背景、很强的品牌知名度、良好的区域布局以及优质商业为其带来的稳定现金流，方兴上海在中国金茂体系内的重要地位以及丰富的土地一级开发经验对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到中国金茂部分项目的去化情况以及一级土地开发所具有的不确定性可能对公司及本次债券信用质量产生的影响。

中诚信证评评定“方兴地产投资管理（上海）有限公司公开发行 2015 年公司债券”的信用等级为 AAA，该级别反映了本次债券信用质量极高，信用风险极低。该级别同时考虑了中国金茂控股集团有限公司就本次债券兑付提供的全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保所起的保障作用。

正面

- 方兴上海控股股东中国金茂具有雄厚的股东背景。中国金茂实际控制方中国中化集团公司（以下简称“中化集团”）是国务院国资委监管的国有重要骨干企业，2014 年位列《财富》全球 500 强第 107 位，综合实力雄厚；中国金茂是中化集团在房地产业务板块的唯一运营平台，得到了中化集团多方面的支持。
- 中国金茂具有很高的品牌知名度，区域布局优势明显，且优质的商业及酒店物业可形成稳定现金流。目前，中国金茂在住宅及商业物业领域已形成了“金茂”品牌，具有广泛的市场影响力；同时，其可售及储备资源集中于上海、北京、广州、重庆和长沙等一二线城市，自持商业及高星级酒店亦具有较高的品质并集中于

分析师

吴天璇

txgong@ccxr.com.cn

庞珊珊

sspang@ccxr.com.cn

李诗哲

shzhli@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2015年11月4日



一线城市或旅游热点城市的核心地段，可为其未来发展提供有力保障。

- 方兴上海在中国金茂体系内具有重要地位，并具有丰富的土地一级开发经验。方兴上海是中国金茂在境内最重要的房地产开发业务投资平台，其重要的战略地位使中国金茂对其业务发展进行了持续的支持。同时，方兴上海在长沙梅溪湖项目中累积了丰富的土地一级开发经验，并已形成了较为成熟的业务模式，为在其他区域的推广复制形成了基础。
- 中国金茂提供连带保证责任担保的具有增信效果。近年来中国金茂业务规模快速增长，并具有较强的盈利能力及获现能力，目前其债务期限结构合理、财务结构稳健；同时中国金茂承诺将继续支持方兴上海，并积极协调多种渠道以支持本次债券还款安排。

关注

- 中国金茂部分项目去化情况。近年来中国金茂已竣工物业规模有所增长，存货的比重逐年上升，需要关注其别墅等高端物业以及二线城市商业的去化情况。
- 土地一级开发进展存在一定不确定性。考虑到土地一级开发项目受当地城市规划调整以及政府审批环节、拆迁进度等影响较大，项目开发进度把控具有一定难度，或对公司及中国金茂的经营管理能力提出更高要求。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

概 况

发债主体概况

方兴地产投资管理（上海）有限公司（以下简称“方兴上海”或“公司”）成立于 2007 年 11 月 15 日，系由中国金茂控股集团有限公司¹（以下简称“中国金茂”）出资成立的外商独资企业，注册资本 800 万美元（折合人民币 5,865.20 万元）。中国金茂成立于 2004 年 6 月，2007 年 8 月 17 日在香港联合交易所主板上市，股票代码 00817.HK。截至 2015 年 6 月 30 日，中化香港（集团）有限公司（以下简称“中化香港”）持有中国金茂 53.98% 股权，中化香港为中国中化股份有限公司（以下简称“中化股份”）全资子公司，中国中化集团公司（以下简称“中化集团”）持有中化股份 98% 股权。中化集团是国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）批准以地产开发和酒店经营作为主营业务之一的中央企业，中国金茂为其旗下唯一的房地产运营平台。

作为中国金茂在中国境内的重要运营主体，方兴上海目前主要从事房地产开发业务，开发项目以中高端住宅为主，项目主要分布于北京、上海、长沙、丽江和青岛等城市。截至 2015 年 6 月 30 日，公司纳入合并范围内控股子公司共 29 家，合营、联营子公司 6 家。

截至 2014 年 12 月 31 日，公司资产总额 360.76 亿元，所有者权益（包含少数股东权益）56.73 亿元，负债总额 304.04 亿元，资产负债率为 84.28%；2014 年公司共实现营业总收入 46.43 亿元，净利润 11.88 亿元，经营活动净现金流 -32.99 亿元。

截至 2015 年 6 月 30 日，公司资产总额 341.71 亿元，所有者权益（含少数股东权益）59.18 亿元，负债总额 282.54 亿元，资产负债率为 82.68%；2015 年 1~6 月公司实现营业总收入 12.93 亿元，净利润

2.25 亿元，经营活动净现金流 17.38 亿元。

本次债券概况

表 1：本次债券概况

债券概况	
债券名称	方兴地产投资管理（上海）有限公司公开发行 2015 年公司债券
发行规模	不超过人民币 22 亿元（含 22 亿元）
债券期限	不超过 10 年（不含 10 年），可以为单一期限品种，也可以为多种期限的混合品种；具体期限构成和各期限品种的发行规模根据发行时的市场情况确定
债券利率	本次债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定；本次债券采用单利按年计息，不计复利
偿还方式	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
募集资金用途	本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司下属子公司银行贷款、补充公司流动资金
增信方式	中国金茂控股集团有限公司就本次债券兑付提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

行业分析

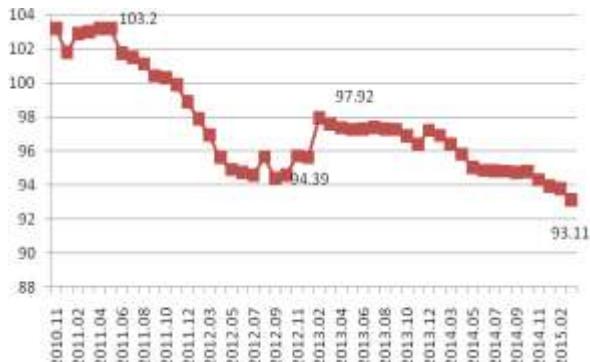
全国房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010 年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自 2012 年 3 月开始逐步回升，2013 年房地产市场延续了 2012 年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。

¹ 中国金茂原名方兴地产（中国）有限公司（以下简称“方兴地产”），根据方兴地产公告，2015 年 8 月 25 日股东特别大会上，公司股东通过建议更改本公司名称的特别决议案后，香港公司注册处处长已批准名称更改，并于 2015 年 9 月 9 日颁发《公司更改名称证明书》，其法定名称正式变更为中国金茂控股集团有限公司。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在 2007 年 11 月触顶，达到 106.59；至 2009 年 3 月探底，至 94.74。本轮在 2010 年 3 月触顶，达到 105.89 后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于 2011 年 12 月份跌落至 98.89。2012 年以来，前 9 个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至 2012 年 9 月国房景气指数为 94.39，较 2011 年末降低 4.5。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013 年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景度较 2012 年有所回升，国房景气指数全年保持在 97 左右。2014 年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至 2014 年 12 月末，国房景气指数为 93.93 点。进入 2015 年，国房景气指数延续下滑态势，截至 3 月末，国房景气指数回落至 93.11，较上年末下降 0.82 点。

图 1：2010.11~2015.03 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2012 年全国共完成房地产开发投资 71,804 亿元，同比增长 16.2%，增速回落 11.9 个百分点。2013 年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资 86,013 亿元，同比增长 19.8%，增幅比 2012 年提高 3.6 个百分点。2014 年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资 95,036 亿元，增速已经下降至 10.5%。2015 年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速在一季度仍延续回落态势，

2015 年 1~3 月，全国房地产开发投资 16,651 亿元，同比名义增长仅为 8.5%。

图 2：2012.03~2015.03 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，受房地产投资增速下滑的影响，2012 年全国房屋新开工面积增速大幅下滑，并出现负增长，当年全国房屋新开工面积 177,334 万平方米，下降 7.3%。2013 年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较 2012 年呈明显提升，2013 年全国房屋新开工面积 201,208 万平方米，较 2012 年增长 13.5%，增幅提高 2 个百分点。2014 年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014 年，房地产新开工面积 179,592 万平方米，同比下降 10.7%。2015 年一季度，房地产开发企业对新项目开发仍持谨慎态度，房地产新开工面积 23,723.62 万平方米，同比下降 18.45%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面，2012 年，房地产开发企业在政策走势及市场持续性回暖并不明朗、资金面压力依然较大等多方面因素作用下，减少了土地购置活动和支出。2012 年，房地产开发企业土地购置面积 35,667 万平方米，较 2011 年下降 19.5%；土地成交价款 7,410 亿元，同比下降 16.7%，降幅较 2011 年扩大 6.4 个百分点。2013 年随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013 年地方政府面临较大的债务压力，

土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013年，房地产开发企业土地购置面积38,814万平方米，比上年增长8.82%，土地成交价款9,918亿元，增长33.9%，增速提高2.4个百分点。2014年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积33,383.03万平方米，同比下降14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为10,019.88亿元，同比增长1.0%。2015年一季度，房地产业土地购置面积4,051.42万平方米，同比下降32.37%，同期房地产业土地成交价款下滑27.82%至1,123.16亿元。

从销售情况看，2012年随着调控政策效益的显现，房地产市场需求出现萎缩，商品房销售增长缓慢，2012年全国商品房销售面积111,304万平方米，同比增长1.8%，增速降低3.1个百分点；商品房销售额64,456亿元，同比增长10%，增速降低2.1个百分点，商品房销售面积和销售额增速继续回落。在宏观调控政策的持续影响下，房地产投机性需求得以遏制，刚性和改善性需求成为房地产市场主要购买力。2013年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积130,551万平方米，比上年增长17.3%，增速比2012年提高15.5个百分点；其中，住宅销售面积增长17.5%，办公楼销售面积增长27.9%，商业营业用房销售面积增长9.1%。商品房销售额81,428亿元，增长26.3%，增速比2012年提高16.3个百分点；其中，住宅销售额增长26.6%，办公楼销售额增长35.1%，商业营业用房销售额增长18.3%。

2014年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014年，全国商品房销售面积和销售额分别为120,649万平方米和76,292亿元，同比分别下降7.6%和6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降9.1%和7.8%。在销售下滑和高库存的双重压力下，住房价格涨幅趋缓，2014年1~4月，百城住宅价格指数环比虽有增长，但涨幅亦逐步缩小，自2014年5月以来，百

城指数环比已经连续下降9个月。2015年一季度全国商品房销售面积与销售额分别为18,254万平方米和12,023亿元，同比分别下降9.23%和9.34%，仍呈现下跌态势；同期百城住宅价格亦延续2014年四季度下跌态势，但跌幅有所收窄，累计小幅下跌0.18%。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。截至2014年末，全国商品房待售面积6.22亿平方米，较2013年末增加1.29亿平方米。其中，住宅待售面积4.07亿平方米，较2013年末增加0.83亿平方米。2015年3月商品房待售面积6.50亿平方米，同比增加24.6%，增幅在连续3个月下滑后首次扩大，待售面积创历史新高。

从房地产企业资金来源看，从房地产企业资金面的情况看，2014年，房地产开发企业到位资金121,991亿元，比2013年下降0.1%。结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导位置，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比超过70%。

表2：2012~2014年房地产开发投资资金来源

指标	单位：亿元、%		
	2012	2013	2014
资金来源合计	96,538	122,122	121,991
同比增长率	12.7	26.5	-0.1
其中：自筹资金	39,083	47,425	50,419
占比	48.48	38.83	41.33
同比增长	11.7	21.3	6.3
国内贷款	14,778	19,673	21,242
占比	15.31	16.11	17.41
同比增长	13.2	33.1	8.0
利用外资	402	534	639
占比	0.42	0.44	0.52
同比增长	-48.8	32.8	19.7
其他来源	42,275	54,491	49,689
占比	43.79	44.62	40.73
同比增长	14.7	28.9	-8.8

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2014年，全国房地产到位资金12.20万亿元，同比下降0.1%。其中，2014年其他来源资金4.97万亿元，同比下降8.8%，该类资金占比也下降至40.73%；在其他来源资金中，定金及预收款3.02

万亿元，同比下降 12.4%，个人按揭贷款 1.37 万亿元，同比下降 2.6%。自筹资金和国内贷款同比增速分别为 6.3% 和 8.0%，占比分别提高至 41.33% 和 17.41%。从房地产贷款余额的结构看，个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款中的占比一直保持在 60% 以上。截至 2014 年末，全国个人购房贷款余额为 11.52 万亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 66.32%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.41%。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2012~2014 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 46.6%、26.7% 和 57.2%，连续保持高速增长。2014 年末，保障性住房开发贷款余额达 1.14 万亿元，占同期房产开发贷款的 26.64%。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个，大幅增加近 50 个。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。

2013 年全国房地产市场调控基调贯彻始终，但不同城市政策导向出现差别化。年初，国务院出台“新国五条”，进一步明确了支持自住需求、抑制投机投资性购房是房地产市场调控必须坚持的一项基本政策。下半年以来，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多交由地方政府决策。

2014 年继“两会”上中央提出分类调控后，地方政府纷纷自主出台调整政策，集中在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面，南宁率先松绑限购政策，之后其他限购城市陆续放松限购，10 月份后仅剩“北上广深”和三亚尚未放松限购；对于更为重要的资金层面，中央政府相继出台央五条、定向降准，以及央行银监会放松“二套房”贷款的认定标准等微刺激措施引导、稳定住房消费，支持居民合理的住房需求。

自 2014 年下半以来，政策面对房地产的支持力度日渐增强。2014 年 9 月 30 日，中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持；2015 年 3 月 30 日，人民银行、住建部与银监会联合下发《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%；同日，财政部下发《财政部国家税务总局关于调整个人住房转让营业税政策的通知》，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税。与此同时，中国人民银行多次宣布降准，以缓解银行可贷资金不足问题，促进上述政策实际落地；此外，上海、浙江、江苏、安徽、深圳、福建等省市的楼市公积金新政落地；津闽粤自贸区总体方案、长江中游城市群发展规划、温州民营经济创新发展示范区等获批。

表 3：2014 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2014.01	国土资源部	《组建不动产登记局，开展不动产统一登记》国土资源部将协调有关部门建立部际联席会议制度，加快组建不动产登记局，扎实开展不动产统一登记
2014.02	中国人民银行	中央明确提出要落实差别化住房信贷政策，满足首套自住购房的贷款需求，切实提高保障性安居工程金融服务水平
2014.03	全国人大	全国人大正在推进房地产税立法工作，在其出台之前，不动产登记、住房信息联网等将先期进行
2014.03	国务院	《国家新城城镇化规划》，2020 年要实现常住人口城镇化率达到 60% 左右，户籍人口城镇化率达到 45% 左右。
2014.04	中国人民银行	中央人民银行宣布将降低部分农村商业银行存货准备金率
2014.05	国土资源部	从 2014 年开始，用 3 年左右时间全面实施不动产统一登记制度，用 4 年左右时间运行统一的不动产登记信息管理基础平台
2014.05	央五条	优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求；合理确定首套房贷款利率水平；及时审批和发放符合条件的个人住房贷款；严格执行个人住房贷款各项管理规定；加强对住房贷款风险的监测分析
2014.05	发改委	《关于创新企业债券融资方式扎实推进棚户区改造建设有关问题的通知》在多个方面强化了对企业债券融资支持棚户区改造的政策支持，包括增加棚改相关的城投发债指标，放宽棚改概念企业债发行条件，推出项目收益类债券、扩大债范围等举措
2014.06	中国人民银行	从 2014 年 6 月 16 日起，对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2014.07	住建部	《第一次全国住房城乡建设工作座谈会》，对房地产政策完善提出了三点落实意见：千方百计消化库存；进一步加强房地产结构调整；完善房地产项目周边配套设施
2014.07	国务院常务会议	住房保障和公积金制度实施范围逐步扩大到农民工、《不动产登记暂行条例》公开征求意见
2014.09	中国人民银行和银监会	《关于进一步做好金融服务工作等通知》，放松了“二套房”贷款的认定标准
2014.10	住建部、财政部和中国银行	《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，放宽公积金贷款条件，职工连续缴存 6 个月即可申请公积金贷款，并取消四项收费
2014.11	中国人民银行	自 2014 年 11 月 22 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。
2015.02	中国人民银行	自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房款首付可低至四成
2015.03	中国财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	中国人民银行	自 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委要负责坚持分类指导，因地施策，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展
2015.05	中国人民银行	自 5 月 11 日起下调金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%，一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%；同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，放松首套房贷认定、降低二套房首付比例、公积金贷款优惠、调整营业税全额征收的免征期以及降息等举措，在稳定购房者预期的同时，能够有效降低置业门槛，减轻二手房交易的税

费负担，有助于改善型需求在短期内的释放。同时，随着货币政策进入降息周期，购房成本和房地产企业资金成本也将不同程度回落。房地产行业政策面从过去的“严格调控”向“正常化”的回归，将对房地

产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

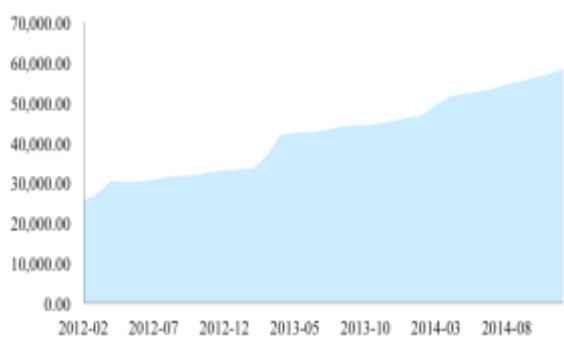
行业关注

2014年下半年以来，政策层面对房地支持持续增强，但政策效果仍有待观察，短期内依旧难以扭转库存加大的局面，去库存将为房地产市场的主基调

2014年我国房地产市场出现分化，部分城市商品房价格下降，库存压力加大，去化周期明显延长。为此，住建部在2014年坚持“双向调控”的政策基调，根据不同地区、不同城市的具体情况灵活制定相应的调控手段。而从2014年下半年以来，鉴于整体经济下行压力较大，房地产行业景气度欠佳，政策层面的支持力度持续增强，以促进房地产企稳回升。2015年3月末商品房待售面积64,998万平方米，同比增加24.6%，增幅在连续3个月下滑后首次扩大，待售面积创历史新高；另根据中国指数研究院的数据显示，主要代表城市的出清周期明显延长。行业利好政策频出，虽然在短期内有助于引导市场预期，有望带动需求释放；但无法从根本上扭转市场供需失衡，库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。

图3：近年来全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升

近年来，持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2014年中国房地产企业销售

TOP100 排行榜》显示，2014年全国行业排名前10的房产企业销售额占全国市场的比例从2013年的13.72%上升至17.19%，增加了3.47个百分点，升幅同比提升了2.51个百分点；前20和前50的房产企业同比也分别提升了4.27个百分点和5.42个百分点，提升幅度加大。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

竞争优势

方兴上海控股股东中国金茂是中化集团旗下唯一房地产业务平台，具有雄厚的股东背景

中国金茂实际控制方中化集团成立于1950年，前身为“中国化工进出口总公司”，为国务院国资委监督的国有重要骨干企业。中化集团业务涵盖能源、农业、化工、地产、金融五大领域，是中国四大国家石油公司之一，最大的农业投入品（化肥、种子、农药）一体化经营企业，领先的化工产品综合服务商，并在高端地产酒店和非银行金融领域具有较强的影响力。中化集团现在境内外拥有300多家经营机构，控股“中化国际”（SH,600500）、“中化化肥”（HK,00297）、“中国金茂”（HK,00817）等多家上市公司，是“远东宏信”（HK,03360）的第一大股东，并于2009年6月整体重组改制设立中国中化股份有限公司。截至目前中化集团已先后24次进入《财富》全球500强，2014年位列第107位，综合实力雄厚。

在房地产业务方面，中化集团是21家经国务院国资委批准以发展和投资房地产业务为其一向核心业务的中央国有集团公司之一，同时也是批准以酒店业务作为主营业务的6家中央国有集团公司之一。中国金茂为中化集团旗下唯一的房地产开发平台，具有重要战略地位，中化集团给予中国金茂关于地产业务的上市不竞争承诺，其可在经营管理、资金支持等方面获得中化集团的有力支持。

中国金茂具有很强的品牌知名度且区域布局优势明显

中国金茂始终坚持以品质为主，注重从战略布局、规划设计、园林建设、装修装饰、材料设备、工程质量、社区配套、产品营销等多方面入手，着力打造高品质的城市综合体以及精致的商业住宅，形成了以“金茂广场”为代表的高端公建产品系列和以“府、悦、墅、山、湖、湾”为代表住宅产品系列，在全国范围内累积了丰富的项目开发经验及很高的品牌知名度，并在房地产市场树立了精品化标杆的品牌形象。写字楼方面，中国金茂拥有北京凯晨世贸中心、上海金茂大厦等地标性建筑，近年来在基本满租的情况下实现了租金水平的同比提升，进一步巩固了区域内地标性建筑的形象地位。酒店经营方面，中国金茂经营酒店坚持走高端精品路线，与万豪、凯悦、希尔顿、喜达屋等国际顶级酒店管理公司建立了良好的合作关系，目前旗下拥有金茂君悦、金茂凯悦、金茂威斯汀、金茂希尔顿、金茂丽思卡尔顿等9家高星级酒店，均位于一线城市或旅游热点的黄金及优越地段，并通过提供高质量的服务获得高收入消费群体的认可，进一步提升了中国金茂品牌和整体形象。

近年来中国金茂保持了稳定增长的销售业绩，且目前其可售资源亦主要集中于一、二线城市，能够为其未来持续发展提供较好保障。截至2014年末，中国金茂在建及拟建项目未售面积为956.46万平方米，主要集中于上海、北京、广州、重庆和长沙等地，上述重点区域可供销售面积占比分别为11.71%、12.41%、11.43%、17.43%和23.71%，合计占比近80%。

受行业整体周期性波动风险影响，目前房地产行业供需失衡、资金和去化压力大、销售竞争加剧，公司坚持审慎稳健的原则进行土地等核心资源的获取，新开发项目重点聚集在一、二线城市，其中二级开发项目投资额的70%位于一线城市。2014年中国金茂首次进入杭州市场，并在北京、上海、广州、南京、重庆、长沙等地竞得多宗优质土地。整体来看，较为优质的可供销售资源以及土地储备，能够较好规避市场风险，为公司销售业绩的持续发展提供较强保障。

中国金茂拥有优质的商业物业资源

除物业开发业务外，中国金茂亦不断拓展商业地产和酒店运营等业务板块，稳定的租金及酒店收入成为公司营业收入的重要构成，多元化战略布局优势逐步凸显。截至2014年末，中国金茂已在北京、上海、南京等地持有并经营总建筑面积约55万平方米的高档物业。

其中，写字楼物业方面，目前公司共持有北京凯晨世贸中心、北京中化大厦、上海金茂大厦、南京玄武湖金茂广场和长沙梅溪湖国际研发中心5个写字楼物业，总建筑面积合计112.21万平方米，近三年整体出租率均在97%以上，全年实现租金收入11.44亿元。商业物业方面，公司选择开发的商用物业项目中最具投资价值的部分进行持有以获取租金收入，同时公司不断调整物业持有和物业销售的比例，以保证经营的平稳和业绩的持续增长。目前公司共拥有4个商业物业项目，分别为上海金茂时尚生活中心、南京玄武湖金茂汇、三亚金茂时尚生活中心和金茂丽江时尚生活中心，总建筑面积14.36万平方米，全年实现租金收入0.84亿元。酒店运营方面，截至2014年末公司共拥有9家酒店，分别位于北京、上海、三亚、深圳、南京和丽江等优越地段，总建筑面积约58万平方米，客房数量3,695间，当年实现营业收入21.27亿港元。整体来看，公司商业物业及酒店运营整体盈利能力持续提高，且能够带来持续稳定的现金流入，对其对债务和利息支出形成一定保障。

表4：2012~2015.H1 中国金茂商业、写字楼经营情况

项目	2012	2013	2014	2015.H1
开业项目 数量	5	7	8	9
出租率	超过97%	超过97%	超过98%	超过97%
租金收入	9.75	10.97	12.28	6.4

注：2013~2015.H1 出租率统计数据未包括南京玄武湖金茂汇项目以及金茂丽江时尚生活中心项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

方兴上海是中国金茂境内最重要的投资平台，重要的战略地位使其获得了中国金茂的持续有力支持

方兴上海定位为中国金茂在中国境内的重要运

营主体，2012年以来中国金茂在境内新增投资项目大部分放入方兴上海。截至目前方兴上海发展中及储备的土地总建筑面积已占中国金茂储备的71%；同时，随着项目投资推进，方兴上海资产规模快速增长，2014年末资产总额占中国金茂资产规模比重约为26%，收入占比约为16%，未来随着储备项目后续投资以及项目进入回收期，方兴上海资产及收入占比亦将进一步提升。

另外，方兴上海可在资金调拨、直接融资等方面持续获得中国金茂较大力度支持。截至2014年12月31日，方兴上海其他应付款余额137.09亿元，主要系与关联方往来款，同期方兴上海其他应收款余额64.67亿元；直接融资方面，中国金茂为长沙梅溪湖项目二期国开行融资授信提供连带责任担保，以及上海大宁项目银行融资提供安慰性支持函。整体来看，方兴上海战略定位重要，可在项目注入以及资金支持等方面获得中国金茂较大力度支持。

业务运营

作为中国金茂在境内重要投资平台，方兴上海经营策略及战略规划与中国金茂基本一致。目前方兴上海目前主要从事物业开发销售及土地一级开发业务，所开发投资项目主要位于北京、上海、广州、南京、长沙和丽江等地，项目类型以高端住宅为主。2012~2014年，公司分别实现营业收入28.79亿元、78.38亿元和46.43亿元。从收入构成来看，公司营业收入主要来源于土地一级开发，近三年收入占比分别为75.87%、83.66%和62.26%；同期，物业销售收入占比分别为24.13%、16.22%和36.30%。

物业开发及销售

从物业开发项目运作情况来看，近年来公司加快推进高端住宅项目的开发，同时强化运营管理，其新开工面积持续保持增长，开发运营效率显著提升。2012~2014年公司物业开发项目新开工面积分别为34.14万平方米、129.12万平方米和146.39万平方米，年均复合增长率达107.07%；同期竣工面积分别为11.18万平方米、25.17万平方米和20.83

万平方米。

表5：2012~2015.H1 公司物业开发项目开竣工情况

项目	单位：万平方米			
	2012	2013	2014	2015.H1
新开工面积	34.14	129.12	146.39	160.77
竣工面积	11.18	25.17	20.83	14.10

注：不含土地一级开发项目开竣工数据。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至2014年12月31日，公司在建及储备物业开发项目共9个，其中在建项目5个，分别位于北京、上海、长沙和丽江，年末在建面积合计124.34万平方米；储备项目4个，包括北京亦庄金茂逸墅项目、广州广钢项目、长沙梅溪湖F组团项目和青岛高新区项目，计划建筑面积合计185.25万平方米。项目投资方面，公司在开发项目计划总投资514.73亿元（未包括长沙梅溪湖F组团项目投资额），截至2014年末累计已投资291.32亿元，尚需投资223.41亿元。

表 6：截至 2014 年末方兴上海物业开发项目在建及拟建明细

单位：个、亿元、万平方米										
区域	在建项目名称	股权比例	产品类别	总投资额	已投资额	建筑面积	在建面积	累计签约面积	累计结算金额	未售面积
丽江	金茂雪山语+金茂逸墅	100%	商业/住宅	26.92	13.52	33.12	8.83	2.02	3.59	31.11
长沙	金茂梅溪湖	51%	商业/住宅	32.01	26.59	52.59	29.80	15.99	16.39	36.61
北京	亦庄金茂悦	51%	住宅	66.61	44.9	41.48	41.48	-	-	41.48
长沙	金茂悦	70%	商业/住宅	28.41	15.62	48.56	30.15	3.73	2.82	44.82
上海	大宁金茂府	36%	住宅	148.89	110.02	28.92	14.09	-	-	28.92
区域	储备项目名称	股权比例	产品类别	总投资额	已投资额	建筑面积	在建面积	累计签约面积	累计结算金额	未售面积
北京	北京亦庄金茂逸墅项目	51%及 25.5%	住宅	117.74	64.37	55.89	-	-	-	55.89
广州	广州广钢项目	50%	住宅	67.42	16.21	31.43	-	-	-	31.43
长沙	长沙梅溪湖 F 组团项目	100%	商业/住宅	-	-	49.86	-	-	-	49.86
青岛	青岛高新区项目	100%	商业/住宅	26.73	0.09	48.06	-	-	-	48.06
合计	-	-	-	514.73	291.32	389.91	124.35	21.74	22.8	368.18

注：1、项目已投资及拟投资合计数据未包括长沙梅溪湖 F 组团项目投资情况；2、不含土地一级开发项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

物业开发项目销售方面，公司积极创新营销理念及营销手段，2012~2014 年公司分别实现签约销售面积 8.52 万平方米、18.39 万平方米和 26.93 万平方米，销售金额 9.04 亿元、24.71 亿元和 44.88 亿元。从销售区域分布情况来看，公司销售收入主要来源于北京、上海和长沙，其中北京地区签约额占比由 0 大幅提升至 2014 年的 54.40%；其次为长沙地区，2012~2014 年销售金额占比分别为 78.63%、68.19% 和 36.72%。销售均价方面，受益于北京地区销售占比大幅提升，公司销售均价由 2012 年的 10,609.43 元/平方米大幅提升至 2014 年的 16,664.03 元/平方米。

表 7：2012~2015.H1 公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元

指标	2012	2013	2014	2015.H1
销售面积	8.52	18.39	26.93	16.79
签约金额	9.04	24.71	44.88	42.64
结算面积	2.83	10.71	13.52	14.98
结算金额	6.94	12.80	16.69	12.86

注：不含土地一级开发项目销售及结算数据。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

得益于结算资源充分，公司近三年结算面积和结算金额均呈快速增长态势。2012~2014 年，公司结算销售面积分别为 2.83 万平方米、10.71 万平方

米和 13.52 万平方米，年均复合增长率达 118.59%；结算销售金额分别为 6.04 亿元、12.80 亿元和 16.60 亿元，年均复合增长率为 55.04%。从结算区域分布来看，长沙、丽江地区结算收入占比较高，2014 年结算金额占比分别为 68.28% 和 21.50%。

表 8：2012~2014 年公司销售及结算地区分布情况

单位：万平方米、万元

区域	2012		2013		2014	
	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比
北京	-	-	0.00	-	54.40	-
上海	21.37	100	12.43	28.50	4.08	10.21
长沙	78.63	-	68.19	71.50	36.72	68.28
丽江	-	-	19.38	-	4.80	21.50
合计	100	100	100	100	100	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地一级开发

土地一级开发方面，公司在长沙梅溪湖项目中累积了丰富的土地一级开发经验，并已形成了较为成熟的业务模式，为在其他区域的推广复制形成了基础。公司于 2011 年 1 月与长沙河西先导区管理委员会（以下简称“河西先导区管委会”）等各方签署协议，成为长沙梅溪湖项目一级开发项目（一期）（以下简称“梅溪湖一期项目”）的开发主体，主要承担项目区域范围内的征地拆迁、补偿安置、

基础设施建设等全部工程建设及其他相关开发业务。梅溪湖一期项目总占地面积 11,452 亩，总建筑面积约 940 万平方米，业态包括高档住宅、超五星级酒店、5A 级写字楼及酒店式公寓、科技创新中心等，计划于 2016 年 6 月竣工验收，并于 2017 年 6 月完成项目范围内土地出让。

2013 年 10 月 14 日，经大河西先导区管委会确认，公司成为长沙梅溪湖一级开发项目二期的第二投资人；梅溪湖项目二期总占地面积 16,545 亩，总建筑面积约 1,268 万平方米，计划于 2020 年 12 月 31 日前将全部经营性用地出让。2015 年 2 月，公司取得南京江宁上坊中心区棚户区改造项目的一级开发权，该项目开发范围占地面积 3.92 平方公里，规划建筑面积约 380 万平方米，预计于 2020 年 12 月 31 日前完成全部经营性用地供应。

销售方面，近三年公司集中销售长沙梅溪湖一期项目，2012~2014 年公司分别实现签约销售面积 67.59 万平方米、212.57 万平方米和 102.75 万平方米，签约销售金额 50.86 亿元、64.04 亿元和 29.59 亿元。从项目投资情况来看，目前公司从事土地一级开发项目计划总投资 545.00 亿元，截至 2014 年末累计已投资 235.38 亿元，尚需投资 309.62 亿元。

土地储备

土地储备方面，公司坚持深耕一二线城市的战略，并据市场情况择机增加土地储备。同时，公司还通过协议收购等方式获取土地，减少竞价获取项目以降低土地成本。2012~2013 年，公司分别新增北京亦庄金茂悦项目地块和上海大宁金茂府项目地块，新增土地储备权益建筑面积分别为 35.63 万平方和 28.92 万平方米。2014 年，公司新增北京 X87/91、广州广钢、青岛高新和长沙 F 组团 4 宗地块，新增土地储备权益建筑面积 141.59 万平方米。截至 2015 年 6 月 30 日，公司土地储备权益建筑面积为 345.17 万平方米²，其中北京、上海、广州、长沙、丽江和青岛的占比分别为 25.07%、10.98%、9.11%、32.47%、8.46% 和 13.92%。按公司 2014 年物业开发新开工面积估算，目前公司土地储备规模

能够满足其 2~3 年的开发需求，土地储备规模较为合理。

土地储备成本方面，2014 年末公司持有土地储备中，北京、上海和广州地区平均土地收购成本分别为 1.13 万元/平方米、2.31 万元/平方米和 1.04 万元/平方米；其次长沙、丽江和青岛分别为 0.21 万元/平方米、0.12 万元/平方米和 0.10 万元/平方米，土地取得成本相对适中。

表 9：2012~2014 年公司土地储备情况

项目	2012	2013	2014
新增项目（个）	1	1	4
新增土地储备建筑面积	35.63	28.92	185.25
新增土地储备权益建筑面积	35.63	28.92	141.59
新增土地地价总额	35.34	105.85	118.90

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，作为中国金茂在境内最主要的投资运营平台，方兴上海近年来业务规模增速较快，项目储备较丰富且区域布局较好，可对业绩保持提供较好支撑；同时考虑到方兴上海未来将作为中国金茂在境内的资本平台，其业务和资产规模将进一步提升。

公司治理

治理结构

公司已根据《公司法》等相关法律法规的有关要求，建立了较为健全的法人治理结构。由于公司为一人有限公司，股东决议以股东决定的形式出具。目前，公司不设董事会，设执行董事 1 名，并以公司利益最大化为行为准则，制定了相应的议事规则与工作细则。同时，公司设置 1 名监事，依照相关法律法规规定的职责、权限对公司的运行状况实施监督，对股东负责并报告工作。

公司在董事会下设总经理，由执行董事任免。总经理负责公司全面的日常经营管理工作。目前，公司设置了产业发展部、营销管理部、资本市场部、财务管理部、HSE 管理、审计法务部、投资发展部、成本合约部、产品研发部、战略运营部等职能部门，具体负责公司战略、经营计划、资本运营、重大决策、指导及审批子公司各项业务等事宜，保证公司高效运转。

² 土地储备面积系在建面积、竣工面积和拟建面积之和，不包含土地一级开发项目。

总体来看，公司根据法律法规相关规定及自身运营实际情况建立了较为完善的法人治理结构，并设置了相应的职能部门及区域公司运行具体事务，保障公司高效运。

内部管理

内部控制方面，公司在重大事项决策、财务管理、会计核算以及风险控制等方面建立了一系列的规章制度。

重大事项决策方面，公司重大决策程序按照《公司章程》、《资金管理权责体系》以及公司其他管理制度的规定进行。根据公司章程，公司不设股东会，股东负责决定公司重大事项；执行董事向股东负责，负责执行股东决定和制定实施方案；总经理主持公司的日常经营管理工作，决定公司的生产经营计划和重大投资方案，执行执行董事决议，对执行董事负责。

财务管理方面，为了规范内部财务行为、加强财务管理与经济核算，公司根据国家相关会计制度并结合自身实际情况，制定了财务管理制度。公司在会计核算和财务管理方面设置了合理的岗位分工，规定了各个岗位的工作权限，配备了与公司发展相适应的财务人员，保证了会计核算和财务管理合理有效运行。

风险控制方面，公司建立了风险评估、风险审核和风险防范工作机制，以风险评估为切入点，将风险防范意识和内部控制的理念贯彻到事项决策的各个环节之中。公司在做好内部控制的基础上，根据国家对房地产政策的调整、房地产业务发展要求和外部经营环境的变化，针对风险识别和风险评估结果建立综合决策机制，保证重大事项决策的科学性、合理性。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

作为中国金茂在境内最主要的投资运营平台，公司战略规划与中国金茂基本保持一致。方兴上海

在未来三到五年期间将继续坚持做品质地产的引领者，坚持销售加持有的双轮驱动模式，积极探索金融与服务创新，稳健扩大公司规模，不断夯实公司价值和行业地位。

具体来看，在运营模式上公司未来实行“双轮两翼”战略计划，即在坚持物业销售和持有的双轮驱动的同时大力发展金融产品和服务，通过金融服务的方式来盘活资金，从而助推房地产核心业务的发展，不断扩大公司规模。

在战略布局上，公司项目拓展继续向一线、二线城市倾斜，所在区域向城市中心区靠拢，以进一步提高产品溢价率水平。土地储备方面，公司将深耕重点战略区域，以项目内部回报率和净利率为指标，积极获取优质项目，确保充足的土储。土地一级开发方面，公司坚持有节奏的分期投入模式，滚动式分期开发，以缓解资金上的压力，以求资金运用更灵活。

在营销方面，公司将进一步顺应市场趋势，打造系统性的营销体系，加强渠道建设，积极创新，将传统营销与互联网有效结合，在扩大客源的基础上维系好已有客户。在销售方面，公司将确保货源充足，制定有重点的区域推盘计划，将全面销售目标细化分解至每个项目，以确保完成目标。

在财务资金方面，公司继续维持资金集团统筹管理模式，保持稳健财务政策，稳定主营业务净利润率。总体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较符合公司现阶段发展需求，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012~2014年三年连审审计报告，以及未经审计的2015年6月份财务报表。

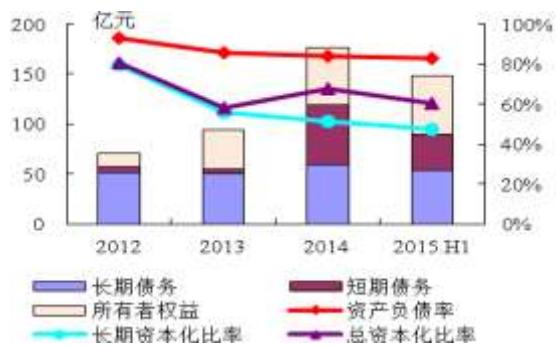
资本结构

随着房地产开发业务规模的快速增长，公司近年来资产规模保持较快的增长态势。2012~2014年末，公司总资产分别为196.03亿元、274.47亿元和360.76亿元，近三年年均复合增长率为35.66%。同

期，随着开发项目和土地储备的增加，公司债务规模和预收款项规模提升趋势显著，使公司负债水平上升迅速，2012~2014 年末公司负债合计分别为 182.57 亿元、234.64 亿元和 304.04 亿元，近三年年均复合增长率为 29.05%。自有资本实力方面，得益于利润累积不断夯实其自有资本以及少数股东权益规模增大，截至 2014 年末公司所有者权益达到 56.73 亿元，近三年年均复合增长率达 105.33%。

财务杠杆比率方面，公司近年财务杠杆水平小幅下降，2012~2014 年公司资产负债率分别为 93.14%、85.49% 和 84.28%，净负债率分别为 268.58%、15.39% 和 165.34%，总资本化比率分别为 80.90%、57.95% 和 67.80%，公司负债水平处于相对较高水平。截至 2015 年 6 月 30 日，公司总资产和总负债分别为 341.71 亿元和 282.54 亿元，资产负债率、净负债率和总资本化比率分别为 82.68%、104.80% 和 60.23%。

图 4：2012~2015.H1 公司资本结构分析



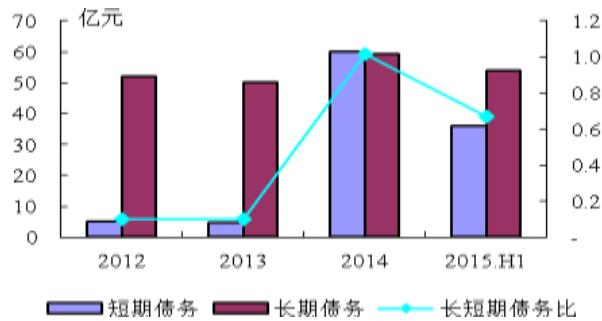
资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，主要包括货币资金、其他应收款和存货。公司货币资金主要由现金、银行存款和其他货币资金构成，2012~2014 年货币资金账面余额分别为 20.86 亿元、48.76 亿元和 25.63 亿元，其中 2013 年货币资金规模大幅增长主要系当年销售增长所致；另截至 2014 年末，公司受限的货币资金为 2.71 亿元，主要为预售监管资金。公司其他应收款主要为关联方往来款，近三年余额分别为 31.65 亿元、29.65 亿元和 64.67 亿元；从账龄期限来看，2014 年末公司其他应收款账龄期限在 1 年以内占比为 99.50%，1~3 年占比 0.49%。存货方面，2012~2014 年公司存货账面余额分别为 130.10 亿元、152.85 亿元和 188.14 亿元，主要由在产品和库存商品构成。

负债方面，公司负债主要由债务、应付账款、预收款项和其他应付款构成。2012~2014 年末公司总债务分别为 57.00 亿元、54.89 亿元和 119.43 亿元，其中 2014 年债务规模大幅增加主要系短期借款大幅增加所致。公司应付账款主要为应付开发成本款，2012~2014 年公司应付账款余额分别为 8.46 亿元、17.46 亿元和 12.50 亿元，其中账龄期限 1 年以内占比 99.97%。同期，公司预收账款年末余额分别为 5.80 亿元、15.19 亿元和 27.36 亿元，均为预收房款。公司其他应付款 2012~2014 年末余额分别为 102.91 亿元、140.37 亿元和 137.09 亿元，占总负债比例分别为 56.37%、59.82% 和 45.09%；从其他应付款构成来看，公司其他应付款主要为应付关联方往来款、应付少数股东款项、押金及定金等，其中关联方往来款近三年占比分别为 89.78%、96.64% 和 94.44%；从账龄来看，期限在 1 年以内（含）71.13%、97.37% 和 98.41%。

从债务规模来看，2012~2014 年末公司总债务余额分别为 57.00 亿元、54.89 亿元和 119.43 亿元。其中 2014 年受拿地规模以及项目建设规模扩大影响，公司当年债务规模较上年有大幅增长。截至 2015 年 6 月末，公司总债务余额下降至 89.63 亿元，主要系偿还长沙东片区等项目借款所致。从债务期限结构看，2012~2015 年 6 月末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.10 倍、0.10 倍、1.02 倍和 0.67 倍。其中 2014 年公司短期借款大幅增加，当年长短期债务比大幅提升，随着本次债券的发行，其债务期限结构将得到优化。

图 5：2012~2015.H1 公司债务期限结构分析



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体看，公司近年来业务规模扩张较快，财务杠杆比率处于相对较高水平，债务期限结构有待进

一步优化，且未来公司仍或有较大规模的项目开发资金需求。

流动性

公司资产以流动资产为主，2012~2014 年公司流动资产分别为 192.92 亿元、266.44 亿元和 330.37 亿元，占资产总额比例分别为 98.43%、97.08% 和 91.58%。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，三项合计占流动资产比重在 80% 以上，其中存货和货币资金占流动资产比重达到 60% 以上。

表 10：2012~2014 年公司流动资产分析

项目	2012	2013	2014
流动资产/总资产	98.42%	97.08%	91.58%
存货/流动资产	67.44%	57.37%	56.95%
货币资金/流动资产	10.81%	18.30%	7.76%
其他应付款/流动资产	16.41%	11.13%	19.57%
(存货+货币资金)/流动资产	78.25%	75.67%	64.71%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

存货方面，公司近年业务规模增速较快，其在建项目开发成本的不断投入使得公司存货规模有所增长。2012~2014 年末公司存货净额分别为 130.10 亿元、152.85 亿元和 188.14 亿元，年均复合增长率为 20.25%。从存货结构来看，公司存货主要由开发成本和开发产品构成，近三年公司存货中开发产品占比保持在 10% 以下，主要为上海东滩金茂逸墅项目、长沙梅溪湖金茂悦和丽江金茂雪山语项目。此外，2014 年末公司使用权受限存货为 35.30 亿元，主要系公司下属子公司北京方兴亦城置业有限公司借款抵押。

表 11：2012~2014 年末公司存货结构分析

项目	2012	2013	2014
存货	130.10	152.85	188.14
存货同比增长率	-	24.30%	36.44%
开发产品	6.03	4.15	16.06
开发产品/存货	4.64%	2.72%	8.54%
开发成本	74.15	139.34	171.52
开发成本/存货	56.99%	91.16%	91.17%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

周转率指标方面，由于土地一级开发项目推进及结算周期较长，公司资产周转率水平偏低。2012~2014 年，公司存货周转效率分别为 0.16 次、

0.36 次和 0.16 次；总资产周转率分别为 0.15 次、0.33 次和 0.15 次。

从现金获取能力来看，由于中国金茂对资金进行统一调配管理，公司资金情况受调拨影响较大，因此其账面现金流数据及流动性指标均表现一般。2012~2014 年，公司经营性现金流净额分别为 8.31 亿元、43.31 亿元和 -32.99 亿元，整体呈现较大波动；货币资金方面，公司 2014 年货币资金占流动资产比重由上年的 18.30% 大幅下降至 7.76%，加之当年短期债务规模大幅增加，2014 年末公司货币资金/短期债务由上年的 9.98 倍下降至 0.43 倍。但与此同时，考虑到公司近年来其他应付款规模持续大幅高于其他应收款规模，中诚信证评认为公司在资金获取方面仍得到中国金茂较大力度支持。

表 12：2012~2015.H1 公司部分流动性指标

项目	2012	2013	2014	2015.H1
货币资金（亿元）	20.86	48.76	25.63	27.61
经营活动现金流净额（亿元）	8.31	43.31	-32.99	17.38
经营净现金流/短期债务（X）	1.65	8.87	-0.55	0.48
货币资金/短期债务（X）	4.13	9.98	0.43	0.77

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，近年来随着项目储备和开发规模的增长，公司存货规模增长较快，但由于土地一级开发项目推进及结算周期较长，公司资产周转速度处于较低水平，未来随着其开发规模的进一步扩大，公司或将面临一定资本支出压力。

盈利能力

公司营业收入主要来源于土地一级开发项目和物业开发项目销售收入。2012~2014 年公司分别实现营业收入 28.79 亿元、78.38 亿元和 46.43 亿元。从收入构成来看，目前土地一级开发业务是公司最主要的收入与利润来源，2012~2014 年土地一级开发项目（即长沙梅溪湖一期项目）结算收入分别为 21.85 亿元、65.58 亿元和 28.90 亿元。另外，公司 2014 年末预收款项余额为 27.36 亿元，可为其未来经营业绩的增长提供一定保障。

营业毛利率方面，得益于土地一级开发业务毛利率提升，公司近三年毛利率呈增长态势，在行业内处于较好水平。2012~2014 年公司营业毛利率分

别为 26.36%、35.68% 和 39.63%。

表 13：2012~2014 年公司主营业务收入分板块情况

收入类别	2012		2013		2014		单位：亿元、%
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	
土地一级开发	21.85	23.36	65.58	36.88	28.90	46.00	
物业销售	6.95	35.77	12.72	29.42	16.85	29.11	
租赁	-	-	0.09	42.25	0.12	30.32	
合计	28.79	26.36	78.38	35.68	45.87	39.63	

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，随着开发规模和销售规模上升，公司销售费用和管理费用逐年增加；同期由于融资产生的财务费用资本化后计入开发成本，公司财务费用较低。2012~2014 年公司期间费用分别为 1.02 亿元、1.35 亿元和 2.72 亿元，同期三费收入占比分别为 3.53%、1.72% 和 5.86%，公司对期间费用整体控制良好。

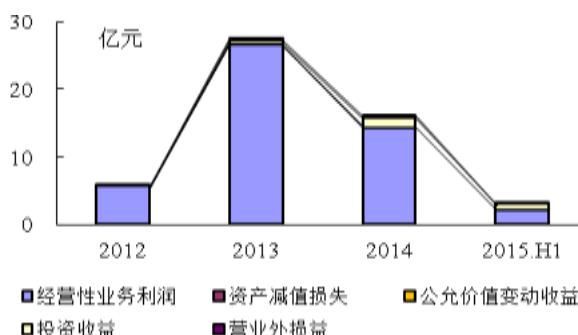
表 14：2012~2015.H1 公司期间费用分析

项目名称	单位：亿元			
	2012	2013	2014	2015.H1
销售费用	0.79	1.15	1.82	0.53
管理费用	0.28	0.59	1.83	0.50
财务费用	-0.05	-0.40	-0.92	-0.36
三费合计	1.02	1.35	2.72	0.67
营业收入	28.79	78.38	46.43	12.93
三费收入占比	3.53%	1.72%	5.86%	5.19%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润主要来自经营性业务利润和投资收益。受收入规模波动影响，尽管公司毛利率水平不断提升，公司经营性业务利润仍呈现较大波动，2012~2014 年分别为 5.61 亿元、25.79 亿元和 14.24 亿元。投资收益方面，2013~2014 年投资收益分别为 0.52 亿元和 1.55 亿元，其中 2014 年委托贷款投资收益增加为公司带来较大的利润补充。综上，公司近三年利润总额分别为 5.78 亿元、27.48 亿元和 16.13 亿元，公司整体盈利能力尚可。

图 6：2012~2015.H1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

偿债能力

从债务规模来看，2012~2014 年公司总债务分别 57.00 亿元、54.89 亿元和 119.43 亿元。其中 2014 年公司总债务大幅增长，主要是短期借款和应付票据增加所致。获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 5.80 亿元、27.55 亿元和 16.24 亿元，与利润总额变动趋势一致。从主要偿债能力指标来看，2012~2014 年公司总债务/EBITDA 分别为 9.83 倍、1.99 倍和 7.35 倍，EBITDA 利息倍数分别为 1.39 倍、7.29 倍和 2.88 倍，均呈现一定波动；但整体来看，公司良好的盈利能力仍可对其债务的偿还提供较好保障。

表 15：2012~2015.H1 公司主要偿债指标

项目	2012	2013	2014	2015.H1
短期债务（亿元）	5.05	4.89	60.20	35.87
总债务（亿元）	57.00	54.89	119.43	89.63
EBITDA（亿元）	5.80	27.55	16.24	-
总债务/EBITDA(X)	9.83	1.99	7.35	-
经营活动净现金流（亿元）	8.31	43.31	-32.99	17.38
经营活动净现金流/总债务(X)	0.15	0.79	-0.28	0.19
EBITDA 利息倍数(X)	1.39	7.29	2.88	-

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司共获得银行及其他金融机构授信额度 158 亿元，其中尚未使用的现金授信额度 75.41 亿元，具有一定备用流动性。

或有负债方面，截至 2014 年末，公司对外担保（不含子公司）22.09 亿元，全部系物业买家的按揭融资。

整体来看，作为中国金茂在境内最重要的投资

平台，公司财务和资金管理受到中国金茂的统一调配，同时近年来随着下属开发项目不断增多，公司资本支出需求有所上升。受上述因素影响，近年来公司杠杆比例及流动性指标表现不甚理想，但考虑到中国金茂给予了方兴上海持续的资金支持，且凭借其明确的战略定位和丰富的项目储备，未来公司可持续发展能力将进一步提升。

增信措施

中国金茂控股集团有限公司就本次债券兑付提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

中国金茂概况

中国金茂控股集团有限公司原名方兴地产（中国）有限公司（本节或简称“公司”），系于 2004 年 6 月 2 日在香港注册成立，注册资本 200 亿港币。2007 年 8 月 17 日，公司在香港联合交易所主板上市，股票代码 00817.HK。截至 2015 年 6 月 30 日，公司总股本 91.61 亿元，中化香港（集团）有限公司（以下简称“中化香港”）持有公司 53.98% 股权。中化香港为中国中化股份有限公司（以下简称“中化股份”）全资子公司，中国中化集团（以下简称“中化集团”）持有中化股份 98% 股权。中化集团为国务院国资委监督的国有重要骨干企业，是经国务院国资委批准以地产开发和酒店经营为主营业务之一的中央企业，截至目前已先后 24 次进入《财富》全球 500 强，其中 2014 年名列第 107 位。

2014 年 7 月 2 日，金茂投资³及金茂（中国）投资控股有限公司联合发行的股份合订单位于香港联交所主板上市交易，中国金茂酒店经营板块实现了分拆上市。另根据方兴地产公告，2015 年 8 月 25 日股东特别大会上，公司股东通过建议更改本公司名称的特别决议案后，香港公司注册处处长已批准名称更改，并于 2015 年 9 月 9 日颁发《公司更改名称证明书》，其法定名称正式变更为中国金茂控股集团有限公司。

中国金茂经营范围包括物业及土地开发、物业租赁、酒店经营、设计和装修服务及其他与房地产

开发相关服务等业务，是中化集团旗下房地产和酒店板块的平台企业。

截至 2014 年 12 月 31 日，中国金茂总资产为 1,380.26 亿港元，净资产为 563.33 亿港元，资产负债率为 59.19%；2014 年中国金茂共实现收入 295.48 亿港元，年度利润 66.56 亿港元，经营活动所用的现金流净额为 -85.96 亿港元。

截至 2015 年 6 月 30 日，中国金茂总资产为 1,473.04 亿港元，净资产为 625.19 亿港元，资产负债率为 57.56%；2015 年 1~6 月实现收入 73.82 亿港元，本期利润 20.37 亿港元，经营活动所得/（所用）的现金流净额为 11.84 亿港元。

业务运营

中国金茂为国内大型高端地产开发商和运营商，目前业务板块涵盖物业开发销售、物业租赁和酒店经营投资经营等。2012~2014 年，公司分别实现收入 171.76 亿港元、207.19 亿港元和 295.48 亿港元，年均复合增长率 31.16%；从收入构成来看，公司收入主要由物业销售收入、物业租赁收入和酒店经营收入构成，其中物业销售收入是公司收入的主要来源，近三年分别实现收入 134.45 亿港元、168.68 亿港元和 255.45 亿港元，占总收入比重分别为 78.28%、81.41% 和 86.45%。

³ 金茂投资系根据香港法律日期为 2014 年 6 月 13 日的信托契约组成，其受托人为金茂（中国）投资管理人有限公司。

表 16: 2012~2014 年公司营业收入分板块情况

单位: 亿港元

业务	2012			2013			2014		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
物业开发销售	134.45	78.28%	38%	168.68	81.41%	41%	255.45	86.45%	36%
物业租赁	11.06	6.44%	90%	12.49	6.03%	88%	13.99	4.73%	90%
酒店经营	20.10	11.70%	53%	20.61	9.95%	51%	21.27	7.20%	48%
其他	6.14	3.57%	14%	5.41	2.61%	17%	4.78	1.62%	19%
合计	171.76	100.00%	42%	207.19	100.00%	44.41%	295.48	100.00%	39%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

物业开发

公司物业开发板块主要包括开发物业及土地一级开发。作为国内领先的高端地产开发企业, 公司先后开发了上海财富广场、北京凯晨世茂中心和上海港国际客运中心等代表项目, 形成了以“金茂广场”为代表的高端公建产品系列和以“府、悦、墅、山、湖、湾”为代表住宅产品系列。截至 2014 年末, 公司分别在北京、上海、长沙、青岛、丽江、重庆、苏州、杭州、宁波、广州等地全国 12 个城市拥有约 30 个在建项目, 项目业态涵盖高端住宅、城市综合体以及土地一级开发等多种类型。2012~2014 年, 公司物业开发板块整体销售收入分别为 134.45 亿港元、168.67 亿港元和 255.45 亿港元, 年均复合增长率 37.84%。

表 17: 2012~2014 年公司物业开发板块收入明细

单位: 亿港元、%

项目	2012		2013		2014	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
物业销售	107.96	80.30	97.08	57.55	218.95	85.71
土地开发	26.49	19.70	71.6	42.45	36.5	14.29
物业开发收入合计	134.45	100	168.68	100	255.45	100

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

开发物业项目

表 18: 2012~2015.H1 公司开发物业项目开工情况

单位: 万平方米

项目	2012	2013	2014	2015.H1
开复工面积	159.43	291.37	466.52	492.52
竣工面积	44.91	57.85	86.10	15.86

注: 开发物业项目是指二级开发, 开复工及竣工数据不含土地一级开发。

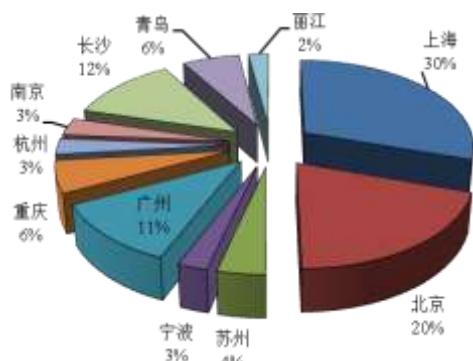
资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从开发物业项目运作情况来看, 近年来公司加

快推进高端住宅项目的开发, 其物业开发项目开复工面积、竣工面积持续保持增长。2012~2014 年, 中国金茂开发物业项目开复工面积分别为 159.43 万平方米、291.37 万平方米和 466.52 万平方米, 年均复合增长率 71.06%; 同期竣工面积分别为 44.91 万平方米、57.85 万平方米、86.10 万平方米, 年均复合增长率为 38.46%。

截至 2014 年 12 月 31 日, 公司开发物业项目在建及拟建项目共 23 个, 其中在建项目 16 个, 年末在建面积 377.64 万平方米, 权益建筑面积 549.95 万平方米; 拟建项目 7 个, 建筑面积 309.67 万平方米。项目区域分布方面, 目前公司开发项目主要集中于北京、上海、广州、长沙、青岛、重庆等一、二线城市, 从项目投资情况来看, 公司在建及拟建项目计划总投资合计 1,235.63 亿元, 其中北京、上海、广州、长沙的投资占比分别达 19.84%、30.07%、11.32% 和 12.08%, 截至 2014 年末公司累计已投资 645.96 亿元, 尚需投资 589.67 亿元, 2015~2017 年内分别计划投资 175.78 亿元、172.59 亿元和 137.37 亿元。

另外, 年末公司在建及拟建项目总建筑面积合计达 1,035.34 万平方米, 其中未售面积 956.46 万平方米, 较大规模的在建及拟建项目可为其未来业务规模的持续增长提供较好的保障, 但同时由于其投资规模较大, 随着项目开发建设或使公司面临一定的资本支出压力。

图 7：截至 2014 年末公司在建及拟建项目区域分布


注：1、图中比例为各区域在建及拟建物业二级开发项目计划总投资占比，不含土地一级开发；2、上述数据未包括重庆 F13 地块项目和长沙梅溪湖 F 组团项目投资情况。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，近年来公司积极创新营销理念及手段以推动销售业绩稳定增长，2012~2014 年公司物业开发销售面积分别为 34.20 万平方米、57.29 万平方米和 88.49 万平方米，年均复合增长率达 60.85%；同期签约销售金额分别为 107.07 亿元、145.91 亿元和 185.45 亿元，年均复合增长率 31.61%。从销售分布区域来看，公司房地产签约销售主要来源于北京、长沙和重庆，2014 年上述地区签约额占比分别为 20.96%、34.08% 和 15.58%。

表 19：2012~2015.H1 公司物业开发项目销售及结算情况

指标	单位：万平方米、亿元			
	2012	2013	2014	2015.H1
销售面积	34.20	57.29	88.49	50.77
签约金额	107.07	145.91	185.45	102.46
结算面积	18.61	21.94	73.21	21.99
结算金额	95.45	82.95	183.62	44.09
已售未结算面积	15.60	35.36	15.28	28.78
已售未结算金额	11.61	62.96	1.83	58.36

注：不含土地一级开发。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同期，得益于较充足的待结算资源，近三年中国金茂结算面积和结算金额整体呈快速增长态势，2014 年公司实现结算面积 73.21 万平方米，结算金额 183.62 亿元，分别同比大幅增长 233.73% 和 121.37%。从结算区域分布来看，北京地区作为公司业务发展重心，近年来北京地区项目结算收入占比处于较高水平，2012~2014 年分别为 45.02%、42.50% 和 65.18%；上海、青岛、长沙等地 2014 年结算收入占比分别为 9.26%、6.12% 和 10.51%。

表 20：2012~2014 年公司主要销售及结算区域分布情况

区域	单位：%					
	2012 签约额 占比	2012 结算额 占比	2013 签约额 占比	2013 结算额 占比	2014 签约额 占比	2014 结算额 占比
北京	48.26	45.02	22.45	42.50	20.96	65.18
上海	15.74	54.98	8.31	43.18	4.14	9.26
长沙	22.30	-	29.70	11.03	34.08	6.21
青岛	5.37	-	12.83	-	7.23	10.51
重庆	8.33	-	17.90	-	15.58	6.43
合计	100	100	91.19	96.71	81.99	97.59

注：不含土地一级开发。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地一级开发

公司自 2011 年起从事土地一级开发业务，截至 2014 年末在建项目包括长沙梅溪湖项目（长沙梅溪湖一级开发项目一期、二期及长沙梅溪湖 A 组团地块一级开发项目）、三亚市崖州区土地一级开发项目和南京江宁区上坊中心区棚户区改造项目。

表 21：截至 2014 年末公司在建土地一级开发项目明细

项目名称	单位：亿元、万平方米				
	总投 资额	已投 资额	开发 进度	已销售 面积	已结算 金额
长沙梅溪湖 一期	154.88	145.65	94%	677.93	121.54
长沙梅西湖 二期	216.87	47.92	22%	-	-
长沙梅溪湖 A 组团	6.64	-	-	-	-
三亚崖州 项目	9.51	1.51	16%	-	-
南京上坊 项目	166.61	41.81	25%	-	-
合计	554.51	236.89	-	677.93	121.54

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

具体来看，长沙梅溪湖一级开发项目一期、二期及南京江宁区上坊中心区棚户区改造项目均由方兴上海负责运营。除此之外，公司于 2012 年 10 月 30 日与大河西先导区管委会、长沙梅溪湖实业有限公司签署合作协议，成为梅溪湖片区 A 组团地块土地一级整理合作方。2012 年公司与海南兰海宝业集团有限公司合作取得三亚市崖州湾 1,500 亩土地一级开发收益权，该项目定位为“国家文化海岸”核心区，目前项目进展顺利，预计将于 2018 年完工。

销售方面，近三年公司集中销售长沙梅溪湖一期项目，2012~2014年公司分别实现签约销售面积67.59万平方米、212.57万平方米和102.75万平方米，签约销售金额50.86亿元、64.04亿元和29.59亿元。从项目投资情况来看，目前公司从事土地一级开发项目计划总投资554.51亿元，截至2014年末累计已投资236.89亿元，尚需投资317.62亿元。总体来看，公司项目资源较为充足，但同时亦面临一定的资金压力。此外，由于土地一级开发项目受当地城市规划调整以及政府审批环节、拆迁进度等影响较大，项目开发进度把控难度较大，亦对公司经营管理能力提出较高要求。

土地储备

公司保持审慎稳健的原则推动土地等核心资源的获取，坚持深耕一二线城市的开发策略，近年来新增开发项目均重点聚焦北京、南京、广州、重庆等一、二线核心城市，其中物业开发项目一线城市投资占比约为70%。截至2015年2月末，公司土地储备面积已超过3,000万平方米，其中2014年以来公司新获取项目建筑面积合计约720万平方米。

土地成本方面，2014年末公司土地储备的折合楼面均价分别为4,646元/平方米，除北京、广州两地储备土地价格较高外，公司其他城市储备土地成本相对较低。未来公司将继续稳健增加土地储备以保持未来持续开发，同时尽可能通过协议、收购等方式获取土地，减少竞价获取项目以降低土地成

本，以此进一步完成深耕一、二线城市的战略目标。整体来看，公司土地储备成本较为合理，同时其深耕一、二线城市的发展战略将有效地提升公司持续发展能力和抗风险能力，并进一步增强其品牌效应。

物业租赁

公司目前已在北京、上海、南京等地持有并经营总建筑面积约55万平方米的高档物业，在商业物业开发及运营方面经验丰富。2012~2014年，公司物业租赁板块分别实现营业收入11.06亿港元、12.49亿港元和13.99亿港元，年均复合增长率12.47%。

写字楼物业方面，目前公司持有的北京凯晨世贸中心、上海金茂大厦和南京玄武湖金茂广场均为区域内最核心商业区的地标性建筑，近年来出租率均保持较高水平。商业物业方面，目前公司共拥有4个商业物业项目，分别为上海金茂时尚生活中心、南京玄武湖金茂汇、三亚金茂时尚生活中心和金茂丽江时尚生活中心，其中上海金茂时尚生活中心和三亚金茂时尚生活中心近年来出租率均在较高水平；南京玄武湖金茂汇受改造升级影响，近年来出租率呈逐年下降趋势，根据公司披露资料，该项目拟于2015年9月28日开业，并打造为中国金茂旗下首个城市级商业中心，其未来出租情况及租金价格或有较大改善；金茂丽江时尚生活中心于2014年末推出，至2015年上半年整体出租率已达90%。

表 22：2012~2015.H1 公司持有商业、写字楼项目运营及收入情况

单位：万平方米、亿元

项目名称	可出租面积	2012		2013		2014		2015.H1	
		租金收入	出租率	租金收入	出租率	租金收入	出租率	租金收入	出租率
凯晨世贸中心	11.13	4.63	100%	4.82	99%	5.56	99%	2.95	98%
中化大厦	4.05	0.75	100%	0.89	100%	1.07	99%	0.53	97%
金茂大厦	12.32	3.72	97%	3.92	97%	4.40	99%	2.36	98%
南京玄武湖金茂广场	1.40	-	-	0.26	97%	0.29	99%	0.15	100%
长沙梅溪湖国际研发中心	1.09	-	-	-	-	0.12	100%	0.06	98%
上海金茂时尚生活中心	1.06	0.56	100%	0.60	100%	0.59	98%	0.28	100%
南京玄武湖金茂汇	4.26	-	-	0.39	81%	0.16	47%	0.01	26%
三亚金茂时尚生活中心	0.07	0.09	100%	0.09	100%	0.09	100%	0.04	100%
金茂丽江时尚生活中心	0.90	-	-	-	-	-	-	0.02	90%
合计	36.28	9.75	-	10.97	-	12.28	-	6.4	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，2014年末公司共有9个在建及拟建的写字楼和商业物业项目，包括上海星港国际中心写字楼、上海国际航运中心服务中心写字楼、青岛金茂湾购物中心、长沙金茂汇等，规划建筑面积68.89万平方米，可为未来商业物业的持续发展提供较好支撑。

表 23：2014年末公司在建及拟建商业、写字楼物业明细

项目名称	单位：万平方米		
	规划建筑面积	所占权益	竣工日期
上海星港国际中心写字楼	9.30	50%	2017
上海国际航运中心服务中心写字楼	6.62	50%	2016
南京玄武湖广场二期写字楼	7.22	-	2019
长沙梅溪湖国际研发中心二期、三期写字楼	10.76	80%	2016
青岛金茂湾购物中心	6.13	100%	2017
上海星港国际中心商业	11.00	50%	2017
南京金茂汇二期	4.85	-	2019
长沙金茂汇	10.67	100%	2016
上海国际航运服务中心商业	2.34	50%	2016
合计	68.89	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司物业租赁板块写字楼和商业物业品质较高，出租情况较好，同时随着构建中的租赁物业不断投入商业运营，未来公司该板块实力将不断提升，对公司未来稳定的收益增长提供保证。

酒店经营

近年来通过一系列高档酒店项目的开发和成功运营，公司在高端酒店领域积累了丰富的投资运营和管理经验。截至2014年末，公司在全国共拥有9家五星级酒店，总建筑面积约58万平方米，客房3,695间，分别位于北京、上海、三亚、深圳、南京的核心地段和和三亚、丽江等著名旅游城市，酒店业态包括商务型酒店和度假型酒店两类。2012~2014年，公司酒店经营板块分别实现营业收入20.10亿港元、20.61亿港元和21.27亿港元，年均复合增长率2.87%。

表 24：2014年公司主要酒店经营情况

酒店名称	RevPar	平均入住率	平均房价
上海金茂君悦大酒店	1,001	63.7%	1,572
金茂三亚希尔顿大酒店	1,081	70.7%	1,529
金茂三亚丽思卡尔顿酒店	1,864	70.0%	2,661
金茂北京威斯汀大饭店	946	77.9%	1,215
金茂深圳JW万豪酒店	817	77.0%	1,060
南京威斯汀大酒店	576	66.8%	861
崇明金茂凯悦酒店	378	42.4%	892
北京金茂万丽酒店	232	34.7%	668
丽江金茂君悦酒店	139	15.8%	875

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司坚持高端酒店经营的发展战略，通过与世界著名的国际酒店管理公司合作提升酒店整体竞争实力及品牌影响力。目前公司分别委托环球凯悦集团、喜达屋酒店、万豪国际管理集团公司及度假村管理集团公司、希尔顿国际有限公司和丽思卡尔顿国际管理公司等著名国际酒店管理公司对旗下酒店进行管理。

酒店经营模式方面，公司委托酒店管理公司管理酒店日常运营，并按照管理合同支付一定管理费用。同时，公司还通过委派由业主代表、酒店行政部副总经理、工程部副总监和财务部副总监组成的经营管理团队，参与酒店的发展规划、日常经营、设备管理以及财务管理等多方面公司，加强对下属酒店的管控力度并有助于提高公司综合管理运营水平。从酒店运营情况来看，2014年以来，面对激烈的市场竞争，公司积极调整营销、价格策略以及提升经营服务水平，保证了酒店在区域市场保持领先地位，除新开业酒店外，公司酒店平均入住率基本维持在60%~70%左右。整体看，依托优质的酒店资产及成熟的经营策略，公司酒店经营在同区域竞争中处于较高水平，在市场竞争日益激烈的背景下基本保持稳健经营。

总体来看，中国金茂具有很强的品牌影响力，近年来业务规模快速发展，目前房地产开发规模、年合同销售金额及结算金额均有明显提升，且主要布局于一、二线城市，区域布局优势明显；其近年来来自持商业地产及酒店物业出租情况很好，可对其业绩形成较好的补充。但同时中诚信证评也关注

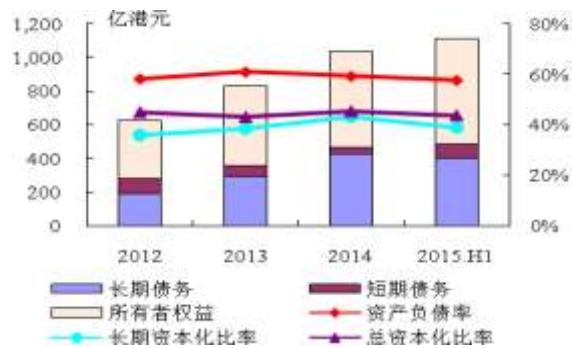
到，公司在建、拟建项目较多对其资金筹措能力提出了更高的要求。

财务分析

以下财务分析基于的经安永会计师事务所审计并出具带强调事项段的无保留意见的 2012 年度审计报告，经安永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2013、2014 年审计报告，以及未经审计的 2015 年 6 月份财务报表。以下财务数据货币单位除注明外均为港币。

资本结构

图 8：2012~2015.H1 公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

近年来公司房地产开发及物业租赁、酒店经营等多元业务规模的扩张，其资产保持快速增长态势。2012~2014年末，中国金茂资产总值分别为825.02亿港元、1,208.43亿港元和1,380.26亿港元，年均复合增长率为29.34%。同期，受益于公司业务较强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本，截至2014年末，公司权益总额为563.33亿港元，近三年年均复合增长率为27.78%。负债方面，随着开发项目规模增加，公司负债水平亦明显提升，2012~2014年末公司负债总值分别为479.99亿港元、736.24亿港元和816.93亿港元。

财务杠杆比率方面，公司近年来投资仍较为谨慎，对杠杆比例有较为严格的控制。2012~2014年末公司资产负债率分别为 58.18%、60.93% 和 59.19%，净负债率分别为 42.93%、44.50% 和 58.06%，总资本化比率分别为 45.04%、43.13% 和 45.36%。另截至 2015 年 6 月 30 日，公司资产总值和负债总值分别增至 1,473.04 亿港元和 847.85 亿港元，资产负债率、净负债率和总资本化比率分别为 57.56%、49.53% 和 43.76%，与行业内上市公司相

比，公司负债率处于较低水平。

表 25：截至 2014 年末公司与部分房地产上市公司
资本结构比较

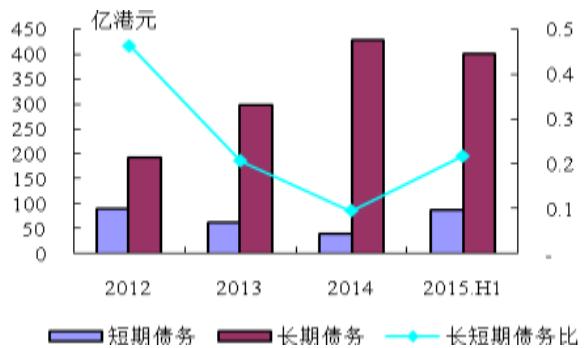
公司	总资产	单位：亿元、%	
		资产负债率	净负债率
万科企业*	5,084.09	77.20	5.41
保利地产	3,657.66	77.89	106.23
中海发展	3,509.37	61.02	31.66
华润置地	3,303.15	67.57	41.49
龙湖地产	1,681.56	70.10	57.58
招商地产	1,516.92	71.16	33.39
远洋地产	1,322.12	66.43	72.76
金融街	875.87	69.40	65.98
中国金茂	1,380.26	59.19	58.06

注：1、*华润置地、中海发展及中国金茂的货币单位为均港元；
2、*鉴于万科企业应付票据均为“商业承兑汇票”，无保证金，而且均不付息；“交易性金融负债”为利率互换契约，是公司用于对冲利率风险的产品，按照“实质重于形式”原则，本报告中万科企业“短期债务”及相关指标均不包含“应付票据”和“交易性金融负债”。

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，随着业务规模的扩大，公司近年来外部融资规模亦逐年增长，2012~2014 年末公司债务规模分别为 282.75 亿港元、358.06 亿港元和 467.59 亿港元。从债务期限结构看，为配合房地产项目较长的开发周期，公司债务期限结构以长期债务为主。2012~2014 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.46 倍、0.21 倍和 0.10 倍；其中 2014 年末公司短期债务余额 40.72 亿元，长期债务余额 426.87 亿元。

图 9：2012~2015.H1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，近年来公司业务规模快速扩张使得其资产总额规模持续增长，在稳健财务政策的影响下，其杠杆比率处于较低水平；同时，公司负债中以长期债务为主，财务结构亦较为合理。

流动性

公司将部分发展中物业和发展中的土地计入非流动资产，为便于与其他房地产上市公司比较分析，本报告将其计入非流动资产的发展中物业和发展中土地调整至流动资产。以调整后口径统计，2012~2014 年末，公司非流动资产分别为 258.48 亿港元、362.56 亿港元和 450.48 亿港元，占同期末资产总值的比重分别为 31.33%、30.00% 和 32.64%。其中，物业、厂房及设备年末余额分别为 69.56 亿港元、109.09 亿港元和 124.23 亿港元；投资性房地产年末余额主要为 165.75 亿港元、220.18 亿港元和 243.56 亿港元。

同期，公司流动资产规模分别为 566.54 亿港元、845.88 亿港元和 929.77 亿港元，占资产总值的比重分别为 68.67%、70.00% 和 67.36%。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由现金及现金等价物（包括受限制银行结余、已抵押存款、现金和现金等价物 3 个科目）、预付款项按金和其他应收款、应收贸易账款、应收关联方款项以及存货（包括发展中物业流动资产部分和非流动资产部分、持作出售物业、发展中的土地流动资产部分和非流动资产部分、存货 6 个科目）构成，2014 年末占流动资产比重分别为 15.11%、4.81%、3.86%、3.84% 和 71.78%。

其中，预付款项按金和其他应收款近三年余额分别为 24.01 亿港元、52.86 亿港元和 44.74 亿港元，主要系对关联方、第三方的委托贷款投资；应收贸易账款近三年年末余额分别为 20.03 亿港元、42.02 亿港元和 35.93 亿港元，账龄期限 1 年以内占比 77.40%，同时考虑到公司采取较为严格的账款回收政策，加之应收对象较为分散，其应收款项回收风险相对可控。应收关联方款项主要系与合营公司的经营性资金往来，2014 年末应收关联方款项余额 35.66 亿港元。

表 26：2012~2015.H1 流动资产分析

指标	2012	2013	2014	2015.H1
流动资产/总资产	68.67%	70.00%	67.36%	67.91%
存货/流动资产	68.21%	70.57%	71.78%	71.33%
现金及现金等价物/流动资产	23.77%	17.49%	15.11%	17.67%
(存货+现金及现金等价物)/流动资产	91.97%	88.06%	86.89%	89.00%

注：1、此处存货数据包括公司财务报表流动资产部分的发展中物业、持作出售物业、发展中的土地和存货等 6 个科目；

2、现金及现金等价物数据包括受限制银行结余、已抵押存款、现金和现金等价物 3 个科目。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表 27：2014 年末公司与部分房地产上市公司流动资产比较

公司	流动资产/总资产	货币资金/流动资产	存货/流动资产
万科企业	91.42%	13.49%	68.36%
保利地产	95.92%	11.42%	76.15%
中海发展	80.93%	18.03%	68.66%
华润置地	72.54%	16.81%	70.15%
龙湖地产	65.38%	17.10%	71.97%
招商地产	92.46%	16.39%	72.03%
金融街	79.26%	70.97%	16.21%
远洋地产	75.67%	13.31%	58.81%
中国金茂	67.36%	15.11%	71.78%

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，公司近年存货规模整体保持快速增长态势，2012~2014 年末公司存货余额合计数分别为 386.43 亿港元、596.91 亿港元和 667.38 亿港元，其中发展中物业占比分别为 60.64%、73.77% 和 69.04%；持作出售物业占比分别为 7.97%、9.91% 和 11.42%，主要为北京广渠金茂府、上海东滩金茂逸墅和珠海每一间花园等高端物业项目以及上海港国际客运中心部分商业项目；发展中土地占比分别为 31.32%、16.27% 和 19.42%。此外，公司在建、拟建和已完工项目集中于经济较发达的一、二线城市，市场前景较好，存货跌价风险相对较小。但需关注的是，近年来中国金茂已竣工物业规模有所增长，存货的比重逐年上升，同时考虑到高端住宅及商业物业项目去化周期较一般项目偏长，需要关注其别墅等高端物业以及商业物业的去化情况。

表 28：2012~2015.H1 公司存货结构分析

项目	单位：亿港元			
	2012	2013	2014	2015.H1
存货合计	386.43	596.91	667.38	713.57
发展中物业	234.31	440.32	460.79	506.63
发展中物业/存货合计数	60.64%	73.77%	69.04%	71.00%
持作出售物业	30.78	59.15	76.19	70.45
持作出售物业/存货合计数	7.97%	9.91%	11.42%	9.87%
发展中土地	121.04	97.12	129.60	135.79
发展中土地/存货合计数	31.32%	16.27%	19.42%	19.03%
(发展中物业+持作待售物业+发展中土地) /存货合计数	99.92%	99.95%	99.88%	99.90%

注：发展中物业和发展中土地均包括流动资产部分和非流动资产部分。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司开发项目主要定位中高端，近年来公司加快销售速度，但受存货规模扩大影响，其存货周转速度呈现一定波动，2012~2014年公司存货周转率分别为0.28次、0.23次和0.28次；同期总资产周转率分别为0.13次、0.11次和0.14次，在行业内处于相对偏低水平。

表 29：2012~2014 年公司周转率相关指标

项目	2012	2013	2014
存货周转率(次/年)	0.28	0.23	0.28
总资产周转率(次/年)	0.13	0.11	0.14

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

表 30：2014 年公司与部分房地产上市公司运营相关指标

公司	存货周转率 (次)	总资产周转率 (次)	货币资金/ 短期债务
万科企业	0.32	0.30	2.75
保利地产	0.29	0.32	1.40
中海发展	0.40	0.34	2.27
华润置地	0.39	0.29	2.08
龙湖地产	0.48	0.33	2.36
招商地产	0.30	0.30	2.32
金融街	0.33	0.27	0.64
远洋地产	0.42	0.29	1.19
中国金茂	0.28	0.14	3.45

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，受项目建设及土地储备增多影响，公司2012~2014年经营活动所得现金净额分别为8.70亿港元、-49.97亿港元和-85.96亿港元，呈逐年下降态势，其经营活动现金流对短期债

务的保障力度有待提升。

现金及现金等价物方面，公司筹资手段灵活、融资渠道多样，近年来公司现金和现金等价物规模处于较高水平，截至2014年12月31日，公司现金及现金等价物余额为140.53亿港元，现金及现金等价物与短期债务的比例为3.45倍，货币资金对短期债务的保障充足。

表 31：2012~2014 年公司部分流动性指标

指标	2012	2013	2014
现金及现金等价物（亿港元）	134.64	147.93	140.53
经营活动现金流净额(亿港元)	8.70	-49.97	-85.96
投资活动现金流净额(亿港元)	-14.69	-10.04	-102.73
经营净现金流/短期债务	0.10	-0.81	-2.11
现金及现金等价物/短期债务	1.50	2.41	3.45

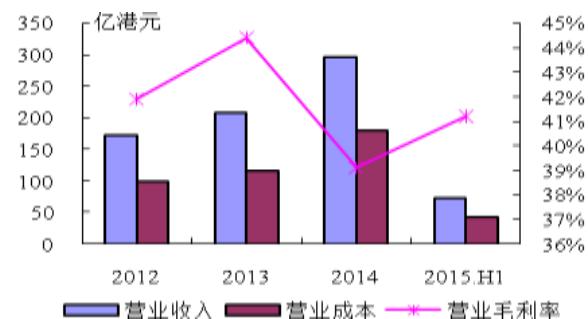
注：现金及现金等价物数据包括受限制银行结余、已抵押存款、现金和现金等价物3个科目。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，目前公司资产中投资性物业规模较大，资产周转速度偏低，且受项目建设及土地储备增多影响，其经营性现金流呈现大额净流出状态。但考虑到公司货币资金对短期债务覆盖较为充分，且存货以发展中物业为主，同时公司区域布局以一二线城市为主，可对其流动性形成较好支撑。

盈利能力

图 10：2012~2015.H1 公司收入及成本分析



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

公司收入主要来源于物业开发、物业租赁和酒店经营收入，2012~2014年公司分别实现营业收入171.76亿港元、207.19亿港元和295.48亿港元，近三年年均复合增长率31.16%，收入增速较快。同时，2014年末公司预收款项余额为96.10亿港元，可为其未来经营业绩的增长提供一定保障。

营业毛利率方面，在当前房地产行业整体利润逐渐回落的背景下，2014年公司毛利水平亦有所下

降，2012~2014 年公司物业销售业务毛利率分别为 39%、41% 和 36%，但仍保持行业内较高水平；同期物业租赁和酒店经营业务毛利水平均较为稳定，2014 年分别为 90% 和 48%。2012~2014 年，公司营业毛利率分别为 41.91%、44.41% 和 39.12%。

期间费用方面，随着业务规模增长，公司销售、营销开支和管理费用规模均大幅增加。同期随着债务融资规模扩大，公司融资成本亦快速增长。2012~2014 年公司发生期间费用分别为 23.93 亿港元、31.10 亿港元和 38.15 亿港元，同期期间费用占营业收入的比重分别为 13.93%、15.01% 和 12.91%，期间费用控制能力有待提升。

表 32：2012~2014 年公司期间费用分析

项目	单位：亿港元		
	2012	2013	2014
销售、营销开支	4.39	6.24	9.15
管理费用	9.68	11.62	16.79
融资成本	9.86	13.25	12.22
三费合计	23.93	31.10	38.15
营业收入	171.76	207.19	295.48
三费收入占比	13.93%	15.01%	12.91%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司税前利润主要由经营性业务利润和公允价值变动损益构成。受益于收入规模提升，2012~2014 年，公司经营性业务利润分别为 48.05 亿港元、60.90 亿港元和 77.44 亿港元，呈逐年增长态势。公允价值变动损益方面，2012~2014 年公司投资物业的公平价值收益分别为 16.26 亿港元、18.31 亿港元和 22.86 亿港元，主要系投资性物业公允价值调增所致。综上，2012~2014 年公司税前利润分别为 67.23 亿港元、84.28 亿港元和 105.40 亿港元，扣除所得税费用后的年度利润分别为 39.40 亿港元、50.34 亿港元和 66.56 亿港元，其整体盈利能力较强。

表 33：2014 年公司与部分房地产上市公司盈利能力指标

公司	营业毛利率	所有者权益收益率
万科企业	29.94%	16.64%
保利地产	32.03%	17.60%
中海发展	34.51%	20.62%
华润置地	30.60%	14.97%
龙湖地产	26.51%	17.41%
招商地产	37.33%	12.59%
金融街	30.62%	11.61%
远洋地产	21.00%	10.38%
中国金茂	39.12%	11.81%

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司各业务板块协同发展，近年来整体收入规模快速增长，同时得益于较高的毛利水平，公司整体持续盈利能力较强。

偿债能力

从债务规模来看，近年来公司付息债务规模增速加快，2012~2014 年总债务余额分别为 282.75 亿港元、358.06 亿港元和 467.59 亿港元，年均复合增长率 28.60%。另截至 2015 年 6 月 30 日，公司总债务增至 486.44 亿港元，其中短期债务 86.77 亿港元，长期债务 399.67 亿港元。

从债务币种来看，截至 2014 年 12 月 31 日，公司付息总债务 467.59 亿港元，折合成人民币 368.88 亿元，其中人民币债务 164.31 亿元，美元债务 177.81 亿元，港币债务 26.76 亿元，占总债务比例分别为 44.54%、48.20% 和 7.25%，人民币和美元债务占比较高。目前，公司尚未采用任何衍生工具控制利率风险，亦未利用对冲控制外汇风险。

表 34：截至 2014 年末公司债务币种分类明细

币种	单位：元人民币	
	债务总额	占比
人民币	16,430,949,418	44.54%
美元	17,781,403,552	48.20%
港币	2,675,739,615	7.25%
合计	36,888,092,586	100.00%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2012~2014 年分别为 79.40 亿港元、100.32 亿港元和 120.82 亿港元。从主要偿债能力指标表现来看，尽管公司债务规模近年来增长较快，其主要偿债指标仍相对稳健，2012~2014 年公司总债务

/EBITDA 分别为 3.56 倍、3.57 倍和 3.87 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 4.61 倍、5.02 倍和 4.70 倍。

表 35：2012~2015.H1 公司主要偿债能力指标

项目	2012	2013	2014	2015.H1
总债务	282.75	358.06	467.59	486.44
EBITDA	79.40	100.32	120.82	-
总债务/EBITDA (X)	3.56	3.57	3.87	-
经营活动净现金流	8.70	-49.97	-85.96	11.84
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.03	-0.14	-0.18	0.02
资产负债率 (%)	58.18%	60.93%	59.19%	57.56%
总资本化比率(%)	45.04%	43.13%	45.36%	43.76%
长期资本化比率(%)	35.90%	38.59%	43.11%	39.00%
EBITDA 利息倍数 (X)	4.61	5.02	4.70	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司对外担保余额合计 84.10 亿港元，占年末净资产余额的 14.93%，系为银行向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性担保，或有负债风险可控。

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2014 年 12 月 31 日，中国金茂口径授信总额为人民币 305.95 亿元，未使用的授信额度为人民币 171.26 亿元，备用流动性充足。

整体来看，公司控股股东中化集团实力雄厚，且作为中化集团在房地产板块唯一运营主体，可获得较大力度支持。同时，公司具有很强的品牌知名度，区域布局优势明显，商业物业及酒店资源优质，近年来业务规模稳步增长，可对其未来业绩提供很强支撑。另外，公司财务结构较为稳健，负债水平较低，加之充足的待结算资源可为其未来经营业绩提供良好的支撑，且良好的外部融资渠道亦有助于增强公司的财务弹性，公司整体具备极强的偿债能力。

保证担保

根据中国金茂于 2015 年 11 月 2 日出具的《担保函》，中国金茂对于方兴上海本次拟发行的不超过人民币 22 亿元（含 22 亿元）公司债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的合理费用提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。如债券发行人（方兴上海）

未按照本次债券募集说明书的规定按期、足额将到期的本次债券利息和/或本金划入本次债券登记机构指定的银行账户时，依照本次债券受托管理协议的约定，债券受托管理人应在本次债券付息日和/或到期日的次日，代理债券持有人向保证人（中国金茂）发出书面索赔通知，要求保证人履行保证责任，代发行人偿付本次债券的到期本金和/或利息；债券受托管理人未能在上述期限内发出索赔通知的，债券持有人有权自行向保证人发出索赔通知。保证人在收到债券受托管理人或债券持有人根据本担保函的规定发出的书面索赔通知后，在不超过保证人保证范围的情况下，且在符合中华人民共和国（仅为本担保函之目的，不包括香港特别行政区、澳门特别行政区及台湾地址，下同）相关法律法规及适用于本公司的相关法律法规的前提下尽快履行保证责任。

另外，本次债券担保为跨境担保，目前我国的外汇管理规定中未对上述类型的跨境担保的登记备案做出相应的规范管理，因此本次跨境担保存在无法在外管局登记备案的可能性，可能导致保证人担保履约时跨境资金无法回流至境内，进行担保履约。但同时保证人承诺，在根据《担保函》之规定就本次债券提供连带责任保证担保外，还将在符合中国相关法律法规及适用于本公司的相关法律法规的前提下，向本次债券提供其他相应的偿债保障措施，包括但不限于：（1）在符合相关法律法规的条件与程序下，与境内金融机构达成外保内贷安排，由本公司在境外向境内金融机构提供担保，由境内金融机构向发行人提供融资用于兑付，本公司将配合办理前述外保内贷安排涉及的一切登记/备案手续；（2）本公司通过向发行人增加注册资本的方式提升发行人的偿还能力；（3）协调本公司及下属全资子（孙）公司的境内可用资金、变现境内资产或提供境内银行授信进行兑付，与兑付所需资金存在不足的部分，本公司将积极与外汇管理部门沟通，将境外资金通过合法合规的途径调回境内进行兑付。

综合以上，由中国金茂提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有助于本次债券信用水平的提升。

结 论

综上，中诚信证评定方兴地产投资管理（上海）有限公司主体信用级别为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“方兴地产投资管理（上海）有限公司公开发行 2015 年公司债券”的信用级别为 **AAA**。

关于方兴地产投资管理（上海）有限公司公开发行 2015年公司债券跟踪评级安排

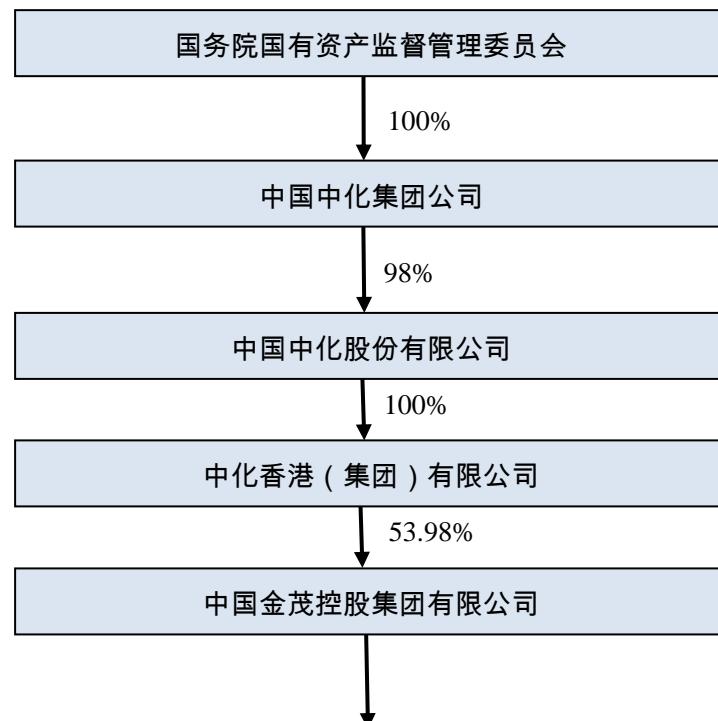
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后二个月内完成该年度的定期跟踪评级。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：方兴地产投资管理（上海）有限公司股权结构图（截至 2015 年 6 月 30 日）

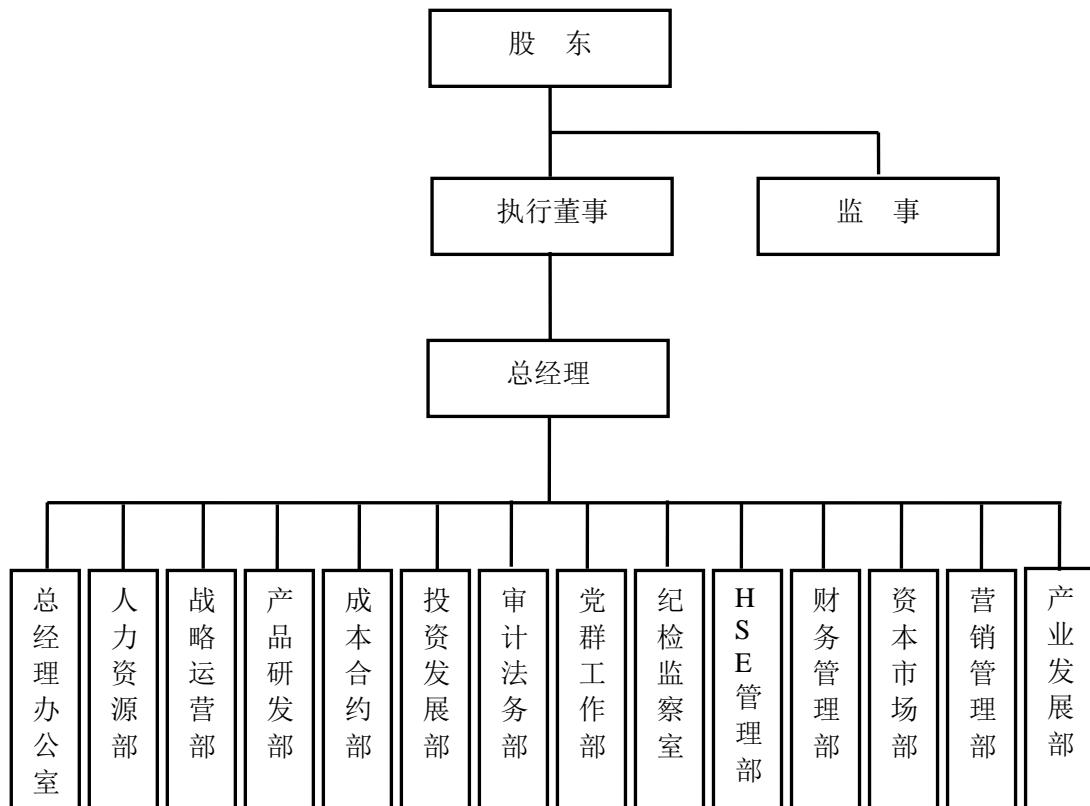


序号	公司名称	持股比例
1	上海兴穗投资咨询有限公司	100%
2	北京兴茂置业有限公司	100%
3	上海金茂经济开发有限公司	100%
4	金茂(上海)置业有限公司	100%
5	北京方兴丰亦置业有限公司	100%
6	北京方兴亦城置业有限公司	51%
7	北京林茂苗木有限公司	100%
8	北京赢辉置业有限公司	100%
9	金茂(丽江)置业有限公司	100%
10	宁波方兴投资咨询有限公司	100%
11	嘉兴兴凯投资管理有限公司	100%
12	嘉兴凯晨投资管理合伙企业(有限合伙)	100%
13	上海金航国际贸易有限公司	100%
14	青岛方盛置业有限公司	100%
15	广州方荣房地产有限公司	100%
16	青岛方茂置业有限公司	100%
17	南京方耀投资有限公司	100%

注：仅列示公司纳入合并报表范围的重要子公司。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理。

附二：方兴地产投资管理（上海）有限公司组织结构图（截至 2015 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：方兴地产投资管理（上海）有限公司主要财务数据及指标

财务数据 (单位: 万元)	2012	2013	2014	2015.H1
货币资金	208,603.47	487,574.44	256,332.71	276,065.69
应收账款净额	82,080.04	155,649.98	106,184.48	63,164.11
存货净额	1,300,996.57	1,528,514.17	1,881,445.59	2,033,494.54
流动资产	1,929,225.95	2,664,396.39	3,303,735.18	3,027,994.88
长期投资	0.00	0.00	5,942.02	91,961.25
固定资产合计	17,105.29	64,852.93	419,626.00	38,988.83
总资产	1,960,259.30	2,744,664.17	3,607,622.01	3,417,147.82
短期债务	50,500.00	48,850.00	602,010.44	358,743.64
长期债务	519,500.00	500,000.00	592,246.64	537,517.64
总债务 (短期债务+长期债务)	570,000.00	548,850.00	1,194,257.07	896,261.27
总负债	1,825,702.85	2,346,399.78	3,040,352.24	2,825,386.18
所有者权益 (含少数股东权益)	134,556.45	398,264.39	567,269.78	591,761.65
营业总收入	287,929.96	783,808.42	464,254.45	129,312.25
三费前利润	66,264.47	279,258.18	169,663.28	28,310.71
投资收益	0.00	5,183.17	15,517.22	8,288.13
净利润	44,093.11	207,856.67	118,833.16	22,491.87
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	57,956.51	275,535.88	162,415.69	-
经营活动产生现金净流量	83,107.66	433,083.69	-329,939.21	173,838.27
投资活动产生现金净流量	-15,663.75	-108,936.59	-963,444.78	175,617.46
筹资活动产生现金净流量	-9,694.85	-47,105.52	1,037,737.71	-329,541.09
现金及现金等价物净增加额	57,749.06	277,041.54	-255,646.27	19,914.64
财务指标	2012	2013	2014	2015.H1
营业毛利率 (%)	26.36	35.68	39.63	29.14
所有者权益收益率 (%)	32.77	78.02	24.62	7.60
EBITDA/营业收入 (%)	20.13	35.15	34.98	-
速动比率 (X)	0.48	0.62	0.58	0.44
经营活动净现金/总债务 (X)	0.15	0.79	-0.28	0.19
经营活动净现金/短期债务 (X)	1.65	8.87	-0.55	0.48
经营活动净现金/利息支出 (X)	2.00	11.46	-5.86	-
EBITDA 利息倍数 (X)	1.39	7.29	2.88	-
总债务/EBITDA (X)	9.83	1.99	7.35	-
资产负债率 (%)	93.14	85.49	84.28	82.68
总债务/总资本 (%)	80.90	57.95	67.80	60.23
长期资本化比率 (%)	79.43	55.66	51.08	47.60
净负债率 (%)	268.58	15.39	165.34	104.80

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、2015年6月份所有者权益收益率指标经年化处理。

附四：中国金茂控股集团有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万港元)	2012	2013	2014	2015.H1
现金及现金等价物	1,346,442	1,479,336	1,405,283	1,767,585
应收贸易账款	200,307	420,201	359,318	97,501
存货合计	3,864,260	5,969,057	6,673,807	7,135,655
调整后的流动资产	5,665,411	8,458,761	9,297,744	10,003,944
物业,厂房及设备	695,561	1,090,873	1,242,332	1,267,932
投资物业	1,657,473	2,201,846	2,435,613	2,529,463
总资产	8,250,225	12,084,326	13,802,579	14,730,351
短期债务	895,218.00	613,918.00	407,249.00	867,667.00
长期债务	1,932,325.00	2,966,695.00	4,268,686.00	3,996,735.00
总债务 (短期债务+长期债务)	2,827,543.00	3,580,613.00	4,675,935.00	4,864,402.00
总负债	4,799,941	7,362,383	8,169,320	8,478,458
权益总额	3,450,283	4,721,946	5,633,257	6,251,894
收入	1,717,567	2,071,891	2,954,815	738,163
税前利润	672,335	842,762	1,053,962	302,575
年度利润	394,034	503,436	665,560	203,739
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	794,019	1,003,152	1,208,196	-
经营活动所用的现金流净额	86,990	-499,670	-859,646	118,398
投资活动所用的现金流净额	-146,904	-100,435	-1,027,268	-435,711
筹资活动所用的现金流净额	109,356	756,422	1,687,454	566,984
现金和现金等价物净增加额	49,443	156,317	-199,460	249,670
财务指标	2012	2013	2014	2015.H1
营业毛利率 (%)	41.91	44.41	39.12	41.22
所有者权益收益率 (%)	11.42	10.66	11.81	6.52
EBITDA/营业总收入 (X)	0.46	0.48	0.41	-
流动比率 (X)	2.20	2.14	2.74	2.54
经营活动净现金/总债务 (X)	0.03	-0.14	-0.18	0.02
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.10	-0.81	-2.11	0.14
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.51	-2.50	-3.34	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.56	3.57	3.87	-
总债务/EBITDA (X)	4.61	5.02	4.70	-
资产负债率 (%)	58.18	60.93	59.19	57.56
总债务/总资本 (%)	45.04	43.13	45.36	43.76
长期资本化比率 (%)	35.90	38.59	43.11	39.00
净负债率 (%)	42.93	44.50	58.06	49.53

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；2、2015年6月份所有者权益收益率指标经年化处理；3、公司将部分发展中物业和发展中的土地计入非流动资产，为便于与其他房地产上市公司比较分析，本报告将其计入非流动资产的发展中物业和发展中土地调整至流动资产；4、存货合计包括发展中物业流动资产部分和非流动资产部分、持作出售物业、发展中的土地流动资产部分和非流动资产部分、存货6个科目；5、现金及现金等价物数据包括受限制银行结余、已抵押存款、现金和现金等价物3个科目。

附五：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=(营业收入-营业成本)/营业收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业收入

所有者权益收益率=净利润 / 所有者权益

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=(流动资产-存货) / 流动负债

存货周转率=主营业务成本(营业成本) / 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额(营业收入净额) / 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / (总债务+所有者权益(含少数股东权益))

长期资本化比率=长期债务 / (长期债务+所有者权益(含少数股东权益))

EBITDA 利息倍数=EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

净负债率=净债务/所有者权益(含少数股东权益)

附六：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。