



# 信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪199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，上调贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一七年五月二十六日

## 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（2017）

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售选择权		
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	2016/10/21		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA <sup>+</sup>	评级展望	正面
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AAA	评级展望	稳定

### 概况数据

金茂上海	2014	2015	2016
所有者权益合计（亿元）	166.40	196.40	218.58
总资产（亿元）	697.92	878.49	1,088.74
总债务（亿元）	128.41	153.96	214.53
营业总收入（亿元）	160.69	120.59	131.82
营业毛利率(%)	40.58	37.28	32.76
EBITDA（亿元）	58.30	37.54	34.62
所有者权益收益率(%)	24.24	12.52	10.00
资产负债率(%)	72.08	77.64	79.92
总债务/EBITDA(X)	2.20	4.10	6.20
EBITDA 利息倍数(X)	6.85	4.44	3.66
净负债率(%)	37.88	27.60	54.61
中国金茂	2014	2015	2016
所有者权益合计（亿元）	444.40	493.49	557.44
总资产（亿元）	1,088.87	1,331.26	1,669.04
总债务（亿元）	368.88	410.34	479.25
营业总收入（亿元）	233.10	177.71	273.04
营业毛利率(%)	39.12	38.67	37.37
EBITDA（亿元）	-	71.74	93.65
所有者权益收益率(%)	11.81	8.31	8.20
资产负债率(%)	59.19	62.93	66.60
总债务/EBITDA(X)	-	5.72	5.12
EBITDA 利息倍数(X)	-	3.24	3.87
净负债率(%)	58.06	55.28	49.42

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 年财务数据引用 2016 年年初重述数，2014 年财务数据引用 2015 年年初重述数；

### 基本观点

2016 年，受益于资产重组，金茂投资管理（上海）有限公司（以下简称“金茂上海”）在中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）体系内战略地位进一步提升，经营业绩稳步增长。同时，股东方中国金茂项目区域布局进一步优化，经营性业务盈利能力增强、偿债指标优化，其对本次债券提供的全额无条件不可撤销担保具有较好的增信作用。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到金茂上海和中国金茂存货中开发产品比重上升、金茂上海资本支出压力加大等因素或将其整体经营及信用水平带来影响。

综上，中诚信证评上调金茂上海主体信用等级为 AAA，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”信用等级为 AAA。

### 正 面

- 金茂上海资产重组的完成使其在中国金茂体系内的战略地位进一步巩固。金茂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提供了持续的支持。2016 年 6 月，中国金茂将 12 家子公司股权注入金茂上海，使其业务及资产规模进一步扩大，在规模及战略定位上更具有竞争优势。
- 金茂上海房地产开发业务经营业绩稳步增长。得益于较好的市场环境和较优的区域布局，2016 年金茂上海房地产实现合同销售面积和合同销售金额分别为 108.86 万平方米和 239.51 亿元，分别同比增长 7.37% 和 16.24%，经营业绩稳步提升；同时，2016 年末金茂上海预收款项为 229.32 亿元，同比大幅增长 71.50%，较为丰富的已售待结算资源为未来经营业绩提供了较好保障。
- 金茂上海土地一级开发业务经营业绩大幅提

## 分 析 师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

陈 思 schen@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 5 月 26 日

升。随着当地政府土地推出节奏加快, 2016 年金茂上海土地一级开发业务实现签约销售面积 95.82 万平方米, 同比增长 336.74%; 实现签约销售金额 110.52 亿元, 较上年的 22.95 亿元大幅增长。

- 中国金茂项目区域布局进一步优化, 盈利能力不断增强。2016 年以来, 中国金茂在加大一线城市布局的同时重点布局南京、苏州、武汉、无锡和天津等重点二线城市, 区域布局进一步优化。同时, 得益于充足的项目销售结转及较强的期间费用把控能力, 2016 年中国金茂获得经营性业务利润大幅增加, 盈利能力增强, 偿债指标亦得以优化, 同时考虑其稳健的财务结构, 其提供的保证担保具有强有力的增信作用。

## 关 注

- 金茂上海和中国金茂存货中开发产品比重上升。2016 年, 金茂上海存货中开发产品的比重从 2015 年的 11.62% 上升至 19.45%; 中国金茂存货中持作出售物业的比重从 2015 年的 10.53% 上升至 15.62%。金茂上海和中国金茂已竣工待售物业大多是高端住宅及商业项目, 需关注其后续去化情况。
- 金茂上海较大的资本支出压力。2016 年金茂上海加大项目储备力度, 新增储备项目个数以及规划建筑面积均较 2015 年有较大幅度提升, 同时在土地价格持续上升的背景下, 金茂上海新增项目土地权益金额大幅增长, 加大了其资本支出压力。



## 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。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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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。

## 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 2016 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。

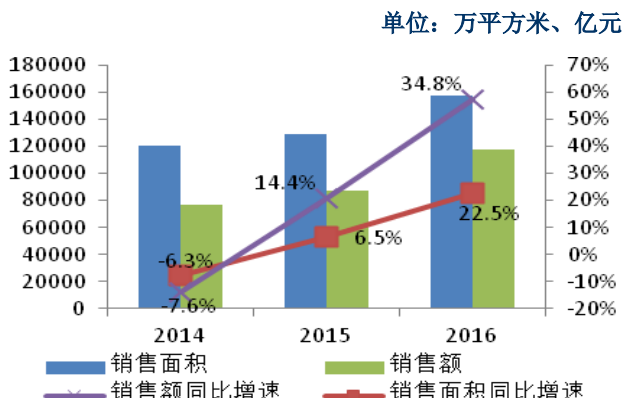
## 行业分析

**受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。**

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%<sup>1</sup>。良好的商品房成交使得商品库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市商品住宅市场分化明

显。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

**2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。**

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城

<sup>1</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016年3月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

**房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。**

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016年年销售额300亿元以上房企已完成及正在进行中的并购案例已近100起，占行业并购数量的70%以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016年TOP100房企入榜金额门槛从2015年的104亿元提高至157亿元，同比上升51%，销售金额集中度亦提升3.87个百分点至43.92%，占比近一半；TOP20销售门槛提升最快，由2015年的358亿大幅增至647亿，同比提升了81%，销售金额集中度则上升1.67个百分点至24.73%；而TOP10房企销售金额门槛达到1,100.2亿元，同比上涨51.73%，占全国销售额的比重达到18.35%，较上年提升1.27个百分点，千亿房企已达12家。

## 重大事项

2016年，由于内部整合需求，金茂上海下属全资子公司北京兴茂置业有限公司（以下简称“北京兴茂”）在上海出资设立上海港茂企业管理有限公司（以下简称“上海港茂”），北京兴茂持有上海港茂100%股权。上海港茂在香港注册成立金茂香港企业管理有限公司（以下简称“金茂香港”），持有金茂香港100%股权。此后，中国金茂将其持有的盛荣国

际投资有限公司等12家英属维尔京群岛公司（以下简称“12家BVI公司”）的股权注入金茂香港控制、管理的下属子企业。其中，12家BVI公司中的11家BVI公司的注入股权比例为100%，1家BVI公司的注入股权比例为80%。

上述股权重组于2016年6月24日完成，12家BVI股权权益纳入金茂上海合并报表范围。截至2016年末，金茂上海资产总额占中国金茂资产规模比重为65.23%，营业收入占比为48.28%，资产规模及收入规模均有较大幅度提升。

中诚信证评关注到，股权重组的完成使金茂上海在中国金茂体系内的战略地位进一步巩固，其在规模及战略定位上更具竞争优势。

## 业务运营<sup>2</sup>

目前金茂上海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一线城市及重点二线城市，项目类型以高端住宅为主。2016年公司实现营业收入131.82亿元，同比上升9.41%。从收入构成来看，公司营业收入主要来源于土地一级开发和物业销售收入，其中土地一级开发收入为21.37亿元，较上年增加68.21%，占营业收入比重为16.21%；物业销售收入为101.10亿元，同比上升2.15%，占营业收入的比重为76.70%。

**跟踪期内，公司销售业绩持续向好，房地产项目签约销售额主要来自于一线城市以及重点二线城市，区域布局优势明显；此外，年末公司在建规模较大，未来或面临一定资本支出压力。**

2016年公司坚持布局北京、上海等一线城市和重点二线城市，销售业绩保持增长。当年公司合同销售面积同比增长7.37%至108.86万平方米，签约销售金额增长16.24%至239.51亿元，销售均价增长8.26%至22,002元/平方米。从销售区域分布情况来看，当年公司签约销售金额主要来源于上海、北京、长沙和广州，签约销售金额占比分别为17.87%、15.14%、13.83%和13.70%，公司签约销售主要来自

<sup>2</sup> 本报告所涉及的业务和财务数据均按照重组之后的口径追溯调整。

于一线城市及重点二线城市，区域布局优势明显。从签约销售面积占比来看，2016年公司主要销售区域为长沙、青岛和广州，销售面积占比分别为8.86%、5.47%和4.35%。从签约业态来看，2016年公司住宅签约销售金额150.27亿元，占总签约销售金额的62.74%。

表 1：2014~2016 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2014	2015	2016
销售面积	83.45	101.38	108.86
签约金额	143.60	206.05	239.51
销售均价	17,207.91	20,324.52	22,002.56
结算面积	58.22	60.03	70.91
结算金额	122.95	99.25	95.78
结算均价	21,118.17	16,532.11	13,506.49

注：上述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

从结算情况来看，2016 年公司实现房地产项目结算面积 70.91 万平方米，同比增长 18.31%；结算金额 95.78 亿元，同比下降 3.5%，当年二线城市项

目结算增加，拉低了结算均价，导致当年结算金额有所下降。从结算区域来看，凭借公司在长沙地区开展土地一级开发的联动优势，2016 年公司来源于长沙项目的结算金额和占比分别为 33.90 亿元和 35.40%，北京、苏州、和重庆的结算金额分别为 23.09 亿元、10.12 亿元和 9.78 亿元，占比分别为 24.10%、10.57%和 10.21%。从结算产品来看，2016 年公司住宅产品结算面积 70.78 万平方米，占当年结算总面积的比重为 99.81%，结算金额 95.13 亿元，占当年结算总金额的比重为 99.32%。

在建项目方面，截至 2016 年末，公司在建项目共 16 个，分别位于北京、长沙、丽江、上海和青岛等地，计划建筑面积合计 706.14 万平方米，较上年下降 4.18%，其中长沙、青岛、北京和广州在建项目建筑面积较大，占比分别为 27.46%、19.10%、13.79%和 11.03%。项目投资方面，公司在建项目计划总投资合计 847.75 亿元，截至 2016 年 12 月末累计已投资 548.63 亿元，尚需投资 299.12 亿元。

表 2：截至 2016 年末金茂上海物业开发在建及储备项目明细

单位：万元、平方米

项目名称	预计建筑面积	项目类型	总投资	已投资额	尚需投入	竣工日期
北京亦庄金茂悦项目	414,782	住宅	743,709	609,411	134,298	2018 年
北京亦庄金茂逸墅项目	558,922	住宅	552,910	399,822	153,088	2019 年
青岛市南金茂湾项目	513,189	商业、住宅	525,172	425,335	99,837	2018 年
青岛中欧国际城项目首批地块	480,626	商业、住宅	490,343	114,020	376,323	2024 年
青岛中欧国际城项目二批地块	354,644				0	2021 年
上海大宁金茂府项目	289,200	住宅	1,633,966	1,331,414	302,552	2018 年
苏州姑苏金茂府项目	342,422	住宅	554,828	403,408	151,420	2018 年
宁波南塘金茂府项目	225,160	商业、住宅	335,388	279,574	55,814	2017 年
重庆盘龙金茂悦项目	300,000	商业、住宅	200,681	143,481	57,200	2018 年
广州南沙金茂湾项目	778,652	综合体	784,694	383,301	401,393	2019 年
长沙梅溪湖金茂广场项目	954,770	综合体	1,026,228	655,105	371,123	2018 年
长沙梅溪湖金茂悦项目	485,577	商业、住宅	287,734	222,490	65,244	2018 年
丽江雪山金茂逸墅项目	18,887	商业、住宅	300,821	176,249	124,572	2017 年
丽江玉龙金茂雪山语项目	207,902	住宅			0	2017 年
长沙梅溪湖金茂湾项目	498,605	商业、住宅	520,396	159,554	360,842	2019 年
佛山金茂绿岛湖项目	638,074	住宅	520,640	183,157	337,483	2021 年
小计	7,061,412	-	8,477,510	5,486,321	2,991,189	-

注：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



**跟踪期内，长沙市和南京市政府加快推地节奏，公司土地一级开发项目多宗地块完成出让，当年土地一级开发销售面积和销售金额较上年大幅增长。**

公司存续土地一级开发项目规模较大，跟踪期内，公司在建土地一级开发项目仍为长沙梅溪湖一期、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。2016 年，受益于长沙、南京政府土地推出节奏加快，当年公司土地一级开发业务实现签约销售面积 95.82 万平方米，同比增长 336.74%；实现签约销售金额 110.52 亿元，较上年的 22.95 亿元有大幅增长。

长沙梅溪湖项目方面，2016 年度该项目共成交两块土地，成交土地分别为岳麓区梅溪湖 J-44 地块（公告：[2016]网挂 013 号）和 B-39 地块（公告：[2016]网挂 048 号），土地计容建筑面积分别为 27.06 万平方米和 31.38 万平方米，成交金额分别为 11.22 亿元和 29.00 亿元。2016 年长沙梅溪湖土地一级开发项目贡献签约销售面积和金额分别为 58.44 万平方米和 40.22 亿元。

南京青龙山国际生态新城项目方面，2016 年南京青龙山一级开发项目共成交 3 宗土地，三宗土地挂网编号分别为 No.2016-G18、No.2016-G19 和 No.2016-G22，贡献签约销售面积和金额分别为 37.38 万平方米和 70.30 亿元，当年结转销售面积和销售收入分别为 18.74 万平方米和 21.37 亿元。

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 416.15 亿元，截至 2016 年末累计已投资 242.64 亿元，尚需投资 173.51 亿元，公司后续或将存在一定资金需求压力。此外，由于土地一级开发项目易受当地城市规划调整以及政府审批环节、拆迁进度等影响，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。

**2016 年以来公司新增土地储备集中在一线城市及重点二线城市，区域布局优势明显，可对未来业绩的保持提供较好的支撑；同时我们也关注到，较大规模的新增土地出让金或将加大公司资本支出压力。**

作为中国金茂房地产开发投资最重要的平台，

金茂上海定位重要，为保证业务的顺利开展，公司加大土地储备力度，2016 年公司新增 16 个项目，新增土地储备建筑面积 426.50 万平方米，新增土地储备权益建筑面积 235.03 万平方米，较 2015 年的 196.22 万平方米同比增长 19.78%。同期，新增土地地价总额 628.10 亿元，权益地价总额 318.94 亿元，新增土地储备金额占同期合同销售金额的 133.16%，应缴纳土地出让金大幅增长，公司将存在一定资本支出压力。

**表 3：2014~2016 年公司土地储备情况**

单位：万平方米、亿元

项目	2014	2015	2016
新增项目（个）	4	6	16
新增土地储备建筑面积	185.25	196.22	426.50
新增土地储备权益建筑面积	141.59	162.13	235.03
新增土地地价总额	118.9	135.34	628.10

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从新增项目区域布局来看，公司于一线城市上海、深圳和广州权益建筑面积占比分别为 5.81%、5.62%和 5.60%，公司持续加大一线城市项目储备。此外，公司于天津、青岛、宁波和武汉储备建筑面积规模较大，权益建筑面积占比分别为 17.33%、15.09%、12.44%和 10.49%。

截至 2016 年末，公司土地储备建筑面积为 585.12 万平方米，其中权益建筑面积为 397.91 万平方米，主要分布在南京、苏州、天津和武汉等城市，权益土地储备面积占比分别为 35.43%、19.35%、10.24%和 6.20%。整体来看，公司土地储备集中在一线城市以及经济较为发达的二线城市，具有较好的区域布局优势。

## 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 2014~2016 年度审计报告，其中 2015 年财务数据引自 2016 年期初重述数。

## 资本结构

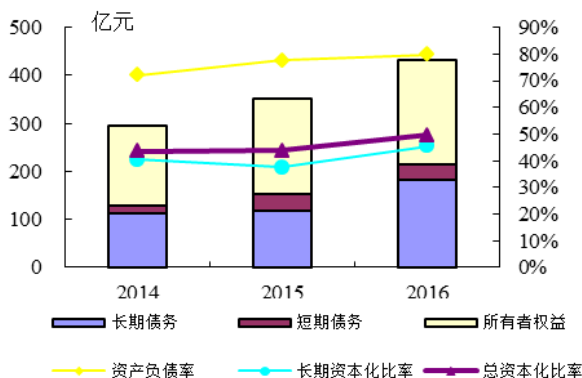
随着中国金茂将 12 家 BVI 公司股权注入和自身业务的发展，截至 2016 年末，公司总资产为 1,088.74 亿元，同比增长 23.93%。其中，存货由 2015 年末的



472.57亿元上升至494.50亿元，小幅增长；预付款项由2015年末的2.24亿元增长至46.57亿元，主要系天津热电厂项目预付土地款；其他应收款由2015年末的98.52亿元增至191.74亿元，主要系应收关联方款项增加所致。同期末，公司负债总额为870.16亿元，较上年同期增长27.57%，主要源于预收款项和有息负债的增长。自有资本方面，得益于永续债的发行和经营所得的利润留存，公司自有资本实力不断增强，2016年末所有者权益合计218.58亿元，同比增长11.30%。财务杠杆比率方面，2016年末公司资产负债率和净负债率分别为79.92%和54.61%，较上年同期分别上升2.28个百分点和27.01个百分点。

债务方面，截至2016年末，公司总债务规模为214.53亿元，受长期借款大幅上升影响，2016年公司总债务同比增长39.34%；当年末长短期债务比为0.17倍，较上年的0.30倍，债务结构进一步优化。

图 2：2014~2016 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

总体来看，公司业务规模保持增长，自有资本实力不断增强，债务期限结构合理。同时，我们也注意到，公司其他应收款金额上涨且规模较大，需关注其资金回收情况。

## 流动性

公司流动资产规模持续保持增长，2016年末流动资产合计为872.80亿元，较上年末增长25.20%，占总资产的比重为80.17%。从流动资产的构成来看，2016年公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，2016年末上述三项占流动资产的比重分别为56.66%、21.97%和10.90%。

表 4：2014~2016 年公司存货结构分析

单位：亿元、%

项目	2014	2015	2016
存货	395.42	472.57	494.50
存货同比增长率	14.04%	19.51%	4.64%
开发成本	353.94	416.99	397.72
开发成本/存货	89.51%	88.24%	80.43%
开发产品	40.89	54.93	96.12
开发产品/存货	10.34%	11.62%	19.45%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2016年公司在建项目的有序推进使得存货规模稳步增长，当年末存货账面价值为494.50亿元，同比增长4.64%。从存货的构成来看，随着公司多个项目的相继竣工，当年末开发产品账面价值96.12亿元，占期末存货总额比例为19.45%，较上年增加7.83个百分点，主要为北京亦庄金茂悦项目、重庆金茂珑悦项目、方茂苑项目、北京亚奥金茂悦项目&金茂府、宁波南塘金茂府和杭州黄龙金茂悦等，上述项目主要为高端住宅及商业项目，位于北京、重庆、杭州和宁波等一线及重点二线城市，需关注以上项目的去化情况。同期末，公司存货开发成本397.72亿元，较上年末减少4.62%，占年末存货账面价值的比重为80.43%，同比下降7.81个百分点。

表 5：2014~2016 年公司周转率相关指标

单位：次/年

项目	2014	2015	2016
存货周转率	0.26	0.17	0.18
总资产周转率	0.25	0.15	0.13

资料来源：公司定期报告，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较低。2016年，公司存货周转效率为0.18次，同比上升0.01次；总资产周转率为0.13次，同比下降0.02次。

现金流方面，2016年受公司物业开发规模加大及新增土地储备较多影响，公司经营活动净现金流为-70.10亿元，呈净流出状态，无法对短期债务形成有效覆盖。货币资金方面，2016年末公司货币资金余额为95.16亿元，同比减少4.61%，其中受限货币资金为16.35亿元，占货币资金总额的17.18%，年末货币资金/短期债务为3.06倍，得益于公司债

务期限结构的持续优化，短期债务规模下降，其货币资金对短期债务的覆盖程度较上年进一步提升。

表 6：2014~2016 年公司部分流动性指标

单位：亿元

项目	2014	2015	2016
货币资金	65.37	99.75	95.16
经营活动现金流净额	-10.02	25.61	-70.10
经营净现金流净额/短期债务（X）	-0.66	0.72	-2.26
货币资金/短期债务（X）	4.32	2.81	3.06

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受开发规模扩大及新增土地较多的影响，公司经营活动现金流持续呈净流出状态，但考虑到公司持续增长的销售业绩，以及相对充足的货币资金可对短期债务形成覆盖，整体仍具备较好的流动性。

## 盈利能力

从收入规模看，2016 年公司实现营业收入 131.82 亿元，同比增长 9.32%。其中，物业销售收入 101.10 亿元，同比增长 2.14%；土地一级开发收入 21.37 亿元，同比增长 68.27%。此外，2016 年末公司预收款项金额为 229.32 亿元，同比大幅增长 71.50%，占同期营业收入的 173.96%，为其短期内经营业绩的提升提供了有力支撑。从毛利空间来看，2016 年公司毛利率为 32.76%，较上年同期下降 4.52 个百分点，主要系结算物业中二线城市占比比较高所致。

图 7：2015~2016 年公司资本结构

项目	2015			2016		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
物业销售	98.98	82.08	30.67	101.10	76.70	22.34
土地一级开发	12.70	10.54	54.57	21.37	16.21	64.18
其他	0.00	7.38	86.13	0.00	7.09	73.60
合计	120.59	100.00	37.28	131.82	100.00	32.76

资料来源：公司定期报告，中诚信评估整理

期间费用方面，随着公司销售规模及债务规模扩大，2016 年公司期间费用上升至 12.95 亿元，较上年增长 18.26%，占营业收入比重为 9.82%，较上年增加 0.74 个百分点，但整体来看，公司对期间费用的把控能力仍较强。

表 8：2014~2016 年公司期间费用分析

单位：亿元

项目名称	2014	2015	2016
销售费用	4.65	5.37	5.23
管理费用	5.29	4.49	5.57
财务费用	1.49	1.09	2.14
三费合计	11.43	10.95	12.95
营业总收入	160.69	120.59	131.82
三费收入占比	7.11	9.08	9.82

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2016 年公司利润总额为 29.61 亿元，同比减少 12.81%，主要系经营性业务利润和公允价值变动收益同比减少所致。当年，公司经营性业务利润为 21.38 亿元，同比下降 12.23%，受物业销售毛利空间收窄及期间费用上升影响，经营性业务盈利能力有所弱化；公允价值变动收益为 4.12 亿元，同比下降 39.69%，主要系公司持有的投资性房地产公允价值升值幅度降低所致；投资收益为 2.60 亿元，同比上升 26.26%，其中处置长期股权投资产生的投资收益 1.03 亿元，对利润总额形成补充。同期，公司净利润为 21.85 亿元，同比下降 11.11%；所有者权益收益率为 10.00%，较 2015 年下降 2.52 个百分点，公司整体盈利能力有所下降，但整体仍保持在行业较好水平。

总体来看，尽管公司营业毛利率和经营性业务利润有所下降，但公司经营业绩的持续增长和较大规模的已售待结资源均对公司未来经营业绩提供了较好保障，公司整体盈利能力仍处于较好水平。

## 偿债能力

从债务规模来看，公司业务规模的扩大导致外部融资规模亦相应增长。截至 2016 年末，公司总债务规模增至 214.53 亿元，同比增长 39.34%。

从主要偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 34.62 亿元，同比下降 7.78%；2016 年公司总债务/EBITDA 由上年的 4.10 倍上升至 6.20 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 4.44 倍下降至 3.66 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力有所减弱，但仍可对利息支出形成较好覆盖。

表 9：2014~2016 年公司部分偿债指标

项目	2014	2015	2016
总债务（亿元）	128.41	153.96	214.53
EBITDA（亿元）	58.30	37.54	34.62
经营活动净现金流(亿元)	-10.02	25.61	-70.10
经营净现金流/总债务（X）	-0.08	0.17	-0.33
总债务/EBITDA（X）	2.20	4.10	6.20
EBITDA 利息倍数（X）	6.85	4.44	3.66
资产负债率（%）	72.08	77.64	79.92
总资本化比率（%）	43.56	43.94	49.53
净负债率（%）	37.88	27.60	54.61

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担保余额 158.64 亿元，占公司净资产的比重为 72.58%，全部为客户按揭贷款提供担保，或有负债风险相对可控。

融资渠道方面，公司与国开行、中行、农行、渤海银行、上海浦发银行等多家银行机构建立了良好的合作关系。公司合并口径获得银行给予的授信总额为 382.42 亿元，其中未使用授信额度为 176.03 亿元，具备一定的财务弹性。

整体来看，随着土地投资及项目开发的推进，公司对外融资需求加大，债务规模有较大幅度增长，财务杠杆水平上升，同时受结算区域二线城市占比上升影响，公司物业开发毛利率下降。但考虑到公司资产重组的完成以及中国金茂给予的持续支持，加之充足的待结算资源和优质的土地储备，以及土地一级开发业务的推进，公司仍具备很强的偿债能力。

## 担保实力

中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”或“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。

## 业务运营

目前中国金茂是中化集团旗下房地产和酒店板块的平台企业，主要经营物业及土地开发、物业租赁、酒店经营等业务。2016 年公司实现营业收入 273.04 亿元，同比上升 53.65%。从收入构成来看，公司营业收入主要来源于土地一级开发和物业销

售收入，其中土地一级开发收入为 21.37 亿元，较上年增加 68.21%，占营业收入的 7.83%；物业销售收入为 214.56 亿元，同比上升 63.62%，占营业收入的 78.58%。

跟踪期内，公司销售业绩持续向好，项目在重点二线城市的销售占比上升，区域布局更为分散；此外，年末公司在建规模较大，未来或面临一定资本支出压力。

城市及物业开发业务方面，2016 年公司实现合同销售面积 243.12 万平方米，同比增长 83.86%；实现签约销售金额为 485.16 亿元，同比增长 61.17%。从销售区域分布情况来看，当年公司签约销售金额主要来源于上海、宁波、北京、长沙和南京，签约销售金额占比分别为 26.91%、8.56%、7.77%、15.12% 和 15.60%；上海区域签约销售金额主要来源于上海航运服务中心项目和大宁金茂府项目，分别实现合同销售金额 58.60 亿元和 42.80 亿元。

表 10：2014~2016 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2014	2015	2016
销售面积	191.24	132.23	243.12
签约金额	215.03	301.02	485.16
销售均价	11,244	22,765	19,956
结算面积	172.29	87.06	104.01
结算金额	212.59	151.63	235.79
结算均价	12,339	17,417	22,671

注：上述数据包含土地一级开发项目。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，2016 年公司加快结算进度，当年实现结算面积 104.01 万平方米，较上年上升 19.47%；实现结算金额 235.79 亿元，同比增长 55.50%。从结算区域来看，公司在上海、长沙、北京和南京的项目结算金额占比较大，分别为 49.35%、14.38%、11.37% 和 9.34%，凭借上海航运服务中心项目良好的销售情况，公司在上海地区结转金额占比最高。与 2015 年相比，公司 2016 年销售及结算区域分布更为分散，在南京、苏州、杭州、宁波等重点二线城市销售及结算金额占比明显上升。



表 11：2015~2016 年公司主要销售区域分布情况

区域	2015		2016	
	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比
北京	29.65%	34.16%	7.77%	11.37%
上海	16.78%	31.06%	26.91%	49.35%
长沙	38.53%	15.32%	15.12%	14.38%
青岛	6.09%	3.95%	6.26%	0.28%
重庆	3.86%	5.98%	3.03%	4.29%
南京			15.60%	9.34%
苏州			3.58%	4.15%
杭州			6.14%	2.39%
宁波	5.09%	9.53%	8.56%	2.32%
广州			6.77%	1.68%
丽江			0.27%	0.46%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

注：1、上述数据包含土地一级开发项目；2、2015 年南京、杭州、宁波、广州和丽江销售额、结算额占比未单独统计。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，2016 年公司加大项目开发节奏，当年新开工面积（不含土地一级开发）为 245 万平方米，当年竣工面积（不含土地一级开发）为 193 万平方米，较上年均有较大幅度的提升。在建项目方面，截至 2016 年末，公司在建及拟建项目共 47 个（不包含土地一级开发），其中在建项目 28 个，分别位于北京、上海、广州、重庆、长沙和青岛等地，规划建筑面积合计 1,087.51 万平方米；储备项目 19 个，分布于南京、苏州和武汉等地，占地面积和规划建筑面积合计分别为 138.87 万平方米和 585.12 万平方米，较大规模的在建及储备项目可为其未来业务发展提供较好的保障。项目投资方面，公司在建项目计划总投资合计 1,342.16 亿元，截至 2016 年 12 月末累计已投资 851.11 亿元，尚需投资 491.05 亿元。

2016 年以来，公司在一线城市及重点二线城市获取多个新项目，土地储备充足且区位优势明显，为其未来经营业绩的保持奠定基础；同时，公司商业物业和酒店持续为公司提供稳定现金流入，为其未来发展提供进一步的保障。

土地储备方面，2016 年以来（截至公司 2016 年年报出具日）公司在上海、广州、深圳、南京、苏州、天津、合肥、郑州、武汉、无锡等城市获取

19 个新项目，其中合作开发项目 13 个，共计新增土地储备建筑面积和占地面积分别为 621.12 万平方米和 162.23 平方米；新增土地储备地价总额为 804.41 亿元，权益金额为 495.25 亿元。从新增储备项目区域分布来看，公司于上海、广州和深圳分别新增项目 3 个、1 个和 1 个，加大对一线城市的布局；同时公司储备项目在南京、苏州、武汉、无锡和天津等地占比较大，建筑面积占比分别为 22.88%、12.40%、12.03%、7.09% 和 6.56%，整体区域布局良好。截至 2016 年末，公司土地储备建筑面积为 585.12 万平方米，其中权益建筑面积为 397.91 万平方米，主要分布在南京、苏州、天津和武汉，分别占土地储备总面积的 35.43%、19.35%、10.24% 和 6.20%。

商业物业方面，截至 2016 年 12 月末，公司在北京、上海、南京等地持有 6 个商务租赁及零售商业运营项目，其中北京凯晨世贸中心、中化大厦、金茂大厦和长沙梅溪湖国际研发中心为写字楼，南京玄武湖金茂广场项目一期为综合体，丽江金茂时尚生活中心为商业项目，合计持有商业及零售商业物业面积 55.30 万平方米，写字楼及综合体出租率均在 90% 以上。2016 年，公司物业租赁板块实现营业收入 12.74 亿元，较上年增长 6.34%。

酒店经营方面，截至 2016 年 12 月末，公司在全国共拥有 10 家酒店，较 2015 年增加长沙精选酒店，目前处于试运营阶段。出租率方面，除长沙精选酒店、丽江金茂君悦酒店和崇明金茂凯悦酒店外，公司酒店出租率均维持在 60%~80% 之间。2016 年公司酒店业务实现营业收入 18.90 亿元，同比增长 4.17%，现金流入较为稳定。

表 12：截至 2016 年末公司主要酒店经营情况

单位：亿元、人民币元/间

序号	项目	地点	2016	
			收入	RevPar
1	上海金茂君悦大酒店	上海	4.58	1,167
2	金茂三亚希尔顿大酒店	三亚	2.12	911
3	金茂三亚丽思卡尔顿酒店	三亚	3.83	1,633
4	金茂北京威斯汀大饭店	北京	2.95	930
5	金茂深圳 JW 万豪酒店	深圳	1.82	774
6	南京威斯汀大酒店	南京	0.74	509
7	崇明金茂凯悦酒店	上海	0.75	469
8	中国金茂万丽酒店	北京	1.27	653
9	丽江金茂君悦酒店	丽江	0.77	334
10	长沙精选酒店 (试运营)	长沙	0.08	61
总计			18.90	

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

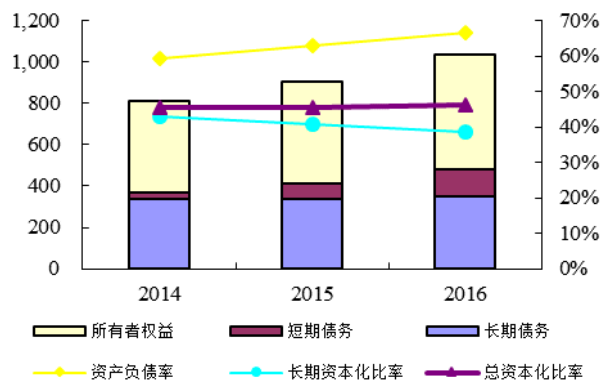
## 财务分析

以下财务分析基于经安永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2014 年、2015 年和 2016 年审计报告，其中 2014、2015 年财务数据引自年初重述数。

## 资本结构

随着 2016 年公司房地产开发业务规模的快速发展，公司资产规模和负债增长较快，截至 2016 年末公司资产总额为 1,669.04 亿元，较上年增长 25.37%；同期末公司负债总额为 1,111.60 亿元，较上年增长 35.78%。资本实力方面，受益于历年留存收益积累，公司自有资本实力增强，2016 年所有者权益为 557.44 亿元，同比增长 12.96%。

图 3：2014~2016 年末公司资本结构



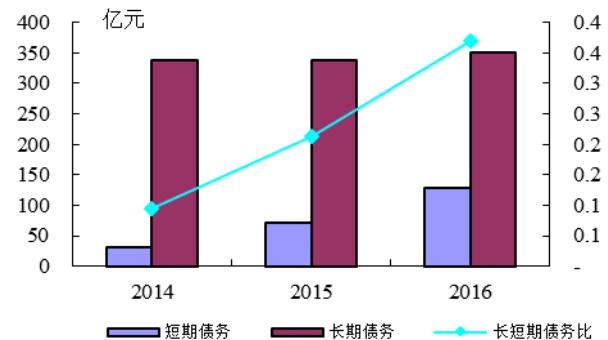
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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。2016 年末公司资产负债率为 66.60%，较上年上升 3.67 个百分点；净负债率为 49.42%，较上年下降 5.85 个百分点；总资本化比率为 46.23%，较上年上升 0.83 个百分点，整体来看，公司负债率仍处于较低水平。

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，截至 2016 年末债务规模为 479.25 亿元，较上年上升 16.79%。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。同期末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.37 倍，与 2015 年的 0.21 倍相比，短期债务占比上升较快，但公司债务期限结构仍处于合理水平。

图 4：2014~2016 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

总体看，近年来公司业务规模快速扩张使得其资产规模持续增长，负债率维持在较低水平，债务期限结构仍较为合理，财务结构保持稳健。

## 流动性

公司流动资产规模持续保持增长，截至 2016 年末流动资产合计为 1,249.18 亿元，较上年末增长 36.77%，占总资产的比重为 74.84%。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，应收关联方款项，存货，以及预付款项、按金和其他应收款构成，分别占流动资产比重 16.31%、13.16%、57.16% 和 6.89%。

表 13: 2014~2016 年流动资产分析

指标	2014	2015	2016
流动资产/总资产	67.36%	68.61%	74.84%
存货/流动资产	71.78%	65.71%	57.16%
现金及现金等价物/流动资产	15.11%	15.06%	16.31%
(存货+现金及现金等价物)/流动资产	86.89%	80.77%	73.47%

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和发展中土地 2 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，2016 年公司在建项目的有序推进使得公司存货规模稳步增长，当年末存货账面价值为 714.01 亿元，同比增长 18.97%。其中发展中物业、持作出售物业和发展中土地占比分别为 60.11%、15.62%和 24.13%。持作出售物业为 111.53 亿元，较 2015 年上升 76.56%，2016 年竣工项目为北京亚奥金茂悦项目&金茂府项目、杭州黄龙金茂悦项目和重庆大坪金茂珑悦项目，主要为高端住宅及商业项目，需对以上项目的去化情况予以关注。

表 14: 2014~2016 年末公司存货结构分析

单位：亿元

项目	2014	2015	2016
存货合计	526.49	600.14	714.01
发展中物业	363.51	382.22	429.21
发展中物业/存货合计数	69.04%	63.69%	60.11%
持作出售物业	60.10	63.17	111.53
持作出售物业/存货合计数	11.42%	10.53%	15.62%
发展中土地	102.24	154.01	172.26
发展中土地/存货合计数	19.42%	25.66%	24.13%
(发展中物业+持作待售物业+发展中土地)/存货合计数	99.88%	99.88%	99.86%

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，由于土地一级开发项目推进及结算周期较长，2016 年公司资产周转率水平虽有所提升，但仍处于较低水平。2016 年公司存货周转率由 2015 年的 0.20 次提升至 0.26 次，总资产周转率由 2015 年的 0.15 次提升至 0.18 次。

表 15: 2014~2016 年公司周转率相关指标

单位：次/年

项目	2014	2015	2016
存货周转率（次/年）	0.28	0.20	0.26
总资产周转率（次/年）	0.23	0.15	0.18

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

现金流方面，2016 年公司经营活动现金流出净额 11.39 亿元，主要系公司项目开发投入增加，支付土地及建筑成本、营销费用、管理费用及税费等经营费用增加所致。

现金及现金等价物方面，受益于物业销售回款及筹资性活动现金的流入，2016 年末公司现金及现金等价物余额为 203.74 亿元，同比增长 48.13%，年末现金及现金等价物/短期债务为 1.57 倍，对其短期债务有较好的保障作用。

表 16: 2014~2016 年公司部分流动性指标

项目	2014	2015	2016
现金及现金等价物	110.86	137.54	203.74
经营活动现金流净额	-67.81	83.78	-11.39
经营净现金流净额/短期债务	-2.11	1.17	-0.09
现金及现金等价物/短期债务	3.45	1.91	1.57

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：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2016 年末公司因借款抵押的投资性房地产、存货、固定资产、无形资产以及受到监管的预售资金等合计 217.33 亿元，占总资产比例为 13.02%，受限资产对公司资产流动性产生的影响相对较小。

总体来看，2016 年公司经营性净现金流呈净流出态势，但考虑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

受益于公司多个项目的销售结转收入和一级土地开发收入规模的增加，2016 年公司实现营业收入 273.04 亿元，同比增长 53.65%，其中物业销售收入 214.56 亿元，同比上升 63.61%，土地一级开发收入 21.37 亿元，同比上升 68.27%。此外，2016 年末公司预收款项为 282.79 亿元，占当期营业收入



的 103.57%，已售待结算资源丰富，可为其后续 1~2 年内经营业绩的提升提供有力支撑。

从毛利空间来看，2016 年公司毛利率为 37.37%，较上年同期下降 2.30 个百分点，但仍处于较高水平。期间费用方面，2016 年公司合计发生期间费用 30.95 亿元，同比增长 24.81%；三费收入占比为 11.34%，较上年度下降 2.62 个百分点，期间费用把控能力尚可。

公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成，2016 年公司取得利润总额 82.91 亿元，同比增长 29.38%，其中经营性业务利润为 71.10 亿元，较上年大幅增长 61.90%；同期所有者权益收益率为 8.20%，较 2015 年仅下降 0.11 个百分点。整体来看，公司经营性业务盈利能力上升。

总体来看，尽管公司营业毛利率有所下降，但仍处于行业较高水平，而且公司期间费用控制较好使得其盈利能力增强，加上较大规模的已售待结资源，对公司未来经营业绩提供强有力的保障。

## 偿债能力

从债务规模来看，截至 2016 年末，公司总债务规模增至 479.25 亿元，同比增长 16.79%。从债务币种来看，公司以美元计值的债务为 213.77 亿元，以港币计值的债务为 24.43 亿元，人民币债务为 241.05 亿元，占比分别为 44.61%、5.10% 和 50.30%。

表 17：截至 2016 年末公司债务币种分类明细

单位：亿元		
币种	债务总额	占比
美元	213.77	44.61%
港币	24.43	5.10%
人民币	241.05	50.30%
合计	479.25	100.00%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

获现能力方面，2016 年公司 EBITDA 为 93.65 亿元，同比增长 30.54%，获现能力增强。从主要偿债指标来看，受益于 EBITDA 大幅上升，2016 年公司总债务/EBITDA 由上年的 5.72 倍下降至 5.12 倍，同期 EBITDA 利息倍数由上年的 3.24 倍上升至 3.87 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力持续增强。

表 18：2014~2016 年公司部分偿债指标

项目	2014	2015	2016
总债务（亿元）	368.88	410.34	479.25
EBITDA（亿元）	-	71.74	93.65
经营活动净现金流(亿元)	-	83.78	-11.39
经营活动净现金流/总债务（X）	-	0.20	-0.02
总债务/EBITDA（X）	-	5.72	5.12
EBITDA 利息倍数（X）	-	3.24	3.87
资产负债率（%）	59.19	62.93	66.60
总资本化比率（%）	45.36	45.40	46.23
净负债率（%）	58.06	55.28	49.42

注：2016 年公司财务报表采用人民币为计量单位，2014 年合并损益表和现金流量表未用人民币予以重述，故相关指标不可得，用“-”表示。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担保余额 189.78 亿元，占公司净资产的比重为 34.04%，主要为客户按揭贷款提供担保，其或有负债风险相对可控。

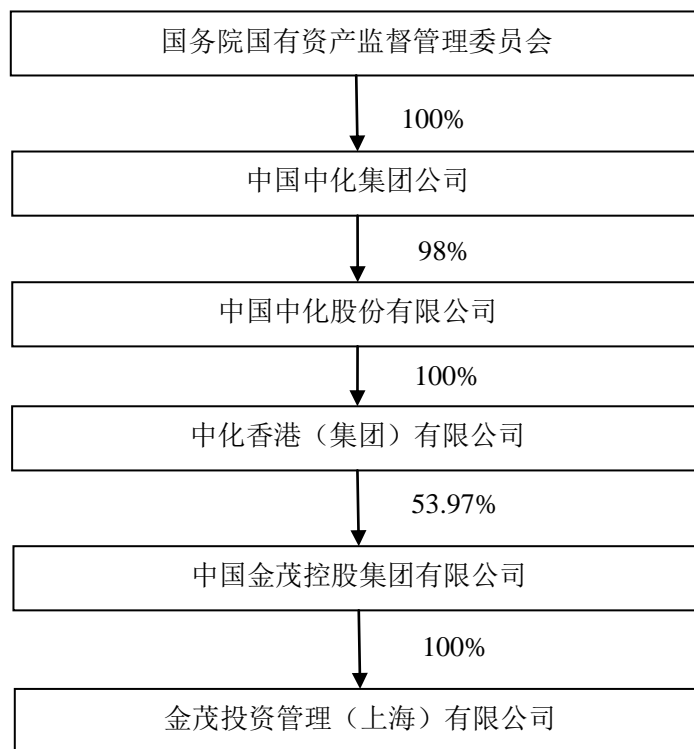
融资渠道方面，公司与国开行、中行、农行、渤海银行、上海浦发银行等多家银行机构建立了良好的合作关系。公司合并口径获得银行给予的集团授信总额度为 583.13 亿元，其中未使用授信额度为 274.38 亿元，备用流动性充足，同时公司作为上市公司，直接融资渠道畅通，整体具备很强财务弹性。

整体而言，2016 年公司物业销售业务表现良好，销售业绩有较大幅度提升，经营性业务盈利能力加强，且公司偿债指标优化，具备很强的财务弹性，加之其较为充足的已售待结算资源，未来经营业绩有望继续向好，对本次债券提供的担保效果显著。

## 结论

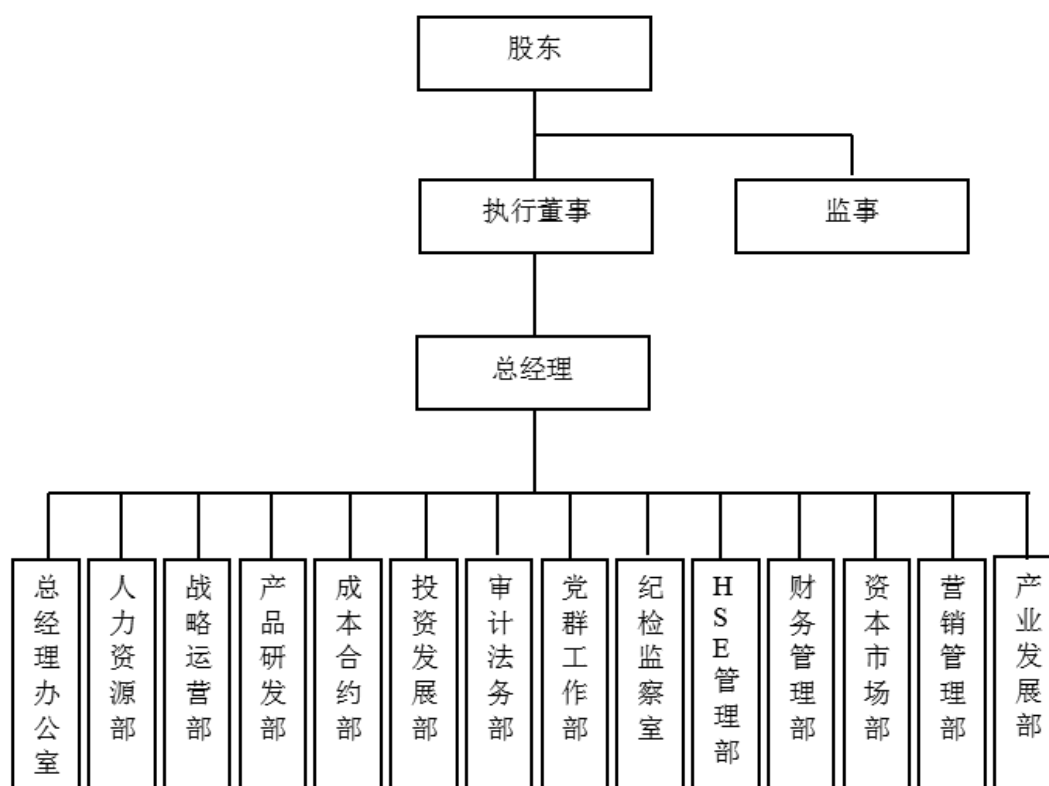
综上所述，中诚信证评上调上海金茂主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“金茂投资管理（上海）有限公司2015年公开发行公司债券”信用等级为**AAA**。

附一：金茂投资管理（上海）有限公司股权结构图（截至2016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 2016 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指标

财务数据(单位：万元)	2014	2015	2016
货币资金	653,740.31	997,538.73	951,562.99
应收账款净额	107,081.21	78,655.70	111,695.81
存货净额	3,954,196.56	4,725,679.85	4,944,984.91
流动资产	5,453,340.20	6,971,202.55	8,728,031.27
长期投资	10,838.45	98,591.80	399,309.41
固定资产合计	1,204,588.19	1,321,765.86	1,625,010.41
总资产	6,979,217.48	8,784,852.60	10,887,426.99
短期债务	151,312.80	355,482.62	310,575.55
长期债务	1,132,745.94	1,184,128.17	1,834,694.14
总债务（短期债务+长期债务）	1,284,058.74	1,539,610.79	2,145,269.69
总负债	5,030,556.85	6,820,866.40	8,701,607.20
所有者权益（含少数股东权益）	1,664,044.26	1,963,986.20	2,185,819.78
营业总收入	1,606,930.92	1,205,853.48	1,318,208.11
三费前利润	530,800.78	355,846.23	343,227.65
投资收益	39,766.69	20,626.29	26,042.45
净利润	403,389.42	245,863.13	218,542.70
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	583,034.59	375,372.50	346,163.78
经营活动产生现金净流量	-100,176.02	256,142.47	-701,026.21
投资活动产生现金净流量	-884,553.44	-108,754.64	-131,442.70
筹资活动产生现金净流量	652,908.22	72,248.60	896,166.01
现金及现金等价物净增加额	-327,719.53	221,728.99	63,807.16
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	40.58	37.28	32.76
所有者权益收益率(%)	24.24	12.52	10.00
EBITDA/营业总收入(%)	36.28	31.13	26.26
速动比率(X)	0.41	0.42	0.58
经营活动净现金/总债务(X)	-0.08	0.17	-0.33
经营活动净现金/短期债务(X)	-0.66	0.72	-2.26
经营活动净现金/利息支出(X)	0.00	3.03	-7.41
EBITDA 利息倍数(X)	6.85	4.44	3.66
总债务/EBITDA(X)	2.20	4.10	6.20
资产负债率(%)	72.08	77.64	79.92
总资本化比率(%)	43.56	43.94	49.53
长期资本化比率(%)	51.083	37.61	45.63
净负债率(%)	37.88	27.60	54.61

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 年财务数据引自 2016 年年初数。

附三：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：万元)	2014	2015	2016
货币资金	1,108,617.00	1,375,438.80	2,037,395.60
应收贸易账款及票据	283,463.40	254,730.20	644,647.70
存货合计	5,264,915.10	6,001,428.30	7,140,104.60
调整后的流动资产	7,334,918.80	9,133,530.50	12,491,830.50
长期投资	150,176.70	246,021.50	555,600.30
物业、厂房及设备	2,901,502.90	3,332,154.90	3,284,118.70
总资产	10,888,747.80	13,312,639.90	16,690,411.60
短期债务	321,275.30	718,393.30	1,294,395.30
长期债务	3,367,534.00	3,384,976.70	3,498,081.70
总债务（短期债务+长期债务）	3,688,809.30	4,103,370.00	4,792,477.00
总负债	6,444,714.10	8,377,768.90	11,116,003.60
所有者权益（含少数股东权益）	4,444,033.70	4,934,871.00	5,574,408.00
营业总收入	-	1,777,070.30	2,730,407.30
利润总额	-	640,825.70	829,079.80
投资收益	-	-8,506.50	-7,220.70
净利润	-	410,108.50	457,368.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	-	717,371.30	936,517.80
经营活动产生现金净流量	-	837,766.20	-113,943.50
投资活动产生现金净流量	-	-1,025,724.60	-31,360.20
筹资活动产生现金净流量	-	299,588.30	845,071.80
现金及现金等价物净增加额	-	117,171.70	704,854.90
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率(%)	-	38.67	37.37
所有者权益收益率(%)	-	8.31	8.20
EBITDA/营业总收入(%)	-	40.37	34.30
速动比率(X)	0.77	0.69	0.75
经营活动净现金/总债务(X)	-	0.20	-0.02
经营活动净现金/短期债务(X)	-	1.17	-0.09
经营活动净现金/利息支出(X)	-	3.78	-0.47
EBITDA 利息倍数(X)	-	3.24	3.87
总债务/EBITDA(X)	-	5.72	5.12
资产负债率(%)	59.19	62.93	66.60
总资本化比率(%)	45.36	45.40	46.23
长期资本化比率(%)	43.11	40.69	38.56
净负债率(%)	58.06	55.28	49.42

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年财务数据引用2016年年初重述数，2014年财务数据引用2015年年初重述数；

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、2016年公司财务报表改用人民币计量，未对2014年合并损益表和合并现金流量表作上述调整，故相关指标不可得，用“-”表示。

#### 附四：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）/ 营业总收入

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=净债务/所有者权益（含少数股东权益）



## 附五：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。