



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪172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，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持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
二零一八年五月二十五日

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（2018）

发行主体	金茂投资管理（上海）有限公司		
债券代码	136085.SH		
债券简称	15 金茂投		
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	2017/5/26		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

概况数据

金茂上海	2015	2016	2017
所有者权益合计（亿元）	196.40	218.58	335.08
总资产（亿元）	878.49	1,088.74	1,621.57
总债务（亿元）	153.96	214.53	479.52
营业总收入（亿元）	120.59	131.82	284.79
营业毛利率（%）	37.28	32.76	33.56
EBITDA（亿元）	37.54	34.62	77.31
所有者权益收益率（%）	12.52	10.00	13.96
资产负债率（%）	77.64	79.92	79.34
总债务/EBITDA（X）	4.10	6.20	6.20
EBITDA 利息倍数（X）	4.44	3.66	3.74
净负债率（%）	27.60	54.61	104.28
中国金茂	2015	2016	2017
总资产（亿元）	1,331.26	1,669.04	2,220.44
权益总额（亿元）	493.49	557.44	664.44
总债务（亿元）	410.34	479.25	713.31
营业收入（亿元）	177.71	273.04	310.75
营业毛利率（%）	38.67	37.37	32.31
EBITDA（亿元）	71.74	93.65	108.87
所有者权益收益率（%）	8.31	8.20	7.75
资产负债率（%）	62.93	66.60	70.08
总债务/EBITDA（X）	5.72	5.12	6.55
EBITDA 利息倍数（X）	3.24	3.87	2.80
净负债率（%）	55.28	49.42	73.28

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、2015 年财务数据引自 2016 年审计报告年初数。

基本观点

2017 年，金茂投资管理（上海）有限公司（以下简称“金茂上海”或“公司”）在其股东中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）体系内地位进一步巩固，房地产销售规模实现较快增长，且具有优质及充足的土地储备。同时，作为中国中化股份有限公司体系内房地产及酒店板块的运营平台，近年来中国金茂在行业内的地位不断增强，具有很强的担保实力。不过，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到金茂上海及中国金茂债务规模上升较快，且面临一定再融资压力等因素或将其整体经营及信用水平带来影响。

综上，中诚信证评维持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

- 持续保持中国金茂体系内重要的战略地位。自 2016 年金茂上海实施资产重组以来，其在中国金茂体系内的地位不断提升。目前，公司为中国金茂境内房地产开发业务的最主要平台，2017 年中国金茂获取地块基本全部置入公司合并范围内，同时金茂上海对中国金茂营收的贡献亦进一步提升。
- 签约销售规模明显增长。受益于主要分布于一线及重点二线城市的区域布局，2017 年金茂上海签约销售面积及签约销售金额均实现大幅增长。当年，公司实现合同销售面积 161.28 万平方米，同比增长 48.15%；签约销售金额 401.46 亿元，同比增长 67.62%。
- 土地储备充足且区域布局良好。近年来，公司持续加强在重点城市的深耕力度，并有选择性地向有潜力城市拓展。截至 2017 年末，公司在建未售及未开发项目建筑面积合计 2,134.03 万平方米，主要分布在青岛、南京、广州、北京和重庆等城市。同时，年末公司还拥有充足

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

石烁 sshi@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月25日

的一级土地项目储备，为其未来发展提供支撑。

- 中国金茂具有雄厚的担保实力。作为中国中化股份有限公司旗下房地产和酒店板块的平台企业，中国金茂具有很强的股东背景，近年来签约销售金额稳步较快增长，并拥有优质的写字楼及酒店等商业物业资源及丰富的土地储备，行业地位不断增强，可为本次债券本息的偿还提供有力的保障。

关注

- 金茂上海及中国金茂债务上升较快，且面临一定再融资压力。2017年金茂上海及中国金茂新增土地储备金额大幅增长，带动债务规模，尤其短期债务规模明显上升，货币资金及获现能力对短期债务的保障略显不足，二者均面临一定再融资压力。

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委托方构成委托关系外，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）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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.SH”，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。本次债券实际发行额为 22 亿元，最终票面利率为 3.55%。截至 2017 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。

重大事项

2018 年 1 月 15 日，公司控股股东中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）发布公告，其控股股东中国中化股份有限公司（以下简称“中化股份”）、中国金茂及配售代理已于 2018 年 1 月 13 日签订配售协议，配售股份将由配售代理配售于不少于 6 名独立的专业机构及/或个人投资者，包括嘉里控股有限公司及新华人寿保险股份有限公司（以下简称“新华人寿”），配售价为每股 3.70 港元；配售股份为 900,124,000 股，占中国金茂现有已发行股本约 8.43% 及占认购事项扩大股本约 7.78%。本次配售股份及认购事项完成后，中国金茂原控股股东中化股份持股比例将由 2018 年 1 月 15 日的 53.95% 摊薄至 49.76%，承配人之一的新华人寿（为中国金茂现存股东）持股比例将由 2018 年 1 月 15 日的 9.98% 变更为 9.83%。上述股份配售事项已于 2018 年 1 月 17 日完成，中诚信证评将持续关注此事项对公司及本次债券信用水平的影响。

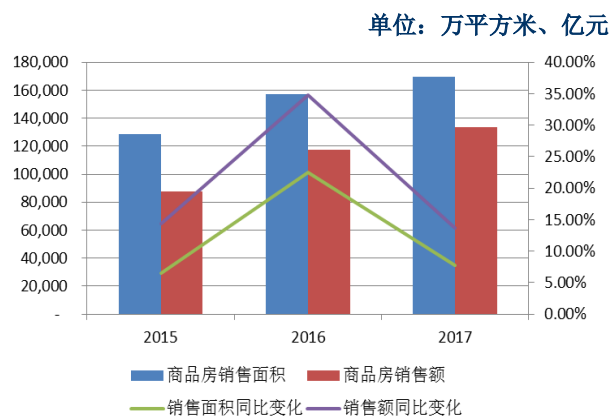
行业分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完

成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市地成交均

价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房

地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。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。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至 55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

业务运营

公司是中国金茂在内地的主要运营平台，随着中国金茂支持力度的增大，2017 年公司各业务收入均实现增长。2017 年公司实现营业收入 284.79 亿元，同比上升 116.04%。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 49.02 亿元，较上年增加 129.39%，占营业收入比重为 17.21%；物业销售收入为 224.09 亿元，同比上升 121.64%，占营业收入的比重为 78.69%。

跟踪期内，公司房地产项目签约销售金额主要来自于北京、广州、长沙等一线及重点二线城市，当年销售面积及销售单价均明显上升，同时公司仍有较为充足且优质的在建及待结算资源，可为其未来业绩提供支撑。

受益于前期较充足且区域布局较为优质的项目储备，2017年公司房地产销售业绩大幅增长。当年公司合同销售面积同比增长48.15%至161.28万平方米，签约销售金额增长67.62%至401.46亿元，销售均价增长13.13%至24,892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北京、广州、长沙、天津、青岛和杭州，签约销售金额占比分别为25.41%、24.66%、11.65%、7.99%、7.19%和6.23%，公司签约销售主要来自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，2017年公司主要销售区域为长沙、广州、青岛和北京，销售面积占比分别为20.59%、17.55%、14.00%和15.91%。

表 1：2015~2017 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015	2016	2017
销售面积	101.38	108.86	161.28
签约金额	206.05	239.51	401.46
销售均价	20,324.52	22,002.56	24,892.32
结算面积	60.03	70.91	114.15
结算金额	99.25	95.78	198.60
结算均价	16,532.11	13,506.49	17,384.17

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，2017 年公司实现房地产项目结算面积 114.15 万平方米，同比增长 60.98%；结算金额 198.60 亿元，同比增长 107.35%。同时，当年一线城市项目结算增加，因此结算均价同比增长 28.71%至 17,384.17 元/平方米。截至 2017 年末，公司预收款项余额为 217.86 亿元，已售待结算资源可为公司短期经营业绩提供一定支撑。

项目建设方面，2017 年公司明显加快开工节奏，新开工面积达 352.63 万平方米，同比大幅增长 247.80%。同期竣工面积为 98.31 万平方米，同比下降 46.50%。在建项目方面，截至 2017 年末，公司在建项目较多，计划建筑面积合计 1,158.91 万平方

米，同比增加 64.12%。其中，未售部分规划建筑面积为 1,070.37 万平方米，在建未售规模充足，且分别位于广州、长沙、北京、温州和青岛等 20 个城市，大部分为一线及重点二线城市，占比较为均衡，区域布局较好。项目投资方面，公司在建项目计划总投资合计 2,330.48 亿元，截至 2017 年 12 月末累计已投资 1,181.98 亿元，尚需投资 1,148.50 亿元。

表 2：截至 2017 年末金茂上海在建项目区域分布

单位：万平方米

区域	规划建筑面积	未售建筑面积	规划建筑面积占比	未售建筑面积占比
广州	142.20	120.22	12.27%	11.23%
长沙	124.94	96.53	10.78%	9.02%
北京	103.57	99.01	8.94%	9.25%
温州	91.45	91.45	7.89%	8.54%
青岛	83.52	54.95	7.21%	5.13%
苏州	77.01	77.01	6.65%	7.19%
武汉	74.72	74.72	6.45%	6.98%
佛山	63.81	63.81	5.51%	5.96%
合肥	55.16	55.16	4.76%	5.15%
南京	47.21	47.21	4.07%	4.41%
无锡	44.10	44.01	3.81%	4.11%
天津	40.73	40.73	3.51%	3.81%
成都	38.26	38.26	3.30%	3.57%
福州	34.27	34.27	2.96%	3.20%
上海	29.81	29.81	2.57%	2.79%
杭州	27.78	27.78	2.40%	2.60%
宁波	23.28	23.28	2.01%	2.17%
丽江	22.68	17.75	1.96%	1.66%
深圳	18.88	18.88	1.63%	1.76%
郑州	15.53	15.53	1.34%	1.45%
合计	1,158.91	1,070.37	100.00%	100.00%

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

2017 年，公司土地开发业务收入规模大幅增长，土地一级开发项目多宗地块完成出让，且仍拥有充足的项目储备。

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。2017 年，公司土地一级开发业务销售进展稳定，当年公司土地一级开发项目成交面积为 108.92 万平方米，同比增长 13.67%；实现成交金额 113.09 亿元，同比增长 2.33%。2017 年公司土地一级开发业务收入为 49.02 亿元，同比大幅增长

129.39%，为公司提供了重要的收入来源。2017 年成交的地块主要来自于长沙梅溪湖一期项目和南京青龙山国际生态新城项目，分别成交 3 块用地和 5 块用地，其他项目均未开始出让。

表 3：截至 2017 年末公司土地一级开发项目明细

单位：万平方米、亿元

项目名称	建筑面积	总投资额	已投资额	未售/未交付面积
南京青龙山国际生态新城项目	379.80	164.45	79.04	290.52
长沙梅溪湖国际新城项目一期	940.23	168.18	158.72	202.56
长沙梅溪湖国际新城项目二期	1,268.00	51.98	48.31	1,268.00
长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块	82.90	-	-	82.90
合计	2,670.93	384.61	286.07	1,843.98

注：长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块尚未形成预算

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年末，公司尚有未售/未交付土地一级开发面积 1,843.98 万平方米，项目储备较为丰富。从投资情况来看，截至 2017 年末，公司土地一级开发项目中已形成预算的三个项目的计划总投资为 384.61 亿元，已投资 286.07 亿元，尚需投资 98.54 亿元。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。

2017 年公司加大力度拓展新项目，新增土地储备规模及土地储备支出金额均大幅上升，目前公司土地储备充足且区域布局良好。

受益于公司在中国金茂体系内定位的不断提升，2017 年中国金茂新获取地块基本全部置入金茂上海合并范围内，2017 年公司新增 32 个项目，新增土地储备建筑面积 1,220.46 万平方米，新增土地储备权益建筑面积 787.51 万平方米，较 2016 年大幅增长。

表 4：2015~2017 年公司土地储备情况

单位：万平方米、亿元

项目	2015	2016	2017
新增项目（个）	6	9	32
新增土地储备建筑面积	196.22	243.05	1,220.46
新增土地储备权益建筑面积	162.13	121.11	787.51
新增土地地价总额	135.34	421.48	907.21

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 2017 年新获取项目主要位于南京、青岛、宁波、温州、重庆、苏州等经济发展状况较好的二线城市，上述城市建筑面积占比分别为 23.84%、20.09%、7.55%、7.49%、6.84%和 6.31%。

截至 2017 年末，公司未开发项目建筑面积为 1,063.66 万平方米，其中权益建筑面积为 620.48 万平方米。从权益口径来看年末公司未开发项目主要分布在青岛、南京、重庆、佛山和杭州等城市，权益土地储备面积占比分别为 39.51%、18.18%、8.04%、5.15%和 4.57%，位于青岛的土地储备集中度偏高，且其主要为青岛中欧国际城项目三批地块中的部分地块，需对此项目的销售进展给予一定关注。从投资情况来看，公司未开发项目已形成预算的土地储备计划总投资为 1,130.47 亿元，截至 2017 年末尚需投资 635.56 亿元，未来随着项目的建设，公司或面临一定的资本支出压力。

表 5：截至 2017 年末金茂上海未开发项目区域分布

单位：万平方米

区域	规划建筑面积	规划建筑面积占比	权益建筑面积	权益建筑面积占比
青岛	245.17	23.05%	245.17	39.51%
南京	290.89	27.35%	112.83	18.18%
重庆	83.45	7.85%	49.86	8.04%
佛山	31.96	3.00%	31.96	5.15%
杭州	28.36	2.67%	28.36	4.57%
天津	26.31	2.47%	26.31	4.24%
北京	63.96	6.01%	21.57	3.48%
长沙	19.13	1.80%	19.13	3.08%
嘉兴	34.62	3.25%	19.04	3.07%
无锡	41.98	3.95%	14.84	2.39%
温州	59.62	5.61%	9.84	1.59%
厦门	9.78	0.92%	9.78	1.58%
上海	31.50	2.96%	9.45	1.52%
南昌	32.76	3.08%	7.76	1.25%
宁波	22.56	2.12%	6.77	1.09%
深圳	4.88	0.46%	4.15	0.67%
福州	36.74	3.45%	3.67	0.59%

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

整体来看，2017 年公司新增土地储备金额大幅上升，对其资金平衡能力提出了更高要求。不过，目前公司土地储备仍集中在一线城市以及经济较

为发达的二线城市，充足的储备且良好的区域布局可对其未来业绩增长提供保障。

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 2015~2017 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

2017年，金茂上海资产和负债规模均有较大幅度的增长。截至2017年末，公司总资产为1,621.57亿元，同比增长48.94%；负债总额为1,286.49亿元，同比增长47.85%。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，公司自有资本实力继续增强，2017年末所有者权益合计335.08亿元，同比增长53.30%。财务杠杆水平方面，2017年末公司资产负债率为79.34%，同比下降0.59个百分点；但由于跟踪期内有息债务规模的大幅增长，公司总资产资本化比率和净负债率均显著上升，分别为58.87%和104.28%，同比分别增长9.33个百分点和49.67个百分点。

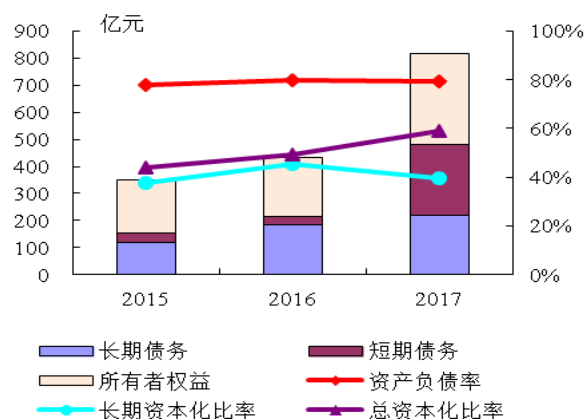
资产构成方面，截至2017年末，公司资产中余额占比较大的科目为货币资金、预付款项、其他应收款、存货和投资性房地产，占总资产的比重分别为8.02%、6.43%、16.42%、46.38%和11.52%。其中预付款项主要为预付工程款等，年末余额为404.34亿元，同比增长124.05%，账龄主要为一年以内（含一年），期末余额前五位合计占比93.42%；其他应收款主要为关联方往来款，年末余额为266.32亿元，同比增长38.90%，需关注其资金回收情况；投资性房地产主要为公司以公允价值计量的自持经营物业，年末余额为186.75亿元，同比增长45.25%，增长原因主要系购置及自用房地产或存货转入。

负债构成方面，公司负债主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成。2017年末，公司预收款项余额为217.86亿元，同比小幅下降5.00%；其他应付款余额为474.83亿元，同比增长48.63%，主要因应付少数股东款项大幅增长。有息债务方面，截至2017年末，公司总债务规模为479.52亿元，受短期

借款大幅上升影响，2017年公司总债务同比大幅增长123.52%；当年末长短期债务比为1.18倍，债务期限结构有待调整。

从所有者权益结构来看，公司所有者权益主要由少数股东权益、未分配利润和永续债构成，截至2017年末上述科目余额分别为239.71亿元、63.30亿元和26.15亿元，占所有者权益总额的比重分别为71.54%、18.89%和7.80%。

图 2：2015~2017 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，公司资产规模保持较快增长，同时，跟踪期内公司有息债务增长较快，财务杠杆有所增长，且债务期限结构有待调整。此外，公司其他应收款及其他应付款均呈较快增长，且年末金额占比较高，需关注其资金回收及来源稳定情况。

流动性

公司流动资产规模持续保持增长，2017 年末流动资产合计为 1,332.69 亿元，较上年末增长 52.69%，占总资产的比重为 82.18%。从流动资产的构成来看，2017 年末公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，上述三项占流动资产的比重分别为 56.43%、19.98%和 9.76%。

表 6：2015~2017 年末公司存货结构分析

单位：亿元

项目	2015	2016	2017
存货	472.57	494.50	752.05
存货同比增长率	19.51%	4.64%	52.08%
开发成本	416.99	397.72	664.75
开发成本/存货	88.24%	80.43%	88.39%
开发产品	54.93	96.12	86.62
开发产品/存货	11.62%	19.44%	11.52%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2017 年公司加快建设进度，使得存货规模快速增长，当年末存货账面价值为 752.05 亿元，同比增长 52.08%。从存货的构成来看，随着公司存货的去化，当年末开发产品账面价值 86.62 亿元，占期末存货总额比例为 11.52%，同比降低 7.92 个百分点，主要为位于北京、重庆、青岛、杭州和宁波等一线及重点二线城市的房地产项目，去化压力可控。同期末，公司存货开发成本 664.75 亿元，占年末存货账面价值的比重为 88.39%，同比上升 7.96 个百分点。

表 7：2015~2017 年公司周转率相关指标

单位：次/年

项目	2015	2016	2017
存货周转率	0.17	0.18	0.25
总资产周转率	0.15	0.13	0.18

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

周转率指标方面，2017 年，公司存货周转效率为 0.25 次，同比上升 0.07 次；总资产周转率为 0.18 次，同比上升 0.05 次。

现金流方面，2017 年受公司加快项目开发及加大项目储备力度的影响，公司经营活动净现金流为 -330.92 亿元，与上年相比净流出规模显著扩大，无法对短期债务形成有效覆盖。货币资金方面，2017 年末公司货币资金余额为 130.09 亿元，同比增长 36.71%，其中受限货币资金为 15.95 亿元，占货币资金总额的 12.26%，年末货币资金/短期债务为 0.50 倍，由于短期债务规模攀升较快，其货币资金对短期债务已无法形成有效覆盖。

表 8：2015~2017 年公司部分流动性指标

单位：亿元

项目	2015	2016	2017
货币资金	99.75	95.16	130.09
经营活动现金流净额	25.61	-70.10	-330.92
经营净现金流净额/短期债务（X）	0.72	-2.26	-1.27
货币资金/短期债务（X）	2.81	3.06	0.50

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

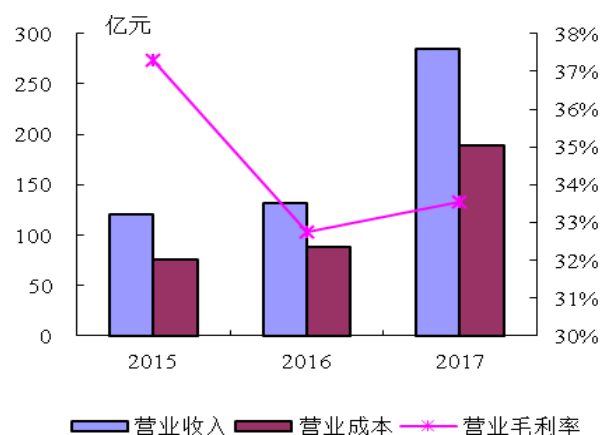
总体来看，受项目开发节奏加快及项目储备力度加大的影响，公司经营活动现金流继续呈净流出状态，且短期债务的快速上升导致货币资金对其覆盖程度有限，公司再融资压力有所增大。但考虑到

公司持续增长的销售业绩，以及较高的存货质量，整体仍具备较好的流动性。

盈利能力

从收入规模看，受益于前期待结算资源丰富，2017 年公司实现营业收入 284.79 亿元，同比大幅增长 116.04%。此外，2017 年末公司预收款项金额为 217.86 亿元，为同期营业收入的 76.50%，为其短期内经营业绩提供了一定支撑。从毛利空间来看，结算资源所处区域房价表现较好，2017 年公司毛利率为 33.56%，较上年同期上升 0.80 个百分点，毛利率水平略有回升。

图 3：2015~2017 年公司收入及毛利率情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，受公司销售规模及债务规模继续扩大的影响，2017 年公司期间费用上升至 21.33 亿元，较上年增长 64.75%；但受益于收入规模增长幅度较大，期间费用占营业收入比重为 7.49%，较上年下降 2.33 个百分点，公司对期间费用的把控能力较强。

表 9：2015~2017 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

项目名称	2015	2016	2017
销售费用	5.37	5.23	6.57
管理费用	4.49	5.57	7.03
财务费用	1.09	2.14	7.73
三费合计	10.95	12.95	21.33
营业总收入	120.59	131.82	284.79
三费收入占比	9.08	9.82	7.49

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2017 年公司利润总额为 65.14 亿元，同比大幅增长 120.02%，主要系经营性业务利润同比增长

174.64%所致，当期经营性业务利润为 58.71 亿元。此外，投资收益为 5.59 亿元，同比增长 114.77%，其中主要为委托贷款产生的投资收益，对利润总额形成补充。同期，公司净利润为 46.77 亿元，同比大幅增长 113.99%；所有者权益收益率为 13.96%，较 2016 年上升 3.96 个百分点，公司整体盈利能力有较明显的回升。

总体来看，跟踪期内公司初始盈利空间和经营性业务盈利能力均有显著回升，且期间费用控制能力较强，同时已售待结资源可对其未来经营业绩提供一定保障，公司整体盈利能力处于较好水平。

偿债能力

从债务规模来看，跟踪期内公司有息债务提升较快，截至 2017 年末，公司总债务规模增至 479.52 亿元，同比大幅增长 123.52%。

从主要偿债能力指标来看，受益于利润总额的快速增长，2017 年公司 EBITDA 为 77.31 亿元，同比大幅增长 123.33%；2017 年公司总债务/EBITDA 与上年持平，为 6.20 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 3.66 倍上升至 3.74 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力有所增强，仍可对利息支出形成较好覆盖。

表 10：2015~2017 年公司部分偿债指标

项目	2015	2016	2017
总债务（亿元）	153.96	214.53	479.52
EBITDA（亿元）	37.54	34.62	77.31
经营活动净现金流（亿元）	25.61	-70.10	-330.92
经营净现金流/总债务（X）	0.17	-0.33	-0.69
总债务/EBITDA（X）	4.10	6.20	6.20
EBITDA 利息倍数（X）	4.44	3.66	3.74
资产负债率（%）	77.64	79.92	79.34
总资本化比率（%）	43.94	49.53	58.87
净负债率（%）	27.60	54.61	104.28

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 2017 年末，公司对外担保余额 146.56 亿元，占公司净资产的比重为 43.74%，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 438.23 亿元，其中未使用授信额度为 209.19 亿元，具备一定的财务弹性。

整体来看，2017 年公司加快项目建设节奏并加大新项目的获取力度，对外融资需求加大，债务规模尤其是短期债务规模有较大幅度增长，导致财务杠杆水平明显上升，同时再融资压力有所增大。但受益于前期待结算资源丰富且所处区域市场表现较好，公司收入及利润规模大幅增长，经营所得对债务本息的保障程度较高，同时考虑到充足的待结算资源和优质的项目储备，未来经营业绩有保障，公司仍具备极强的偿债能力。

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。2017 年公司实现营业收入 310.75 亿元，同比上升 13.81%。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 49.02 亿元，较上年增加 129.39%，占营业收入的 15.77%；物业销售收入为 219.67 亿元，同比上升 2.38%，占营业收入的 70.69%。此外，2017 年公司实现租金收入 13.70 亿元，占营业总收入的比重为 4.41%；酒店经营收入 20.70 亿元，占营业总收入的比重为 6.66%，为公司提供较为稳定的收入来源。

城市及物业开发业务方面，2017 年公司实现合同销售面积 236.57 万平方米，同比增长 60.62%；实现签约销售金额为 580.10 亿元，同比增长 54.84%。从销售区域分布情况来看，2017 年公司房地产销售区域大幅拓展，较 2016 年增加了佛山、天津、无锡、郑州等 8 个城市；2017 年签约销售金额占比较大的区域为北京、广州、杭州、宁波和长沙，2017 年上述地区签约额占比分别为 17.71%、17.63%、11.59%、11.23% 和 8.17%。

表 11：2015~2017 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015	2016	2017
销售面积	110.30	147.29	236.57
签约金额	278.07	374.64	580.10
销售均价	25,211	25,435	24,521
结算面积	65.13	85.26	118.96
结算金额	138.92	214.42	219.28
结算均价	21,332	22,671	18,433

注：以上数据不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，2017 年公司继续加快结算进度，当年实现结算面积 118.96 万平方米，较上年上升 39.53%；实现结算金额 219.28 亿元，同比增长 2.27%。从结算区域来看，从结算区域分布来看，由于北京、上海地区的合计占比有较明显的下降，导致 2017 年整体结算均价有所降低，由上年的 22,671 元/平方米降至 18,433 元/平方米；青岛、杭州和广州区域的结算金额提升较快，2017 年结算金额占比分别为 15.84%、16.54%和 9.25%。

表 12：2016~2017 年公司主要销售区域分布情况

单位：%

区域	2016		2017	
	签约额占比	结算额占比	签约额占比	结算额占比
北京	5.66	12.50	17.71	26.26
广州	10.29	1.84	17.63	9.25
杭州	5.11	2.62	11.59	16.54
宁波	11.86	2.55	11.23	6.83
长沙	20.96	15.81	8.17	10.54
青岛	16.90	0.31	6.73	15.84
天津	-	-	5.54	-
重庆	12.67	4.72	3.99	2.90
苏州	4.07	4.56	3.63	9.13
南京	1.41	0.30	3.19	0.47
佛山	-	-	2.33	-
无锡	-	-	2.19	-
丽江	0.55	0.51	2.07	0.73
上海	10.54	54.26	1.44	0.70
温州	-	-	1.16	-
郑州	-	-	1.00	-
福州	-	-	0.22	-
合肥	-	-	0.14	-
珠海	-	-	0.04	-
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：以上数据不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

项目建设方面，2017 年公司加快项目开工节奏，当年新开工面积（不含土地一级开发）为 376 万平方米，同比增长 53.47%。同期竣工面积（不含土地一级开发）为 167 万平方米，同比减少 13.47%。近两年公司新开工节奏的加快使得其在建项目的规模较大，截至 2017 年末，公司在开发物业项目 42 个，规划建筑面积合计约为 1,491.61 万平方米，权益规划建筑面积为 957.16 万平方米；其中未售部分的规划建筑面积为 1,310.12 万平方米，为公司提供了较为丰富的项目储备。项目区域分布方面，目前公司在开发项目较为分散，有助于公司分散由区域差异带来的项目风险，同时在开发项目主要集中在一线及其周边城市以及重点二线城市，需求较为充足。从项目投资情况来看，截至 2017 年末，公司在建项目计划总投资合计 2,695.41 亿元¹，累计已投资 2,392.80 亿元，尚需投资 302.61 亿元。较大规模的在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。

表 13：截至 2017 年末公司在建项目区域分布

单位：万平方米

城市	规划建筑面积	未售建筑面积	规划建筑面积占比	未售建筑面积占比
广州	142.20	120.22	9.53%	9.18%
青岛	128.72	72.06	8.63%	5.50%
长沙	124.94	96.53	8.38%	7.37%
上海	111.82	73.81	7.50%	5.63%
苏州	111.25	90.55	7.46%	6.91%
北京	103.57	99.01	6.94%	7.56%
温州	91.45	91.45	6.13%	6.98%
重庆	82.57	79.41	5.54%	6.06%
宁波	75.23	72.24	5.04%	5.51%
武汉	74.72	74.72	5.01%	5.70%
佛山	63.81	63.81	4.28%	4.87%
南京	59.10	59.10	3.96%	4.51%
合肥	55.16	55.16	3.70%	4.21%
杭州	52.62	52.62	3.53%	4.02%
无锡	44.10	44.01	2.96%	3.36%
天津	40.73	40.73	2.73%	3.11%
成都	38.26	38.26	2.57%	2.92%

¹ 业务运营部分金额数据计量单位如无特别说明，均为人民币元。

福州	34.27	34.27	2.30%	2.62%
丽江	22.68	17.75	1.52%	1.35%
深圳	18.88	18.88	1.27%	1.44%
郑州	15.53	15.53	1.04%	1.19%
合计	1,491.61	1,310.12	100.00%	100.00%

注：表中占比为各区域在建项目规划建筑面积占比

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年，公司显著加大新项目获取力度，新获取项目达 34 个，主要位于北京、上海及周边城市、西南经济领先的成都、重庆二市以及华南的深圳、厦门、佛山等经济发达的城市，规划建筑面积共计 1,316.82 万平方米。此次新获取土地总地价合计 1,000.14 亿元，权益地价总额为 520.71 亿元²，新获取项目土地金额较高以及后期建设投入或将给公司带来一定的资本支出压力。

表 14：2016~2017 年公司新增土地储备情况

项目	2016	2017
当年新增项目（个）	14	34
新增土地储备建筑面积（万平方米）	403.22	1,316.82
新增土地储备权益建筑面积（万平方米）	223.62	800.22
新增土地地价总额（亿元）	614.00	1,000.14

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年 12 月 31 日，公司储备项目合计规划建筑面积 1,011.77 万平方米，合计权益规划建筑面积 598.37 万平方米。从区域分布来看，公司储备项目主要分布在青岛、南京、重庆、佛山、杭州、天津、北京等一二线及一线周边城市，权益建筑面积占比分别为 40.97%、18.86%、8.33%、5.34%、4.74%、4.40%、3.61%，其中位于青岛的土地储备集中度偏高，且其主要为青岛中欧国际城项目三批地块，需对此项目的销售进展给予一定关注。整体来看，公司土地储备仍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。

商办物业方面，2017 年公司新开业长沙览秀城、青岛市南金茂湾购物中心和嘉苑广场大卖场三个商业项目，截至 2017 年末，公司已在北京、上海、南京、长沙等地持有并经营 11 个高档物业，总可出租面积为 51.55 万平方米，在商业物业开发及运营方面拥有较丰富的经验。从出租情况来看，

除南京玄武湖金茂汇和丽江金茂时尚生活广场以外，其他商办物业出租率均高于 98%，整体出租率维持在较高水平。2017 年，公司物业租赁板块实现营业收入 13.70 亿元，较上年增长 7.54%，保持平稳增长的趋势。

表 15：2017 年公司商业、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	2017	
		租金收入	出租率
凯晨世贸中心	11.13	6.19	100%
中化大厦	4.05	1.10	100%
金茂大厦写字楼	12.36	4.93	98%
南京玄武湖金茂广场一期写字楼	5.74	0.67	98%
长沙梅溪湖国际研发中心	1.09	0.11	100%
长沙览秀城	5.83	0.29	98.80%
上海金茂时尚生中心	1.04	0.53	99.57%
南京玄武湖金茂汇	4.35	0.54	73.10%
丽江金茂时尚生活广场	1.12	0.07	65.01%
青岛市南金茂湾购物中心	2.04	0.04	87%
嘉苑广场大卖场	2.80	0.04	96%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

酒店经营方面，截至 2017 年 12 月末，公司在全国共拥有 10 家五星级酒店，客房 3,975 间，分别位于北京、上海、深圳、南京的核心地段和三亚、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。从入住情况来看，除长沙梅溪湖金茂豪华精选酒店、丽江金茂君悦酒店和北京金茂万丽酒店外，公司酒店入住率均维持在 70%~90% 之间，运营情况较为稳定。2017 年公司酒店业务实现营业收入 20.70 亿元，同比增长 9.52%，继续保持上升趋势。

² 其中，宁波嘉苑广场及嘉利广场地块为收购资产附带项目，尚未做投资预算。

表 16：2017 年公司主要酒店经营情况

单位：人民币元/间、%

酒店名称	RevPar	平均入住率	平均房价
上海金茂君悦大酒店	742	84.4	879
金茂三亚希尔顿大酒店	1,249	85.8	1,456
金茂三亚丽思卡尔顿酒店	1,026	77.8	1,319
金茂北京威斯汀大饭店	1,594	74.8	2,129
金茂深圳 JW 万豪酒店	972	83.6	1,162
南京威斯汀大酒店	879	84.6	1,039
崇明金茂凯悦酒店	550	74.7	737
北京金茂万丽酒店	444	53.8	826
丽江金茂君悦酒店	375	48.4	775
长沙梅溪湖金茂豪华精选酒店	316	45.5	695

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

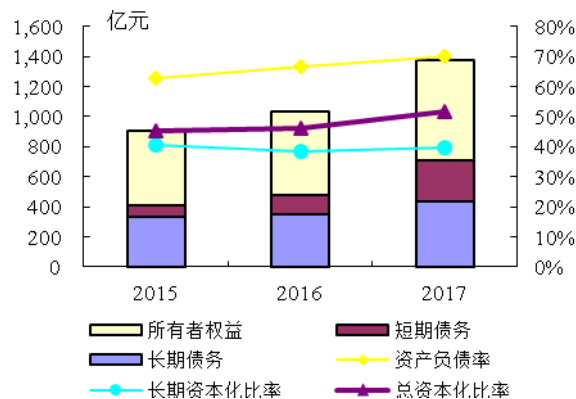
财务分析

以下财务分析基于的经安永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告，财务报表根据香港会计师公会颁布的香港财务报告准则及香港《公司条例》的披露规定编制。公司 2016 年审计报告财务数据计量货币由港币更换为人民币，2015 年财务数据引用 2016 年审计报告重列期初数。

资本结构

跟踪期内，公司业务规模的扩张推动资产和负债规模继续快速增长，2017 年末中国金茂资产总值为 2,220.44 亿元，同比增长 33.04%；负债总额为 1,556.01 亿元，同比增长 39.96%。同期，由于利润的积累及少数股东权益的增长，公司所有者权益亦保持较快增长，截至 2017 年末，公司权益总额为 664.44 亿元，同比增长 19.19%。财务杠杆比率方面，2017 年末公司资产负债率、净负债率和总资本化比率分别为 70.08%、73.28%和 51.77%，分别同比上升 3.48 个、23.86 个和 5.55 个百分点，跟踪期内财务杠杆比率整体虽呈上升趋势，但仍处于可控水平。

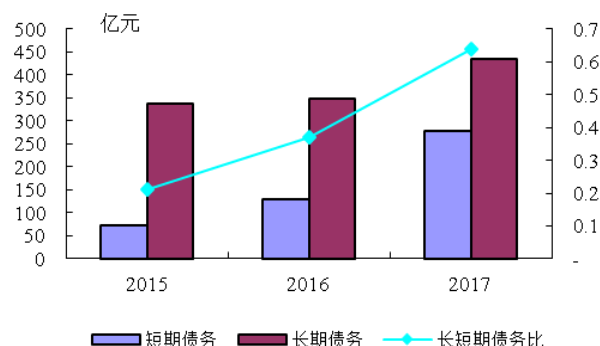
图 4：2015~2017 年末公司资本结构分析



数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，由于项目开发及获取力度加大，跟踪期内，公司外部融资规模增长较快，2017 年末公司债务规模为 713.31 亿元，同比增长 48.84%，主要系短期债务增长 114.98%所致。因此 2017 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为由上年末的 0.37 倍增长至 0.64 倍，由于年内公司参与招拍挂次数较多，所需保证金规模较大，为节省融资成本公司选择短期借款作为资金来源，导致短期债务增长较快，但债务期限结构仍处于较合理水平。

图 5：2015~2017 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，跟踪期内公司业务规模快速扩张使得其资产和负债规模均快速增长，财务杠杆比率有所上升，长短期债务比亦有所上升。

流动性

公司流动资产规模继续保持增长，截至 2017 年末流动资产合计为 1,681.60 亿元，同比增长 34.62%，占总资产的比重为 75.73%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由货币资金（包括受限银行结余、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, 2017 年末占流动资产比重分别为 13.46%、11.85%、13.24%和 56.05%。

表 17: 2015~2017 年末流动资产分析

指标	2015	2016	2017
流动资产/总资产	68.61%	74.84%	75.73%
存货/流动资产	65.71%	57.16%	56.05%
货币资金/流动资产	15.06%	16.31%	13.46%
(存货+货币资金)/流动资产	80.77%	73.47%	69.52%

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、货币资金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, 2017 年公司加快项目开发进度使得公司存货规模快速增长, 当年末存货账面价值为 942.59 亿元, 同比增长 32.01%。其中发展中物业、持作出售物业和发展中土地占比分别为 70.59%、12.49%和 16.84%。截至 2017 年末, 公司存货以在建、拟建项目和土地储备为主, 且项目集中于经济较发达的一、二线城市及周边城市, 有较强的需求支撑, 市场前景较好, 存货跌价风险相对较小。

表 18: 2015~2017 年末公司存货结构分析

单位: 亿元

项目	2015	2016	2017
存货合计	600.14	714.01	942.59
发展中物业	382.22	429.21	665.34
发展中物业/存货合计数	63.69%	60.11%	70.59%
持作出售物业	63.17	111.53	117.72
持作出售物业/存货合计数	10.53%	15.62%	12.49%
发展中土地	154.01	172.26	158.75
发展中土地/存货合计数	25.66%	24.13%	16.84%
(发展中物业+持作待售物业+发展中土地)/存货合计数	99.88%	99.86%	99.92%

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, 跟踪期内公司基本维持上年周转速度, 2017 年公司存货周转率为 0.26 次, 总资产周转率为 0.16 次, 存货周转效率尚可, 但受

公司自持部分资产作经营性使用影响, 总资产周转效率整体水平相对较低。

表 19: 2015~2017 年公司周转率相关指标

单位: 次/年

项目	2015	2016	2017
存货周转率	0.19	0.26	0.25
总资产周转率	0.15	0.18	0.16

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

现金流方面, 2017 年公司经营活动现金流出净额较上年继续扩大至 246.93 亿元, 主要系公司加快项目建设进度并加大项目获取力度, 无法对短期债务提供有效保障。

货币资金方面, 截至 2017 年 12 月 31 日, 公司货币资金余额为 226.42 亿元, 其中受限部分占比为 14.29%; 货币资金/短期债务为 0.81 倍, 货币资金对短期债务的保障已略显不足。

表 20: 2015~2017 年公司部分流动性指标

指标	2015	2016	2017
货币资金(亿元)	137.54	203.74	226.42
经营活动现金流净额(亿元)	83.78	-11.39	-246.93
经营净现金流/短期债务(X)	1.17	-0.09	-0.89
货币资金/短期债务(X)	1.91	1.57	0.81

注: 货币资金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, 2017 年公司经营性净现金流及货币资金对短期债务均难以形成有效覆盖, 但公司存货以发展中物业为主, 且区域布局以一二线及周边城市为主, 可对其流动性形成较好支撑。

盈利能力

受益于公司土地开发项目结转规模增长较快, 2017 年公司实现营业收入 310.75 亿元, 同比增长 13.81%, 其中物业销售收入 219.67 亿元, 同比上升 2.38%, 土地一级开发收入 49.02 亿元, 同比上升 129.39%。此外, 2017 年末公司预收款项为 389.29 亿元, 为当期营业收入的 125.27%, 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较好支撑。

从毛利空间来看, 2017 年公司毛利率为 32.31%, 较上年同期下降 5.06 个百分点, 但仍处于较高水平。期间费用方面, 2017 年公司合计发生期

间费用 48.13 亿元，同比增长 55.51%；三费收入占比为 15.49%，较上年度上升 4.15 个百分点，期间费用把控能力有所减弱。

公司税前利润主要由经营性业务利润和其他收入和收益构成，2017 年公司取得税前利润 88.25 亿元，同比增长 6.44%。其中经营性业务利润为 52.28 亿元，同比降低 26.47%；其他收入和收益为 38.51 亿元，同比增长 157.93%，主要系出售子公司收益由上年的 36.5 万元大幅增长至 25.61 亿元所致。同期净利润为 51.50 亿元，同比增长 12.61%；所有者权益收益率为 7.75%，同比下降 0.45 个百分点。

总体来看，跟踪期内公司初始盈利空间缩窄，且期间费用控制能力有所下降，导致其盈利能力有所下降，但仍处于较好水平，同时其较大规模的已售待结资源可对未来经营业绩提供较好保障。

偿债能力

从债务规模来看，截至 2017 年末，公司总债务规模增至 479.25 亿元，同比增长 48.84%，增幅较大。从债务币种来看，截至 2017 年末，公司人民币债务 498.37 亿元、美元债务合人民币 167.68 亿元、港币债务合人民币 47.26 亿元，占总债务比例分别为 69.87%、23.51%和 6.62%。虽然公司从 2017 年 3 月份开始利用衍生金融工具对冲部分汇率风险，但考虑到对冲交易的金额及市场汇率波动的不可预期性，目前公司仍有一定规模的外币债务，需对其可能产生的汇兑损失风险进行持续关注。

表 21：截至 2017 年 12 月 31 日公司债务币种分类明细

币种	债务总额	占比
人民币（亿元）	498.37	69.87%
美元（合人民币亿元）	167.68	23.51%
港币（合人民币亿元）	47.26	6.62%
合计（亿元）	713.31	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

获现能力方面，2017 年公司 EBITDA 为 108.87 亿元，同比增长 16.25%，保持较强的获现能力。从主要偿债指标来看，2017 年公司总债务/EBITDA 由上年的 5.12 倍上升至 6.55 倍，同期 EBITDA 利息倍数由上年的 3.87 倍下降至 2.80 倍，均有所弱化，但 EBITDA 对债务本息的保障能力仍然较强。

表 22：2015~2017 年公司主要偿债能力指标

单位：亿元

项目	2015	2016	2017
总债务	410.34	479.25	713.31
EBITDA	71.74	93.65	108.87
总债务/EBITDA (X)	5.72	5.12	6.55
经营活动净现金流	83.78	-11.39	-246.93
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.20	-0.02	-0.35
资产负债率 (%)	62.93	66.60	70.08
总资本化比率 (%)	45.40	46.23	51.77
长期资本化比率 (%)	40.69	38.56	39.57
EBITDA 利息倍数 (X)	3.24	3.87	2.80

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

截至 2017 年 12 月 31 日，公司对外担保余额合计 192.03 亿元，占期末净资产余额的 28.90%，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。

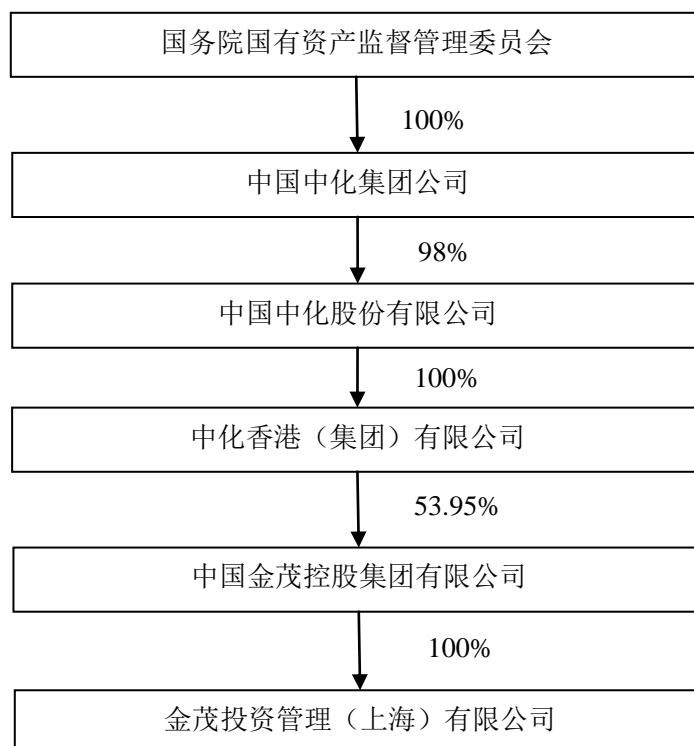
财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2017 年 12 月 31 日，中国金茂合并口径授信总额为人民币 957.78 亿元，未使用的授信额度为人民币 445.41 亿元，同时作为上市公司，公司直接融资渠道畅通，整体具备很强财务弹性。

整体而言，2017 年公司有息债务尤其是短期债务规模上升较快，再融资压力有所上升，同时公司经营所得对债务本息的保障程度有所降低，但公司财务结构总体上仍较为稳健，盈利能力仍处于较好水平，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，具有很强的担保实力。

结 论

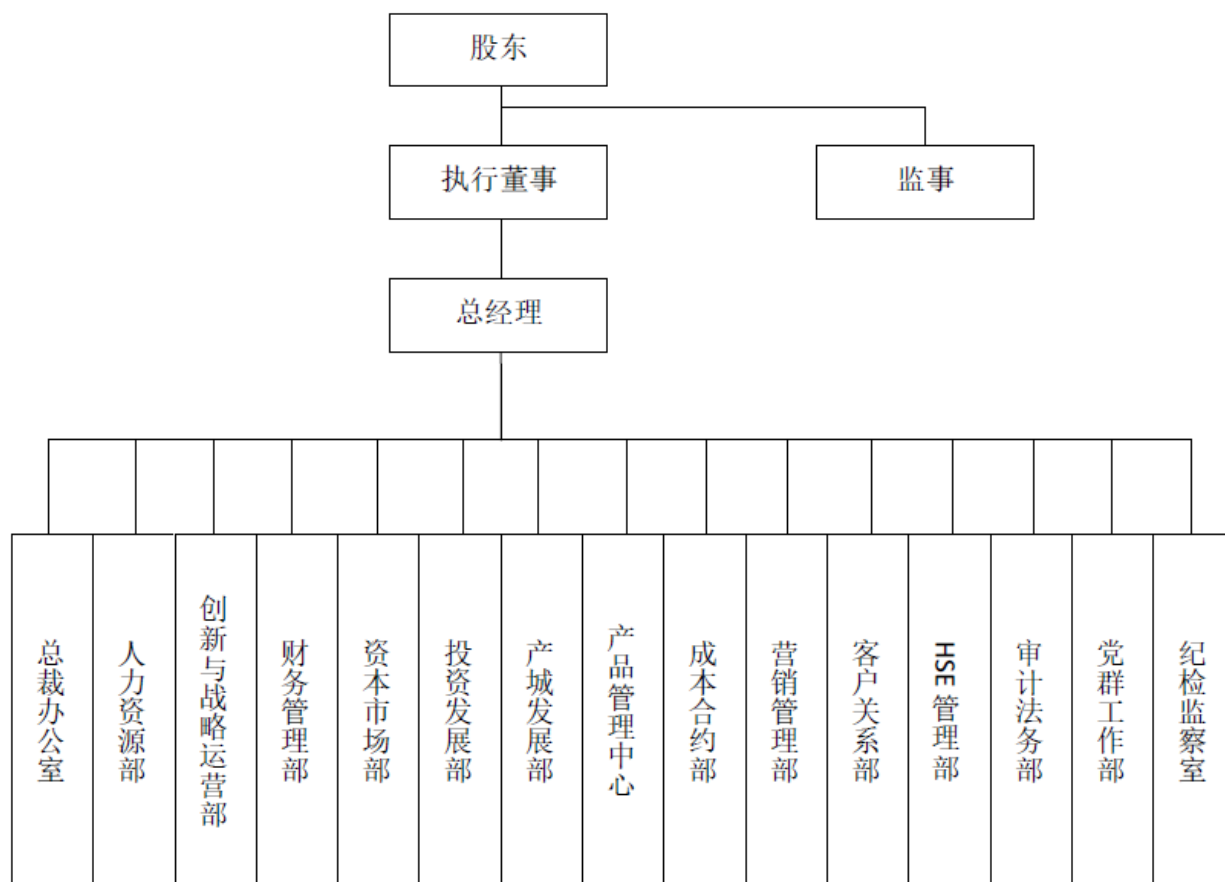
综上所述，中诚信证评维持金茂上海主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“金茂投资管理（上海）有限公司 2015 年公开发行公司债券”信用等级为 AAA。

附一：金茂投资管理（上海）有限公司股权结构图（截至 2017 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 2017 年 12 月 31 日）



资料开源：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）	2015	2016	2017
货币资金	997,538.73	951,562.99	1,300,899.64
应收账款净额	78,655.70	111,695.81	49,983.54
存货净额	4,725,679.85	4,944,984.91	7,520,539.59
流动资产	6,971,202.55	8,728,031.27	13,326,874.05
长期投资	98,591.80	399,309.41	548,334.72
固定资产合计	1,321,765.86	1,625,010.41	2,230,635.56
总资产	8,784,852.60	10,887,426.99	16,215,734.35
短期债务	355,482.62	310,575.55	2,599,863.55
长期债务	1,184,128.17	1,834,694.14	2,195,291.88
总债务（短期债务+长期债务）	1,539,610.79	2,145,269.69	4,795,155.43
总负债	6,820,866.40	8,701,607.20	12,864,920.78
所有者权益（含少数股东权益）	1,963,986.20	2,185,819.78	3,350,813.57
营业总收入	1,205,853.48	1,318,208.11	2,847,894.02
三费前利润	355,846.23	343,227.65	800,362.14
投资收益	20,626.29	26,042.45	55,932.10
净利润	245,863.13	218,542.70	467,669.41
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	375,372.50	346,163.78	773,091.50
经营活动产生现金净流量	256,142.47	-701,026.21	-3,309,224.33
投资活动产生现金净流量	-108,754.64	-131,442.70	-437,470.59
筹资活动产生现金净流量	72,248.60	896,166.01	4,100,800.18
现金及现金等价物净增加额	221,728.99	63,807.16	353,346.73
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	37.28	32.76	33.56
所有者权益收益率（%）	12.52	10.00	13.96
EBITDA/营业总收入（%）	31.13	26.26	27.15
速动比率（X）	0.42	0.58	0.56
经营活动净现金/总债务（X）	0.17	-0.33	-0.69
经营活动净现金/短期债务（X）	0.72	-2.26	-1.27
经营活动净现金/利息支出（X）	3.03	-7.41	-16.01
EBITDA 利息倍数（X）	4.44	3.66	3.74
总债务/EBITDA（X）	4.10	6.20	6.20
资产负债率（%）	77.64	79.92	79.34
总资本化比率（%）	43.94	49.53	58.87
长期资本化比率（%）	37.61	45.63	39.58
净负债率（%）	27.60	54.61	104.28

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、2015 年财务数据引自 2016 年审计报告年初数。

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：万元）	2015	2016	2017
货币资金	1,375,438.80	2,037,395.60	2,264,173.40
应收贸易账款	254,730.20	644,647.70	91,991.00
存货合计	6,001,428.30	7,140,104.60	9,425,918.40
调整后的流动资产	9,133,530.50	12,491,830.50	16,816,024.10
物业、厂房及设备	1,223,826.20	1,081,185.60	1,083,879.20
投资物业	2,108,328.70	2,202,933.10	2,781,234.70
总资产	13,312,639.90	16,690,411.60	22,204,437.90
短期债务	718,393.30	1,294,395.30	2,782,656.10
长期债务	3,384,976.70	3,498,081.70	4,350,492.00
总债务（短期债务+长期债务）	4,103,370.00	4,792,477.00	7,133,148.10
总负债	8,377,768.90	11,116,003.60	15,560,066.70
权益总额	4,934,871.00	5,574,408.00	6,644,371.20
收入	1,777,070.30	2,730,407.30	3,107,484.50
税前利润	640,825.70	829,079.80	882,478.30
年度利润	410,108.50	457,368.20	515,020.20
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	717,371.30	936,517.80	1,088,729.20
经营活动所用的现金流净额	837,766.20	-113,943.50	-2,469,306.80
投资活动所用的现金流净额	-1,025,724.60	-31,360.20	-1,551,882.50
筹资活动所用的现金流净额	299,588.30	845,071.80	4,163,796.80
现金和现金等价物净增加额	117,171.70	704,854.90	136,097.10
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	38.67	37.37	32.31
所有者权益收益率（%）	8.31	8.20	7.75
EBITDA/营业总收入（X）	40.37	34.30	35.04
速动比率（X）	0.69	0.75	0.69
经营活动净现金/总债务（X）	0.20	-0.02	-0.35
经营活动净现金/短期债务（X）	1.17	-0.09	-0.89
经营活动净现金/利息支出（X）	3.78	-0.47	-6.36
EBITDA 利息倍数（X）	3.24	3.87	2.80
总债务/EBITDA（X）	5.72	5.12	6.55
资产负债率（%）	62.93	66.60	70.08
总债务/总资本（%）	45.40	46.23	51.77
长期资本化比率（%）	40.69	38.56	39.57
净负债率（%）	55.28	49.42	73.28

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；

4、2015年财务数据引自2016年审计报告年初数。

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。