



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪263号

## 金茂投资管理（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已发行的“金茂投资管理（上海）有限公司2015年公开发行公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一六年六月二十一日

# 金茂投资管理（上海）有限公司

## 2015 年公开发行公司债券跟踪评级报告（2016）

发行主体	金茂投资管理（上海）有限公司		
发行年限	5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回收选择权		
发行规模	人民币 22 亿元		
存续期限	2015/12/9~2020/12/8		
上次评级时间	2015/11/4		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA <sup>+</sup>	评级展望：稳定	
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA <sup>+</sup>	评级展望：稳定	

### 概况数据

金茂上海	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	39.83	56.73	53.10
总资产（亿元）	274.47	360.76	474.46
总债务（亿元）	54.89	119.43	132.06
营业总收入（亿元）	78.38	46.43	50.61
营业毛利率（%）	35.68	39.63	30.59
EBITDA（亿元）	27.55	16.24	12.68
所有者权益收益率（%）	52.19	20.95	16.67
资产负债率（%）	85.49	84.28	88.81
总债务/EBITDA（X）	1.99	7.35	10.41
EBITDA 利息倍数（X）	7.29	2.88	2.03
净负债率（%）	2.23	165.34	204.33
中国金茂	2013	2014	2015
总资产（亿港元）	1,208.43	1,380.26	1,589.00
所有者权益（亿港元）	472.19	563.33	589.03
总债务（亿港元）	358.06	467.59	489.78
营业收入（亿港元）	207.19	295.48	221.10
营业毛利率（%）	44.41	39.12	38.67
EBITDA（亿港元）	100.32	120.82	89.26
所有者权益收益率（%）	10.66	11.81	8.66
资产负债率（%）	60.93	59.19	62.93
总债务/EBITDA（X）	3.57	3.87	5.49
EBITDA 利息倍数（X）	5.02	4.70	3.24
净负债率（%）	44.50	58.06	55.28

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、中国金茂财务数据计量单位为港元，金茂上海财务数据计量单位为人民币。

### 基本观点

2015 年，在房地产行业政策宽松和城市日益分化的背景下，金茂投资管理（上海）有限公司（以下简称“金茂上海”或“公司”）积极应对市场环境变化，合理把控项目销售和开发节奏，全年实现了合同销售及结算金额高速增长，并加大储备力度，充足且优质的土地储备为其未来经营业绩的保持提供保障。此外，本次债券担保方中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）经营业绩保持良好，财务结构及主要偿债指标维持稳健，具备较强的担保实力。但我们也关注到土地一级开发业务进展存在一定的不确定性可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评将维持金茂上海主体信用等级 AA<sup>+</sup>，评级展望稳定，维持“金茂投资管理（上海）有限公司 2015 年公开发行公司债券”信用等级为 AAA。

### 正 面

- 经营业绩较快增长。2015 年，得益于较好的项目区域布局，金茂上海保证了经营业绩的快速增长，当年实现合同销售面积 40.93 万平方米，合同销售金额 103.52 亿元，分别较上年同期增长 52.04%和 130.66%。
- 土地储备丰富，区域布局较好。2015 年金茂上海积极应对市场变化，优化土地储备区域布局，新增土地储备权益建筑面积 162.13 万平方米，集中在北京、上海等一线城市，区域布局优势进一步凸显。
- 中国金茂签约销售金额大幅提升，商业物业及酒店经营维持稳定现金流入。得益于较好的项目布局以及销售均价的提升，2015 年中国金茂实现签约销售金额 301.02 亿港元，同比增长 39.99%。同时，中国金茂商业物业具有很高的资产质量，酒店运营情况良好，现金流入稳定，对其经营业绩形成有力补充。

## 分析师

李诗哲 shzhli@ccxr.com.cn

庞珊珊 ssfang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016年6月21日

- 中国金茂财务结构稳健。2015年，中国金茂维持稳健的财务结构，资产负债率在行业中处于较低水平，债务期限结构合理，货币资金和经营活动净现金流对短期债务的保障充足，获现能力对利息支出形成了有力的保障，具备雄厚的担保实力。

## 关注

- 土地一级开发进展具有不确定性。2015年，金茂上海土地一级开发业务受当地市场以及政府城市规划调整影响，开发、出让推进缓慢，对该业务的营业收入造成了一定不利影响。

## 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 and 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

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，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金使用情况

金茂投资管理（上海）有限公司 2015 年公开发行公司债券（债券简称为“15 金茂投”、债券代码为“136085”，以下简称“本次债券”）于 2015 年 12 月 9 日至 2015 年 12 月 10 日完成发行，发行规模为人民币 22 亿元，期限为 5 年，附第 3 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券实际发行额为 22 亿元，最终票面利率为 3.55%。截至 2015 年 12 月 31 日，金茂投资管理（上海）有限公司（以下简称“金茂上海”或“公司”）已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

## 行业关注

**2015 年，在宽松的政策环境带动下，房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升**

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数据显示，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；同期，土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以

扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1,155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

房地产政策方面，2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名

前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则大幅增加 1.86 个百分点至 39.64%。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。

## 业务运营

在房地产市场筑底式回暖的背景下，公司积极应对环境变化，强化营销手段，合同销售金额及结算收入快速增长，同时，公司加快项目开发节奏，2015 年开竣工面积同比大幅增长

从项目销售情况看，2015 年得益于政策的逐步放松，公司应对市场环境变化，积极调整营销手段，合理把控项目销售节奏，公司销售业绩实现了大幅增长。2015 年，金茂上海全年实现合同销售面积 40.93 万平方米，同比增长 52.04%；实现合同销售金额 103.52 亿元，同比增长 130.66%。从销售区域分布来看，公司合同销售金额主要来源于北京、上海等一线城市以及南京、长沙等重点城市，2015 年上述四个城市合同销售金额占比分别为 23.23%、43.58%、18.15% 和 11.46%。

表 1：2013~2015 年公司业务运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

指标	2013	2014	2015	2015 年 同比变化
销售面积	18.39	26.92	40.93	52.04%
销售金额	24.71	44.88	103.52	130.66%
结算面积	10.71	13.52	31.30	131.51%
结算金额	12.80	16.69	37.38	123.97%

注：合同销售及结算数据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

从结算情况看，2015 年公司结算面积和结算金额快速增长，分别为 31.30 万平方米和 37.38 亿元，分别同比增长 131.51% 和 123.97%。从结算区域分布来看，北京和长沙结算收入占比较高，2015 年结算金额占比分别为 25.98% 和 46.44%。公司位于上

海的项目实现大额销售尚未结转，为未来公司较好的经营业绩提供保障。

表 2：2013~2015 年公司销售及结算地区分布情况

单位：万平方米、万元

区域	2013		2014		2015	
	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	-	-	54.40	-	23.23	25.98
上海	12.43	28.50	4.08	10.21	43.58	-0.17
长沙	68.19	71.50	36.72	68.28	11.46	46.44
丽江	19.38	-	4.80	21.50	0.81	2.38
南京	-	-	-	-	18.15	25.36
青岛	-	-	-	-	2.77	-
合计	100	100	100	100	100	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目运作情况来看，2015 年，得益于房地产政策的松绑，房地产市场逐步回暖，公司加快推进高端住宅项目的开发，强化运营管理，开发运营效率有所提升。当年，公司开复工面积为 195.64 万平方米，较 2014 年上升 33.64%，同期竣工面积为 63.66 万平方米，同比增长 205.62%。截至 2015 年末，公司在建项目 7 个，分别位于北京、长沙、丽江、佛山、上海和青岛，计划建筑面积合计 228.91 万平方米；储备项目 7 个，分布于北京、佛山、南京和广州，计划建筑面积合计 184.78 万平方米。公司在建及储备项目合计总投资 716.71 亿元，截至 2015 年末已投资 441.24 亿元，尚需投资 275.47 亿元。

表 3：2013~2015 年公司开竣工情况

单位：万平方米

	2013	2014	2015
开复工面积	129.12	146.39	195.64
竣工面积	25.17	20.83	63.66

注：不含土地一级开发项目数据。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受土地一级开发当地市场情况以及当地政府的规划调整影响，2015 年公司土地一级开发销售面积和销售金额均大幅下滑，但未来随着当地政府推地节奏加快，公司未来土地一级开发销售情况有望得到好转

2015 年，公司在建土地一级开发项目包括长沙梅溪湖一期、二期，长沙梅溪湖 A 组团以及南京青龙山国际生态新城项目。

其中，长沙梅溪湖 A 组团目前已完成全部投资 6.6 亿元，该地块预计于 2016 年向市场供应；长沙梅溪湖一期计划于 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；长沙梅溪湖二期计划于 2020 年 12 月 31 日前将全部经营性用地出让。2015 年受长沙市场环境的影响，公司与长沙市政府共同协商同意压缩土地挂牌数量，导致截至 2015 年 9 月末，公司位于长沙市的土地一级开发项目未有土地推出，长沙地区 2015 年无签约销售。

南京青龙山国际生态新城项目方面，该项目首幅纯住宅地块于 2015 年 8 月推出，首次推出地块占地面积 49,657 万平方米，最终以 13.85 亿元摘牌，该项收入已于 2015 年年内确认。2015 年，公司土地一级开发签约销售面积大幅下降为 21.94 万平方米，同比下降 78.65%；同期签约销售金额为 22.95 亿元，全部来源于南京的土地一级开发项目。

表 4：2013~2015 年公司土地一级开发运营情况

单位：亿元、万平方米、元/平方米

指标	2013	2014	2015	2015 年 同比变化
销售面积	212.57	102.75	21.94	-78.65%
销售金额	64.04	29.59	22.95	-22.44%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从投资情况来看，目前公司在建土地一级开发项目计划总投资 474.44 亿元，截至 2015 年末累计已投资 323.87 亿元，尚需投资 150.57 亿元。

整体来看，目前现存项目较为充足，未来随着长沙梅溪湖板块区域配套设施逐步完善，或进一步带动其土地价格及公司土地出让收入的提升。

**2015 年公司进一步优化土地储备区域布局，新增土地储备集中位于北京等城市，储备项目丰富且区域布局较好，可对未来业绩的保持提供较好的支撑**

为保障未来的经营销售业绩，2015 年公司加大了拿地力度，新增北京丰台区石榴庄等 6 个项目，新增土地储备建筑面积 196.22 万平方米，新增土地储备权益建筑面积 162.13 万平方米，较 2014 年的 141.59 万平方米同比增长 14.51%。同期，新增土地地价总额 135.34 亿元，同比增长 13.83%。

表 5：2013~2015 年公司土地储备情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

项目	2013	2014	2015
新增项目（个）	1	4	6
新增土地储备建筑面积	28.92	185.25	196.22
新增土地储备权益建筑面积	28.92	141.59	162.13
新增土地地价总额	105.85	118.90	135.34

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

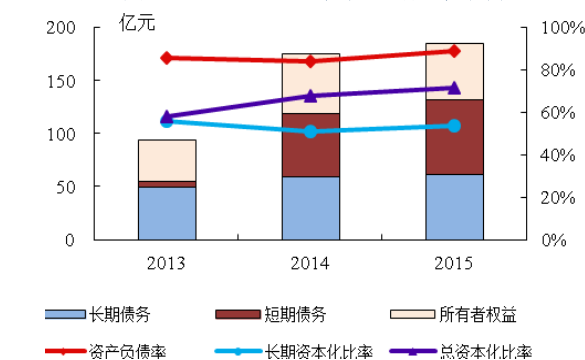
截至 2015 年 12 月 31 日，公司土地储备建筑面积<sup>1</sup>为 457.26 万平方米，其中北京、上海、广州、长沙、丽江、青岛和南京的占比分别为 30.90%、8.00%、20.83%、22.83%、4.34%、10.51% 和 2.60%。整体来看，公司土地储备集中在北京、上海、广州等一线城市区域，区域布局优势明显。

## 财务分析

下列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 2013 年度、2014 年度和 2015 年度审计报告。

## 资本结构

图 1：2013~2015 年末公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着物业开发业务规模的快速增长，公司资产规模进一步提升，截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产总额为 474.46 亿元，同比增长 31.52%，主要源于公司新增土地储备扩张带来的存货增长、对合营企业投资增加带来的长期股权投资的增长。负债方面，2015 年末公司负债总额为 421.36 亿元，同比增长 38.59%，主要源于关联方之间往来款增长带来的其他应付款金额的上升，以及总债务规模的增

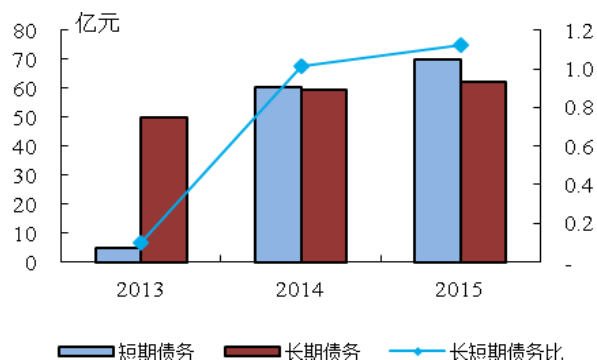
<sup>1</sup> 土地储备建筑面积系在建面积、竣工未售面积和拟建面积之和，不包含土地一级开发项目。

长。自有资本实力方面，受少数股东权益规模减少的影响，2015 年末公司所有者权益余额 53.10 亿元，同比下降 6.40%。

财务杠杆比率方面，2015 年末公司资产负债率和净负债率分别为 88.81% 和 204.33%，较上年同期分别上升 4.53 个百分点和 38.99 个百分点。公司财务杠杆处于较高水平。

债务方面，2015 年末公司总债务为 132.06 亿元，受拿地规模以及项目建设规模扩大影响，公司债务规模有所增长，较 2014 年上涨 10.58%。从债务期限结构来看，当年公司长短期债务比为 1.12 倍，近年公司短期债务增长较快，公司债务期限结构不甚合理，有待优化。

图 2：2013~2015 年末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司近年来业务规模扩张较快，财务杠杆比率处于较高水平，债务期限结构有待进一步优化。

## 流动性

从流动资产来看，截至 2015 年 12 月 31 日，公司流动资产占资产总额的比重为 90.05%，但较前两年的 97.08% 和 91.58% 呈现下滑趋势。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成，分别占流动资产的 5.51%、23.53% 和 60.59%，货币资金占比较上年下降 2.25 个百分点，存货和其他应收款占比分别较上年上升 3.64 个和 3.96 个百分点。由于公司为其母公司中国金茂在境内资金归集平台，通过往来款方式划拨给中国金茂下属关联公司形成其他应收款，故 2015 年公司其他应收款占比进一步提升。

表 6：2013~2015 年公司流动资产分析

项目	2013	2014	2015
流动资产/总资产	97.08%	91.58%	90.05%
存货/流动资产	57.37%	56.95%	60.59%
货币资金/流动资产	18.30%	7.76%	5.51%
其他应收款/流动资产	11.13%	19.57%	23.53%
(存货+货币资金)/流动资产	75.67%	64.71%	66.11%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2015 年公司存货规模保持增长，年末存货净额为 258.88 亿元，同比增长 37.60%。其中，开发产品 24.51 亿元、开发成本 233.75 亿元，占期末存货总额的比例分别为 9.47% 和 90.29%。存货中已完工开发产品占比 9.47%，现房销售压力较小。此外，2015 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 7：2013~2015 年末公司存货结构分析

单位：亿元

项目	2013	2014	2015
存货	152.85	188.14	258.88
存货同比增长率	24.30%	36.44%	37.60%
开发产品	4.15	16.06	24.51
开发产品/存货	2.72%	8.54%	9.47%
开发成本	139.34	171.52	233.75
开发成本/存货	91.16%	91.17%	90.29%

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，2015 年公司存货周转率为 0.16 次，与 2014 年持平；总资产周转率为 0.12 次，较 2014 年的 0.15 次有所下降。由于公司土地一级开发项目推进较慢且结算周期较长，公司资产周转率水平持续走低。

现金流方面，2015 年公司经营活动净现金流为 1.38 亿元，呈现回流状态，主要系收到其他与经营活动有关的现金大幅增加所致，收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款。

货币资金方面，2015 年末公司的货币资金余额为 23.56 亿元，较 2014 年的 25.63 亿元略有下降。2015 年末公司货币资金/短期债务由上年的 0.43 倍进一步下降至 0.34 倍，对其短期债务的覆盖有限。

总体来看，由于土地一级开发项目推进放缓及结算周期较长，公司资产周转速度处于较低水平，且经营活动净现金流和货币资金对短期债务覆盖

有限，公司整体流动性一般。但考虑到公司作为中国金茂在境内资金归集平台，中诚信证评认为公司在资金获取方面仍能得到中国金茂的大力支持。

## 盈利能力

从收入规模看，公司 2015 年全年实现营业收入 50.61 亿元，同比增长 9.00%；同期，土地一级开发结算收入为 12.70 亿元，同比下降 56.06%。此外，2015 年末公司预收款项余额为 37.57 亿元，同比增长 37.32%，为其未来经营业绩的增长提供了较好的保障。从毛利水平来看，受毛利率水平较高的土地一级开发业务占比下降影响，2015 年公司毛利率较 2014 年的 39.63% 减少 9.04 个百分点，为 30.59%。

期间费用方面，随着开发规模和销售规模上升，2015 年公司销售费用和管理费用增加，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。2015 年，公司期间费用为 2.70 亿元，较 2014 年 2.72 亿元略有下滑，占营业收入比重为 5.33%，较上年下滑 0.53 个百分点。整体来看，公司对期间费用的把控能力较强。

表 8：2013~2015 年公司期间费用分析

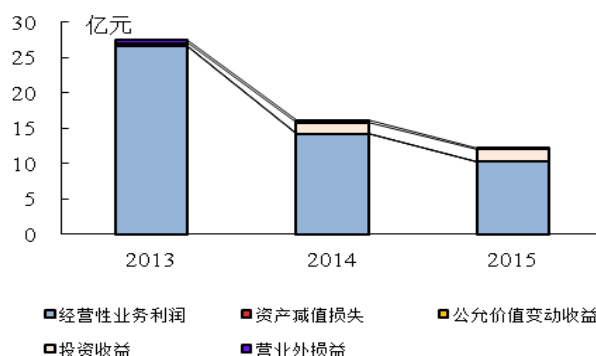
单位：亿元

	2013	2014	2015
销售费用	1.15	1.82	2.04
管理费用	0.59	1.83	1.10
财务费用	-0.40	-0.92	-0.44
三费合计	1.35	2.72	2.70
营业总收入	78.38	46.43	50.61
三费收入占比	1.72%	5.86%	5.33%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2015 年公司利润总额为 12.15 亿元，同比下降 24.67%，其中经营性业务利润 10.32 亿元，同比下降 27.53%，经营性业务盈利能力有所弱化。2015 年，公司获得投资收益 1.71 亿元，同比增长 10.32%，对利润总额形成较好的补充。同期，公司净利润为 8.85 亿元，同比下降 25.51%；所有者权益收益率为 16.67%，较 2014 年的 20.95% 下降 4.28 个百分点，公司整体盈利能力有所弱化。

图 3：2013~2015 年公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2015 年公司收入规模保持增长，毛利率仍保持在适中水平，随着公司土地一级开发业务的推进加速，加之较为充足的待结算资源，未来公司收入规模或将进一步提升，盈利能力将逐步增强。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着经营规模的扩大，截至 2015 年 12 月 31 日公司总债务为 132.06 亿元，较上年末上升了 10.58%；其中短期债务 69.89 亿元，短期债务占比较高。

从主要偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA 为 12.68 亿元，同比下降 21.92%。受债务规模上升以及盈利能力下滑影响，2015 年公司主要偿债指标均有所弱化，总债务/EBITDA 为 10.41 倍，EBITDA 利息倍数为 2.03 倍。但整体来看，公司获现能力仍可对其债务利息偿付提供较好的保障。

表 9：2013~2015 年公司主要偿债能力指标

项目	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	4.89	60.20	69.89
总债务（亿元）	54.89	119.43	132.06
EBITDA（亿元）	27.55	16.24	12.68
总债务/EBITDA（X）	1.99	7.35	10.41
经营活动净现金流（亿元）	43.31	-32.99	1.38
经营活动净现金流/总债务（X）	0.79	-0.28	0.01
EBITDA 利息倍数（X）	7.29	2.88	2.03

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2015 年末，公司共获得银行及其他金融机构授信额度 157.05 亿元，其中尚未使用的现金授信额度 74.61 亿元，具有一定备用流动性。

或有负债方面，截至 2015 年末，公司对外担保（不含子公司）合计 32.69 亿元，全部系物业买

家的按揭融资担保。

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，公司杠杆比例及流动性指标表现不甚理想。加之土地一级开发推进放缓，公司盈利能力有所下滑。但考虑到中国金茂给予了金茂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，加之未来土地一级开发业务的推进，公司偿债能力仍具有很强保障。

## 担保实力

本次债券由中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”或“公司”）提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

## 概况

中国金茂系于 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 12 月 31 日，公司总股本 196.31 亿港元，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房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 25 次进入《财富》全球 500 强，其中 2015 年名列第 105 位。

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。中国金茂具有很强的品牌知名度，物业开发项目主要集中在北京、上海、长沙等地，且其持有的商业物业资源丰富优质。

截至 2015 年 12 月 31 日，中国金茂总资产为 1,589.00 亿港元，净资产为 589.03 亿港元，资产负债率为 62.93%；2015 年，公司实现收入 221.10 亿港元，本期利润 51.03 亿港元，经营活动所得/（所

用）的现金流净额为 91.59 亿港元。

## 业务运营

2015 年，公司合同销售金额明显增长，但由于土地一级开发业务受政府政策影响，导致公司 2015 年合同销售面积和结算面积有所下滑；当年公司土地储备充足，区域布局优势明显，能够较好的支撑未来发展，加之优质的商业物业及酒店经营带来的稳定现金流，为其未来发展提供有力保障。

表 10：2013~2015 年公司城市及物业开发项目

销售及结算情况

单位：万平方米、亿元

指标	2013	2014	2015
销售面积	265.29	191.24	132.23
签约金额	209.95	215.03	301.02
结算面积	247.00	172.29	87.06
结算金额	138.27	212.59	151.63
已售未结算面积	18.29	18.95	45.17
已售未结算金额	71.67	2.44	149.17

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

城市及物业开发业务方面，2015 年公司实现合同销售面积 132.23 万平方米，同比下降 30.86%。公司位于长沙市的土地一级开发业务受政府政策导向影响，2015 年未有土地推出，导致公司当年合同销售面积减少。得益于二级物业销售均价较高，2015 年公司实现合同销售金额 301.01 亿元，同比增长 39.99%。从销售区域分布来看，2015 年公司销售区域主要位于北京、上海、南京和长沙，2015 年销售金额占比分别为 18.43%、37.84%、7.80% 和 7.47%；公司位于上海的银汇项目和大宁金茂府销售情况良好，分别实现合同销售金额 58.80 亿元和 55.73 亿元，其次为北京亦庄金茂悦和金茂逸墅项目，实现合同销售金额 29.38 亿元。

结算方面，2015 年公司实现结算面积 87.06 万平方米，同比下降 49.47%；实现结算金额 151.63 亿元，同比下降 28.67%，主要系一级开发业务销售结转大幅下滑所致。从结算区域分布来看，北京、上海以及长沙等城市结算额占比较高，分别为 34.07%、18.75% 和 15.34%。

表 11：2013~2015 年公司主要销售及结算区域分布情况

单位：%

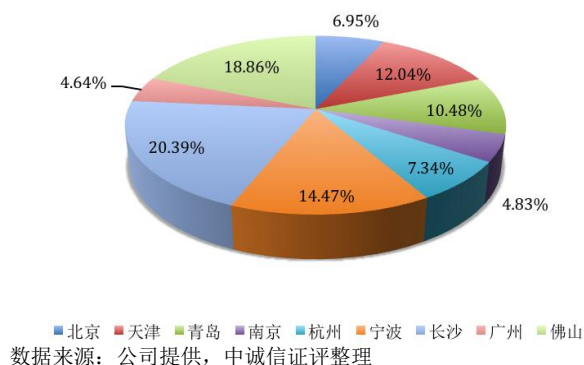
区域	2013		2014		2015	
	签约额占比	结算额占比	签约额占比	结算额占比	签约额占比	结算额占比
北京	29.65	25.49	30.72	56.32	18.43	34.07
上海	16.78	25.90	15.49	8.00	37.84	18.75
长沙	38.53	47.18	28.75	18.96	7.47	15.34
青岛	6.09	-	4.60	9.08	5.28	3.96
重庆	3.86	-	5.23	5.56	3.92	5.99
合计	94.91	98.57	84.79	97.92	72.94	78.11

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从物业开发运作情况来看，2015 年公司新开工面积为 177.64 万平方米，较 2014 年下降 28.08%；同期竣工面积 101.14 万平方米，较上年小幅增长 13.35%。截至 2016 年 3 月 22 日，公司在建及拟建项目合计 33 个，其中在建项目 19 个，权益建筑面积 640.20 万平方米；拟建项目 14 个，规划建筑面积 396.50 万平方米。2015 年末，公司在建及拟建项目未售面积 981.61 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。从项目投资情况来看，截至 2015 年末，公司在建及拟建项目计划总投资合计 1,744.65 亿元，其中北京、上海、广州和长沙的投资占比分别达 23.12%、30.73%、7.79% 和 7.42%。

土地储备方面，2015 年公司新获取项目 6 个，权益建筑面积合计 162.13 万平方米，分布在北京、宁波、南京、青岛、佛山和广州六个城市。截至 2016 年 3 月末，公司土地储备面积（含土地一级开发）约为 3,200 万平方米，土地储备充足；从储备项目来看，公司储备项目位于北京、天津、青岛、南京、杭州、宁波、长沙、广州和佛山等地，权益建筑面积占比分别为 6.95%、12.04%、10.48%、4.83%、7.34%、14.47%、20.39%、4.64% 和 18.86%。

图 4：截至 2016 年 3 月末公司储备项目区域分布情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

商业及酒店经营业务方面，截至 2015 年末，公司拥有 5 个写字楼项目以及 4 个商业项目，运营情况良好，除南京玄武湖金茂汇受改造升级影响出租率较低，其他项目出租率均在 90% 以上，形成较为稳定的租金收入。2015 年，公司物业租赁板块实现营业收入 14.91 亿港元，较 2014 年的 13.99 亿港元有所上升。酒店经营方面，截至 2015 年末，公司在全国拥有 9 家五星级酒店，分别位于北京、上海、三亚、深圳、南京的核心地段以及三亚、丽江等著名旅游城市，入住率基本维持在 60%~70% 左右。2015 年，公司酒店板块实现营业收入 22.58 亿港元，较 2014 年的 21.27 亿港元略微增长，经营稳健，维持稳定的现金流入。

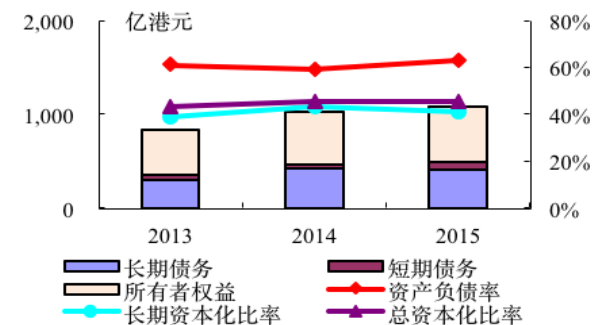
整体来看，公司物业开发业务运作良好，销售金额快速增长，物业开发项目区位优势明显，主要集中在北京、上海、南京、广州、佛山、长沙等一线及重点二线城市；同时，公司具有较为充足的土地储备，能够较好的保障公司未来的经营业绩，且商业物业和酒店能为公司提供稳定现金流入，为公司未来发展提供进一步的保障。同时，我们也关注到，土地一级开发业务受当地市场以及政府城市规划调整影响较大，项目整体推进把控难度较大，未来需关注公司土地一级开发业务的开展情况。

## 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标准无保留意见的 2013 年、2014 年和 2015 年审计报告。以下财务数据货币单位除注明外均为港元。

## 资本结构

图 5：2013~2015 年公司资本结构分析



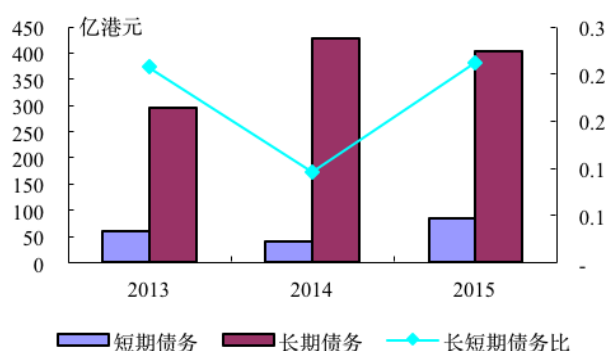
数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年，公司资产规模保持快速增长，当年资产总额为 1,589.00 亿港元，较 2014 年增长 15.12%。随着公司开发项目规模增加，当年公司负债水平亦明显提升，负债总值为 999.97 亿港元，同比增长 22.41%。受益于其利润累积不断夯实自有资本，2015 年公司所有者权益为 589.03 亿港元。

财务杠杆比率方面，公司对杠杆比例有严格控制，2015 年末公司资产负债率和净负债率分别为 62.93% 和 55.28%，分别较上年增加 3.74 个百分点和下降 2.77 个百分点。与行业内上市公司相比，公司负债率处于较低水平。

债务方面，公司外部融资规模持续增长，2015 年末公司总债务为 489.78 亿港元，同比增长 4.75%。从债务期限结构来看，2015 年末公司长短期债务比为 0.21 倍，短期债务占比保持较低水平，债务期限结构较为合理。

图 6：2013~2015 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司业务规模持续扩大，财务政策稳健，杠杆比率处于较低水平，债务期限结构合理。

## 流动性

从流动资产来看，截至 2015 年 12 月 31 日，公司流动资产占资产总额的比重为 68.61%。从流动

资产的构成来看，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，分别占流动资产比重为 15.06%、6.27%、2.79%、9.60% 和 65.71%。现金及现金等价物和存货占比均较 2014 年有略微下滑。

表 12：2013~2015 年流动资产分析

指标	2013	2014	2015
流动资产/总资产	70.00%	67.36%	68.61%
存货/流动资产	70.57%	71.78%	65.71%
现金及现金等价物/流动资产	17.49%	15.11%	15.06%
(存货+现金及现金等价物)/流动资产	88.06%	86.89%	80.77%

注：1、此处存货数据包括公司财务报表非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

存货方面，2015 年末公司存货余额合计 716.33 亿港元，较 2014 年增长 7.33%，其中发展中物业、持作出售物业和发展中土地占比分别为 63.69%、10.53% 和 25.66%。持作出售物业占比较 2014 年降低仅 0.89 个百分点，仍需关注其已竣工物业的去化情况，同时考虑到公司有较多高端住宅和商业物业项目，去化周期较一般项目偏长，公司别墅等高端物业以及商业物业去化情况需特别关注。

表 13：2013~2015 年公司存货结构分析

单位：亿港元			
项目	2013	2014	2015
存货合计	596.91	667.38	716.33
发展中物业	440.32	460.79	456.22
发展中物业/存货合计数	73.77%	69.04%	63.69%
持作出售物业	59.15	76.19	75.40
持作出售物业/存货合计数	9.91%	11.42%	10.53%
发展中土地	97.12	129.60	183.82
发展中土地/存货合计数	16.27%	19.42%	25.66%
(发展中物业+持作出售物业+发展中土地)/存货合计数	99.95%	99.88%	99.88%

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，2015 年公司存货周转率为 0.20 次，总资产周转率为 0.15 次，均较 2014 年有大幅下滑，资产周转效率有待提升，在行业内处于相对较低水平。

表 14：2013~2015 年公司周转率相关指标

项目	2013	2014	2015
存货周转率（次/年）	0.23	0.28	0.20
总资产周转率（次/年）	0.20	0.23	0.15

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

现金流方面，2015 年公司经营活动所得现金净额为 91.59 亿港元，呈大幅净流入状态，主要是由于公司项目进一步开发投入减少，以及售楼款、物业租金及酒店经营收入增长所致。公司经营活动现金流对短期债务的保障力度有较大提升；同期，经营活动净现金流/短期债务为 1.07 倍。

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 2015 年 12 月 31 日，公司现金及现金等价物余额为 164.17 亿港元，现金及现金等价物与短期债务的比例为 1.91 倍，货币资金对短期债务的保障充足。

表 15：2013~2015 年公司部分流动性指标

指标	2013	2014	2015
现金及现金等价物（亿港元）	147.93	140.53	164.17
经营活动现金流净额（亿港元）	-49.97	-85.96	91.59
投资活动现金流净额（亿港元）	-10.04	-102.73	-121.17
经营净现金流/短期债务	-0.81	-2.11	1.07
现金及现金等价物/短期债务	2.41	3.45	1.91

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，公司自持物业体量较大，资产周转速度偏低，但考虑到公司经营性现金流好转，呈现大幅净流入状态，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

营业收入方面，2015 年公司实现营业收入 221.10 亿港元，较 2014 年的 295.48 亿港元下滑 25.17%，主要是由于土地一级开发业务收入下降所致。

毛利率方面，2015 年公司毛利水平亦有所下降，为 38.67%，但仍在行业内保持较高水平。

期间费用方面，得益于公司在运营管理上的有效节流，2015 年公司管理费用为 15.38 亿港元，较 2014 年下降 1.41 亿港元；同期，由于一般性借款利息资本化，公司财务费用较上年减少 7.76%，为 5.68 亿港元。整体来看，2015 年公司期间费用合计 30.85 亿元，较 2014 年的 38.15 亿港元减少，收入占比为 13.95%，较 2014 年上升 1.04 个百分点。

利润方面，2015 年公司税前利润为 79.73 亿港元，较 2014 年下降 24.35%；其中经营性业务利润为 54.64 亿港元，同比下跌 29.44%；投资物业公允价值收益为 12.38 亿港元，同比下滑 45.84%。同期，公司年度利润为 51.03 亿港元，同比下降 23.33%；所有者权益收益率为 8.66%，较 2014 年下降 3.15 个百分点。公司整体盈利能力有所弱化。

总体来看，公司各业务板块协同发展，毛利率维持在较高水平，但其盈利能力有所弱化。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着经营规模的扩大，截至 2015 年 12 月 31 日公司总债务为 489.78 亿港元，同比增长 4.75%。

从债务币种来看，截至 2015 年 12 月 31 日，公司付息总债务 489.78 亿港元，折合成人民币 410.34 亿元，其中人民币债务 193.73 亿元，海外债务 216.61 亿元，占总债务比例分别为 53% 和 47%。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 16：截至 2015 年末公司债务币种分类明细

单位：亿元人民币

币种	债务总额	占比
人民币	193.73	53%
海外债务	216.61	47%
合计	410.34	100%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

获现能力方面，2015 年公司 EBITDA 为 89.26 亿港元，同比下降 26.12%，获现能力有所弱化。从主要偿债能力指标来看，2015 年公司总债务/EBITDA 为 5.49 倍，EBITDA 利息保障倍数为 3.24 倍，虽较 2014 年有所弱化，但整体偿债指标仍相

对稳健。

表 17：2013~2015 年公司主要偿债能力指标

单位：亿港元

项 目	2013	2014	2015
总债务	358.06	467.59	489.78
EBITDA	100.32	120.82	89.26
总债务/EBITDA (X)	3.57	3.87	5.49
经营活动净现金流	-49.97	-85.96	91.59
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.14	-0.18	0.19
资产负债率(%)	60.93%	59.19%	62.93%
总资本化比率(%)	43.13%	45.36%	45.40%
长期资本化比率(%)	38.59%	43.11%	40.69%
EBITDA 利息倍数 (X)	5.02	4.70	3.24

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 2015 年 12 月 31 日，公司对外担保余额合计 145.39 亿港元，占年末净资产余额的 24.68%，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。

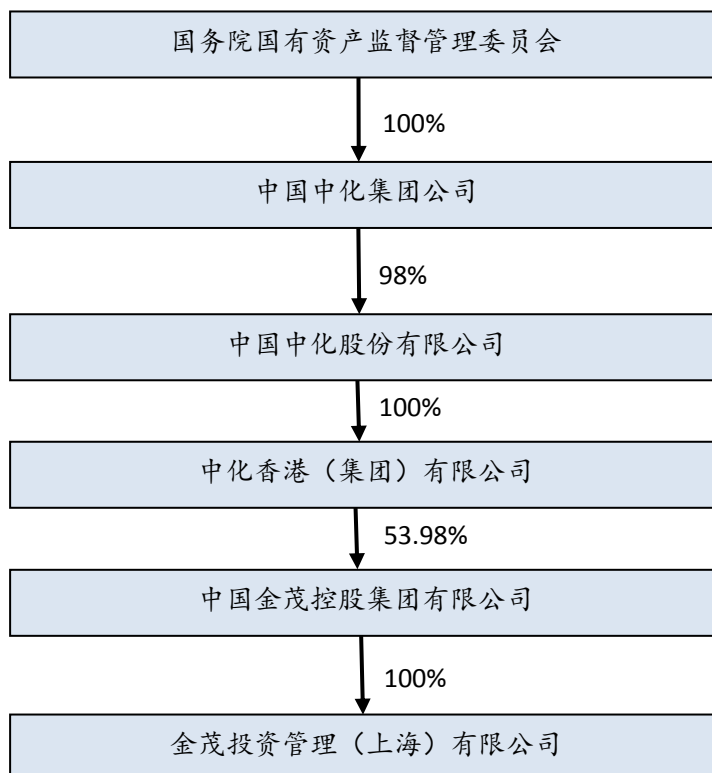
财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2015 年 12 月 31 日，中国金茂口径授信总额为人民币 465.56 亿元，未使用的授信额度为人民币 216.62 亿元，备用流动性充足。

整体来看，中国金茂收入规模下滑，盈利能力有所弱化，但其财务结构仍保持稳健，负债水平较低，主要偿债指标相对稳健，备用流动性充足，另考虑到公司充足的待结算资源可为其未来经营业绩提供良好支撑，中国金茂可为本次债券本息的偿还提供有力的担保。

## 结 论

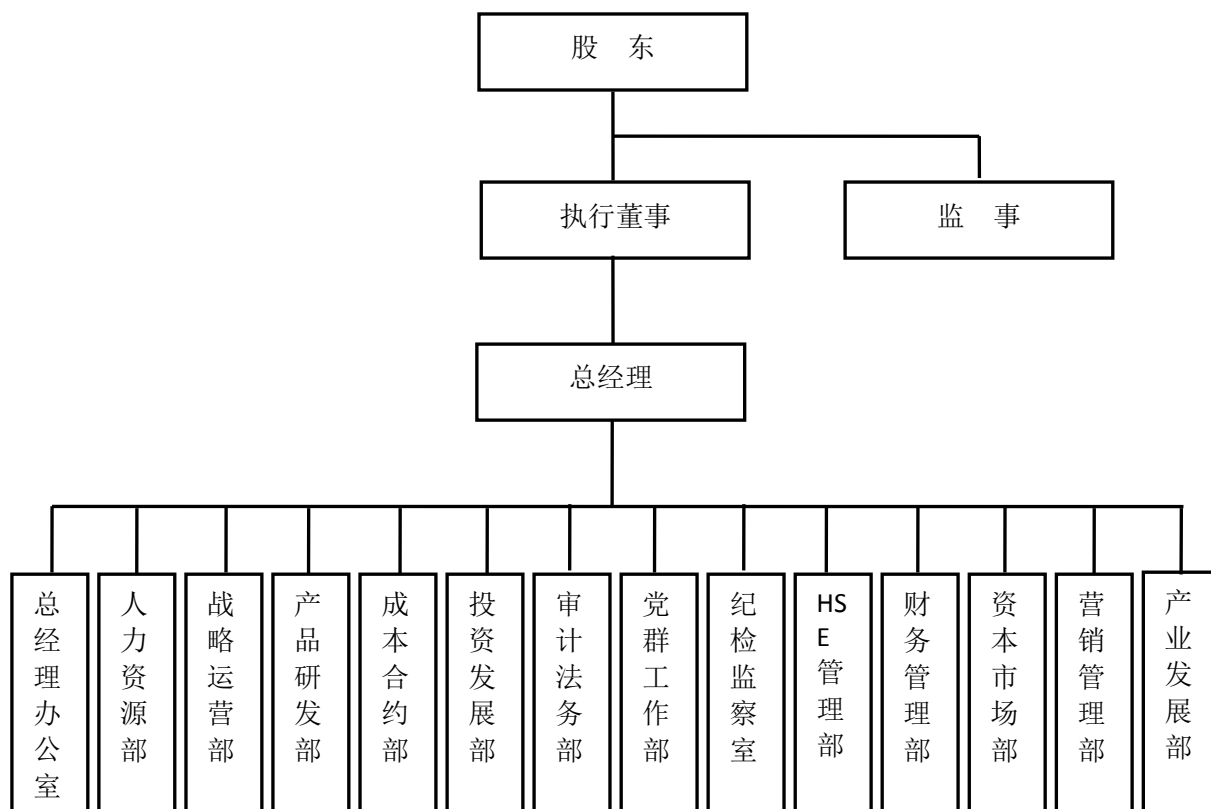
综上，中诚信证评维持金茂投资管理（上海）有限公司主体信用级别为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“金茂投资管理（上海）有限公司 2015 年公开发行公司债券”信用级别为 **AAA**。

附一：金茂投资管理（上海）有限公司股权结构图（截至2015年12月31日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：金茂投资管理（上海）有限公司组织结构图（截至2015年12月31日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**附三：金茂投资管理（上海）有限公司主要财务数据及财务指标**

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	487,574.44	256,332.71	235,631.43
应收账款净额	155,649.98	106,184.48	77,512.68
存货净额	1,528,514.17	1,881,445.59	2,588,848.15
流动资产	2,664,396.39	3,303,735.18	4,272,653.43
长期投资	0.00	5,942.02	93,568.23
固定资产合计	64,852.93	419,626.00	38,700.21
总资产	2,744,664.17	3,607,622.01	4,744,573.24
短期债务	48,850.00	602,010.44	698,932.77
长期债务	500,000.00	592,246.64	621,659.08
总债务（短期债务+长期债务）	548,850.00	1,194,257.07	1,320,591.85
总负债	2,346,399.78	3,040,352.24	4,213,594.60
所有者权益（含少数股东权益）	398,264.39	567,269.78	530,978.63
营业总收入	783,808.42	464,254.45	506,112.35
三费前利润	279,258.18	169,663.28	130,230.12
投资收益	5,183.17	15,517.22	17,120.11
净利润	207,856.67	118,833.16	88,527.74
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	275,535.88	162,415.69	126,836.14
经营活动产生现金净流量	433,083.69	-329,939.21	13,819.86
投资活动产生现金净流量	-108,936.59	-963,444.78	-39,084.83
筹资活动产生现金净流量	-47,105.52	1,037,737.71	-13,123.11
现金及现金等价物净增加额	277,041.54	-255,646.27	-38,388.09
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	35.68	39.63	30.59
所有者权益收益率（%）	52.19	20.95	0.17
EBITDA/营业总收入（%）	35.15	34.98	25.16
速动比率（X）	0.62	0.58	0.47
经营活动净现金/总债务（X）	0.79	-0.28	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	8.87	-0.55	0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	11.46	-5.86	0.22
EBITDA 利息倍数（X）	7.29	2.88	2.03
总债务/EBITDA（X）	1.99	7.35	10.41
资产负债率（%）	85.49	84.28	88.81
总债务/总资本（%）	57.95	67.80	71.32
长期资本化比率（%）	55.66	51.08	53.93
净负债率（%）	2.23	165.34	204.33

注：所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益

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）	2013	2014	2015
现金及现金等价物	1,479,336	1,405,283	1,641,724
应收贸易账款	420,201	359,318	304,046
存货合计	5,969,057	6,673,807	7,163,305
调整后的流动资产	8,458,761	9,297,744	10,901,782
物业、厂房及设备	1,090,873	1,242,332	1,460,759
投资物业	2,201,846	2,435,613	2,516,501
总资产	12,084,326	13,802,579	15,889,967
短期债务	613,918.00	407,249.00	857,474
长期债务	2,966,695.00	4,268,686.00	4,040,308
总债务（短期债务+长期债务）	3,580,613.00	4,675,935.00	4,897,783
总负债	7,362,383	8,169,320	9,999,705
权益总额	4,721,946	5,633,257	5,890,262
收入	2,071,891	2,954,815	2,211,031
税前利润	842,762	1,053,962	797,315
年度利润	503,436	665,560	510,257
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,003,152	1,208,196	892,554
经营活动所用的现金流净额	-499,670	-859,646	915,890
投资活动所用的现金流净额	-100,435	-1,027,268	-1,211,677
筹资活动所用的现金流净额	756,422	1,687,454	416,334
现金和现金等价物净增加额	156,317	-199,460	120,547
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	44.41	39.12	38.67
所有者权益收益率（%）	10.66	11.81	8.66
EBITDA/营业总收入（X）	0.48	0.41	0.40
速动比率（X）	0.63	0.77	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	-0.14	-0.18	0.19
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.81	-2.11	1.07
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.50	-3.34	3.32
EBITDA 利息倍数（X）	5.02	4.70	3.24
总债务/EBITDA（X）	3.57	3.87	5.49
资产负债率（%）	60.93	59.19	62.93
总债务/总资本（%）	43.13	45.36	45.40
长期资本化比率（%）	38.59	43.11	40.69
净负债率（%）	44.50	58.06	55.28

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、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；

3、存货合计包括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。

## 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+计入财务费用的利息支出

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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（营业总收入净额）/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=（总债务-货币资金）/所有者权益

## 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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。