



中诚信证评
CCXR

信用等级通知书

信评委函字[2019]G007-X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拟发行的“金茂投资管理（上海）有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。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AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。



金茂投资管理（上海）有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	金茂投资管理（上海）有限公司
发行规模	本期债券发行规模为不超过 18 亿元。
债券期限	本期债券为 5 年期，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。
债券利率	本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定。本期债券票面利率在存续期内前 3 年固定不变，在存续期的第 3 年末，公司可选择调整票面利率，存续期后 2 年票面利率为本期债券存续期前 3 年票面利率加公司调整的基点，在存续期后 2 年固定不变。
还本付息方 式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

金茂上海	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	196.40	218.58	335.08	357.13
总资产（亿元）	878.49	1,088.74	1,621.57	1,755.54
总债务（亿元）	153.96	214.53	479.52	557.47
营业收入（亿元）	120.59	131.82	284.79	83.26
营业毛利率（%）	37.28	32.76	33.56	42.30
EBITDA（亿元）	37.54	34.62	77.31	28.70
所有者权益收益率（%）	12.52	10.00	13.96	19.08*
资产负债率（%）	77.64	79.92	79.34	79.66
总债务/EBITDA (X)	4.10	6.20	6.20	4.86*
EBITDA 利息倍数 (X)	4.44	3.66	3.74	-
净负债率（%）	27.60	54.61	104.28	108.31

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、金茂上海于2016年6月24日完成重组，2015年财务数据按照重组后的口径追溯调整；
 3、带*财务指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“金茂投资管理（上海）有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体金茂投资管理（上海）有限公司（以下简称“金茂上海”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，该级别反映金茂上海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。中诚信证评肯定了金茂上海控股股东背景实力雄厚、区域布局优势明显及其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对其信用质量的支持。同时，我们也关注到金茂上海土地一级开发所具有的不确定性及债务上升较快且面临一定再融资压力可能对本期债券信用质量产生的影响。

正面

- 金茂上海控股股东背景实力雄厚。金茂上海母公司中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）控股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，2017 年位列《财富》全球 500 强第 143 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，而金茂上海是中国金茂在境内最重要的房地产开发主体，能够得到中化集团多方面的支持。
- 金茂上海区域布局优势明显。中国金茂具有很高的品牌知名度，依托“金茂”品牌，金茂上海近年来在住宅开发领域发展较快，且其可售及储备资源集中于南京、青岛、北京、温州、广州、长沙等一二线城市，区域布局优势明显，可为其未来物业销售提供有力保障。
- 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

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

周莉莉

石 烨 sshi@ccxr.com.cn

石 烨

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年1月4日

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。2016年6月，中国金茂将12家子公司股权注入金茂上海，且2017年以来中国金茂获取地块绝大部分置入金茂上海合并范围内，使其在规模及战略定位上更具有竞争优势。

关注

- 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，或对金茂上海的经营管理能力提出更高要求。
- 债务上升较快，且面临一定再融资压力。2017年以来金茂上海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，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）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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

金茂投资管理（上海）有限公司（以下简称“金茂上海”或“公司”）原名方兴地产投资管理（上海）有限公司，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，股票代码为00817.HK。2018年1月15日，中国金茂与控股股东中国中化股份有限公司（以下简称“中化股份”）及配售代理签订配售协议，配售股份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，中国金茂原控股股东中化股份持股比例由原来的53.95%摊薄至49.76%。截至2018年3月31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49.75%股权，中化香港为中化股份全资子公司，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。公司母公司为中国金茂，最终控制方是中化集团，实际控制人为国务院国资委。

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2017年末，金茂上海资产总额占中国金茂资产规模比重为73.03%，2017年营业收入占比为91.65%，资产规模及收入规模均有较大幅度提升。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。

作为中国金茂在中国境内的主要运营主体，金茂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，项目主要分布于南京、青岛、北京、温州、广州、长沙等城市。截至2017年12月31日，公司资产总额1,621.57亿元，所有者权益（包含少数股东权益）335.08亿元，资产负债率为79.34%；2017年公司实现营业收入284.79亿元，净利润46.77亿元，经营活动净现金流为-330.92亿元。

另截至2018年3月31日，公司资产总额1,755.54亿元，所有者权益（包含少数股东权益）357.13亿元，资产负债率为79.66%；2018年1~3月公司实现营业收入83.26亿元，净利润17.03亿元，经营活动净现金流为-7.01亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券概况

债券概况	
债券名称	金茂投资管理（上海）有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模为不超过 18 亿元。
债券期限	本期债券为 5 年期，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。
债券利率	本期债券票面年利率将根据簿记建档结果确定。本期债券票面利率在存续期内前 3 年固定不变，在存续期的第 3 年末，公司可选择调整票面利率，存续期后 2 年票面利率为本期债券存续期前 3 年票面利率加公司调整的基点，在存续期后 2 年固定不变。
还本付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后用于“15 金茂投”回售资金及利息偿付。由于本期债券发行日晚于本次债券申报时募集资金拟偿还的公司债券回售日，故本期债券募集资金拟用于置换公司债券回售所使用的合计 18.00 亿元的自筹资金。本次自筹资金由发行人股东中国中化集团有限公司借于发行人。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

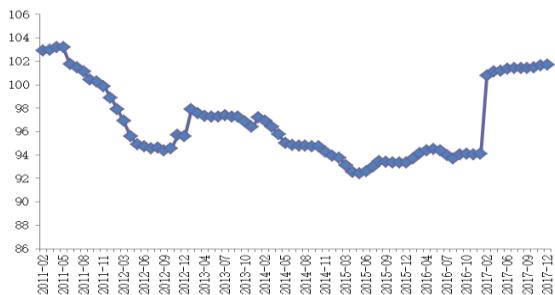
¹ 中国金茂原名方兴地产（中国）有限公司（以下简称“方兴地产”），根据方兴地产公告，2015年8月25日股东特别大会上，公司股东通过建议更改本公司名称的特别决议案后，香港公司注册处处长已批准名称更改，并于2015年9月9日颁发《公司更改名称证明书》，其法定名称正式变更为中国金茂控股集团有限公司。

行业分析

房地产行业概况

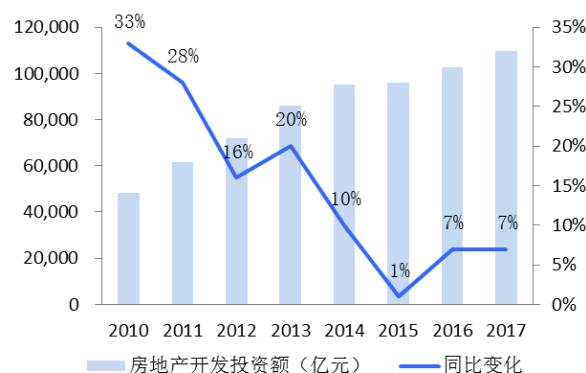
房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升并于2007年11月达到历史顶点106.59点。此后，受2008年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年随着国家出台的信贷宽松政策，商品房销售情况有所好转；2010年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升，2013年房地产市场延续上升势头，期内国房景气指数呈波动上升态势；2014年，房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，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，中国房地产市场总体上呈现回暖趋势，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期均有所上升。2016年房地产市场的明显回暖使得当年房地产业对GDP增长贡献率达7.8%，较上年增加了5.4个百分点，房地产业增加值占GDP的比重亦达到历史最高位的6.47%。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。

图1：2011~2017年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图2：2010~2017年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

在房地产投资方面，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。根据国家统计局数据显示，2015年房地产行业投资增速延续回落态势，当年全国房地产开发投资95,979亿元，同比增长仅1.0%；2016年，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年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。自2016年10月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017年全国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。

房地产开发投资资金的到位情况方面，近年来我国房地产开发企业的到位资金规模逐年增长，2015~2017年房地产开发企业到位资金分别为125,203亿元、144,214亿元和156,053亿元，年均复合增长率11.64%；同期增速分别为2.63%、15.18%和8.21%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中其他来源（包括定金及预收款和个人按揭贷款）规模及其占比呈快速上升态势，2015~2017年房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款合计分别为49,182亿元、66,355亿元和72,600亿元，占比从2015年的39.28%上升至2017年的46.52%；但受按揭贷款利率持续上升影响，2017年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为9.41%，较2016年下降25.51个百分点。2015~2017年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势，分别为69,252亿元、70,645亿元和76,114亿元，占比分别为55.31%、48.99%和48.77%，近年来房企自筹资金比例不断下降，房企融资渠道逐

步由直接融资转向银行贷款、信托等传统融资渠道。

表 2：2015~2017 年房地产开发投资资金来源

指标	2015	2016	2017
资金来源合计	125,203	144,214	156,053
同比增长	2.6	15.2	8.2
其中：			
自筹资金	49,038	49,133	50,872
占比	39.17	34.07	32.60
同比增长	-2.7	0.2	3.5
国内贷款	20,214	21,512	25,242
占比	16.14	14.92	16.18
同比增长	-4.8	6.4	17.3
利用外资	297	140	168
占比	0.24	0.10	0.11
同比增长	-53.6	-52.6	19.8
其他来源	55,655	73,428	79,770
占比	44.45	50.92	51.12
同比增长	12.0	31.9	8.6
其中：定金及预收款	32,520	41,952	48,694
同比增长	7.5	29.0	16.1
个人按揭贷款	16,662	24,403	23,906
同比增长	21.9	46.5	-2.0

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看，2015 年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，当期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%。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导致短期内新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016 年，在一、二线城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加速开发节奏以及补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。2017 年，房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，同比上升 7.0%，较上年下降 1.1 个百分点，随着房地产政策的持续收紧，房地产开发企业新开工面积增速有所放缓。从新开工面积与销售面积的

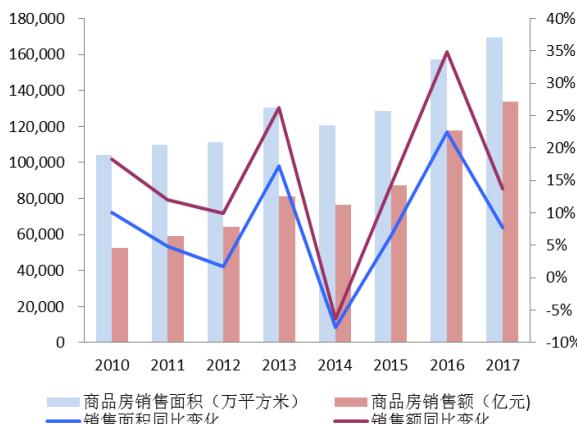
差额来看，近年来商品房新开工面积始终高于同年商品房销售面积，但新开工面积与销售面积差额呈逐年收窄态势。2017 年，全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为 9,246 万平方米，同比下降 3.48%，商品房库存去化压力下降。

图 3：2010~2017 年商品房新开工与销售面积差额



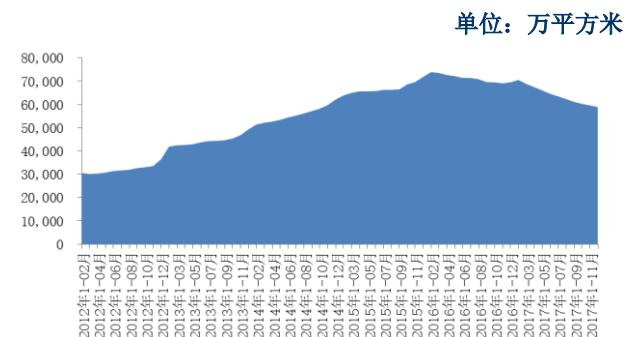
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，得益于频出的利好政策，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%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 6.9% 和 16.6%。2016 年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当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，分别同比增长 22.4% 和 34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4% 和 36.1%。2017 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，受 2016 年 10 月及 2017 年 3 月连续出台的房地产调控政策影响，增速均有较大幅度放缓。值得注意的是，2017 年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅，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%。

图 4：2010~2017 年商品房销售情况


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域，2017年东部地区商品房销售额74,439亿元，同比增长6.2%，销售额占比达55.68%；同期中部地区商品房销售额28,665亿元，同比增长24.1%；西部地区商品房销售额25,231亿元，同比增长25.9%；东北部地区商品房销售额为5,367亿元，同比增长21.8%。2017年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。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持续向上，2017年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2017年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%²。受2016年10月以来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 5：2012~2017 年全国商品房待售情况


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

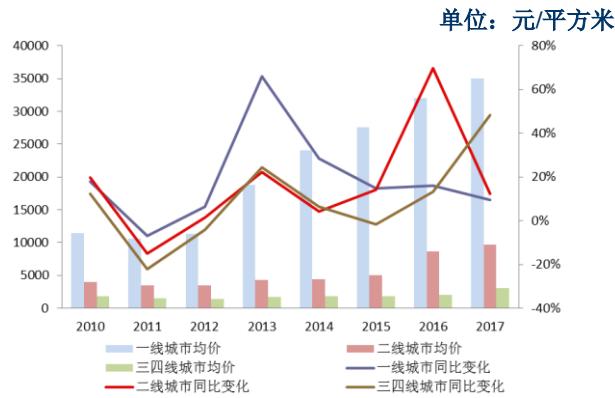
商品房库存方面，2015年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至2015年末，全国商品房待售面积7.19亿平方米，同比增长15.58%，增速较上年末收窄10.54个百分点。2016年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降。截至2016年末，全国商品房待售面积6.95亿平方米，环比增加444万平方米，但较上年末减少2,314万平方米。2017年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至2017年末，全国商品房待售面积5.89亿平方米，环比减少683万平方米，较上年末减少10,616万平方米。从去化周期来看，以2017年商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期约4.17个月，较2016年缩短1.13个月，但不同城市分化情况仍较为明显，部分三、四线城市仍存在库存压力。

土地市场方面，2015~2017年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,811万平方米、22,025万平方米和25,508万平方米，同期土地成交价款分别为7,622亿元、9,129亿元和13,643亿元。2017年房地产业企业土地购置成本涨至5,348.52元/平方米，近三年年均复合增长率为26.52%。从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。其中，一线城市土地成交均价涨幅在2013年达到近年顶点后，2014年和2015年呈现下降态势，而2016年一线城市土地成交均价涨幅小幅回升，同时平均溢价率达47.06%，较上年提升19.16个百分点，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，分别下降6.49个百分点和32.76个百分

² 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、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。

分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市土地成交均价涨幅 2013~2015 年间小幅波动，而 2016 年则大幅增加 70.2%，较 2015 年提升了 56.2 个百分点，且平均溢价率同比上升 34.84 个百分点至 52.55%，土地市场热度明显上涨，同样受土拍限价影响，2017 年二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别为 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，2017 年土地均价涨幅提升至 48.37%，较上年上升 35.01 个百分点，平均溢价率升至 37.05%，较上年上升 17.20 个百分点。

图 6：2010~2017 年各能级城市成交土地成交情况



资料来源：中指数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大，随着一系列宽松的行业政策出台，近年来房地产市场总体上呈现回暖趋势，商品房销售量价齐升，库存量持续走低，但随着 2016 年四季度以来一系列房地产调控政策出台，一二线城市商品房销售均价增速有所放缓。

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较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。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。

2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《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 年以来，“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。

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。从全国层面来看，依旧维持去库存的政策目标，2016 年 2 月份，政府新出台两项利好政策，包括降低非限购城市首付比例，最低可至 20%，同时调整契税率，降低购房成本等；3 月份，政府出台二手房营改增政策，以降税的方式引导改善性住房需求；6 月份国家又出台新政鼓励租赁业务的发展，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的同时，部分重点城市推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，2016 年 3 月，上海和深圳率先出台房地产调控政策，提高购房首付比例及非本市户籍居民购房门槛。而其他三四线城市则继续以“去库存”为主基调。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

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。从全国层面来看，2017 年 2 月份，中国人民银行、银监会公布通知，在不实施限购措施的城市，家庭首套房的商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动 5 个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于 30%。在国家因城施策、分类调控的背景下，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，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涞水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；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。就各能级城市而言，一线城市仅广州针对居民家庭施行限售，北京、上海和深圳居民家庭不限售。

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，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人

民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《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》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、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。2017 年 8 月，国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定将在 13 个城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。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，多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

表 3：2016 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
2016.02	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税，对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税。
2016.03	财政部、国家税务总局	自 5 月 1 日起，个人购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税，个人将购买 2 年以上（含 2 年）的住房对外销售的，免征增值税。对北上广深四市，个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，按照 5% 的征收率全额缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，以销售收入减去购买住房价款后的差额按照 5% 的征收率缴纳增值税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征增值税。
2016.03	上海、深圳市政府	上海、深圳市政府率先出台楼市调控政策，调整非本地居民购房资格要求，上海将缴纳社保年限由 3 年调增至 5 年，深圳由 1 年调增至 3 年；两地均调增居民购房首付比例。
2016.03~06	沈阳、大连等市政府	以沈阳、大连为代表的各地政府陆续推出购房优惠政策以实现去库存目标，具体包含大学生购房补贴、公积金贷款额度上涨、农民购房补贴、购房税费减免等利好政策。
2016.06	国务院办公厅	《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，是深化住房制度改革的重要内容，是实现城镇居民住有所居目标的重要途径。要以建立购租并举的住房制度为主要方向，健全以市场配置为主、政府提供基本保障的住房租赁体系，支持住房租赁消费，促进住房租赁市场健康发展。
2016.08~09	武汉、厦门、苏州、杭州、南京市政府	部分重点二线城市出台限购、限贷以及土地调控等政策以抑制房价、地价的过快上涨。
2016.10	北京、天津、苏州、郑州等 21 个市政府	十一期间一、二线重点城市密集出台房地产调控政策，在土地、购房资格、首付比例等方面出台严格调控政策，部分城市在前期调控政策的基础上加大调控力度。
2016.11~12	上海、杭州、武汉、郑州、成都等市政府	在前期调控政策的基础上，部分重点城市继续加大调控力度，上海在首套房的认定上认房又认贷，普通住房首付比例增至五成，非普通住房首付增至七成；杭州扩大限购范围，对不能提供购房之日起前 2 年内在本市连续缴纳 1 年以上个人所得税或社会保险证明的非本市户籍居民家庭全面限购。
2017.02	中国人民银行、银监会	中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付 25% 的基础上可再下浮 5 个百分点；对拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2017.03	国务院办公厅	《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。



2017.03~06	南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅	继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证未满2年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证满3年之后才能上市交易。
2017.07	住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门	《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》指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面引领和带动作用。
2017.08	国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	确定将在13个城市（第一批包括北京市，上海市，辽宁沈阳市，江苏南京市，浙江杭州市，安徽合肥市，福建厦门市，河南郑州市，湖北武汉市，广东广州市、佛山市、肇庆市，四川成都市），开展集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.08	全国土地利用管理工作会议	大力实施节约集约用地，以盘活利用“批而未供土地、闲置土地、城镇低效用地”为主攻方向，推动节约集约用地向纵深发展。
2017.10	十九大报告	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，让全体人民住有所居。
2017.12	中央经济工作会议	促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在房地产行业政策及融资环境趋于收紧的背景下，房地产企业内外部流动性来源收紧，融资成本上升。随着房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

2016年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的39.28%上升为46.01%，金额为66,355.08亿元，同比增长34.92%，较上年同期增速上升22.89个百分点。但受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及预收款和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，一直以来银行贷款是房企融资的主要方式之一，2016年和2017年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为18,158亿元和20,485亿元，分别同比上升4.3%和12.80%。2016年前三季度房企公司债发行政策仍相对宽松，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，2016年融资环境相对宽松，融资成本整体均处于较低水平。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。在融资渠道收紧、融资成本上升及债券到期高峰到来的背景下，其房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

近年来房地产企业利润空间不断被压缩，行业内兼并收购现象明显，房地产行业集中度进一步提升，具有规模优势的房地产企业可获得更多的流动性补充。

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年销售额在300亿元以上百亿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。2017年TOP100房企销售额集中度提升11.58个百分点至55.50%，占比超过一半；TOP20销售额集中度则上升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。

表 4：2015~2017 年国内房企销售额集中度

	2015	2016	2017
TOP3	7.67%	8.88%	12.00%
TOP10	17.05%	18.35%	24.10%
TOP20	23.06%	24.73%	32.50%
TOP50	32.07%	34.59%	45.90%
TOP100	40.05%	43.92%	55.50%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争优势

金茂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 27 次进入《财富》全球 500 强，2017 年位列第 143 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项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，金茂上海作为中国金茂的主要运营主体，可在经营管理、资金支持等方面获得中化集团的有力支持。

资产重组使得金茂上海在中国金茂体系内的战略地位进一步巩固，并获得了中国金茂的持续有力支持

金茂上海定位为中国金茂在中国境内最重要的运营主体，2012 年以来中国金茂在境内新增投资项目大部分放入金茂上海。2016 年，中国金茂将旗下 12 家英属维尔京群岛公司的股权注入金茂上海，于 2016 年 6 月 24 日金茂上海股权重组完成，金茂上海成为中国金茂在境内最重要的房地产开发投资平台。截至 2017 年末，金茂上海资产总额占中国金茂资产总额比重为 73.03%，2017 年营业收入占比为 91.65%，资产规模及收入规模均有较大幅度提升；同时，2017 年以来中国金茂获取地块绝大部分置入金茂上海合并范围内。

另外，金茂上海可在资金调拨和直接融资等方面持续获得中国金茂较大力度支持。金茂上海是中国金茂在境内重要的资金归集平台，可直接获得中国金茂的资金划拨。直接融资方面，中国金茂为金茂上海数笔债券融资提供连带责任保证担保。整体来看，金茂上海战略定位重要，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。

很强的品牌知名度且区域布局优势明显

金茂上海控股方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。

金茂上海作为中国金茂在境内最重要的房地产开发投资平台，依托“金茂”品牌，近年来保持了较快增长的销售业绩，2015~2017 年销售金额年均复合增长率为 39.58%。同时，金茂上海目前可售资源主要集中于一、二线城市，能够为其未来持续发展提供较好保障。截至 2017 年末，金茂上海在建未售及未开发项目建筑面积合计 2,134.03 万平方米，主要分布在南京、青岛、北京、温州、广州、

长沙等城市。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，为公司业务的持续发展提供较强保障。

业务运营

作为中国金茂在境内重要投资平台，金茂上海经营策略及战略规划与中国金茂基本一致。金茂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、长沙、青岛和重庆等大中型城市，项目类型以高端住宅为主。2015~2017年及2018年1~3月，公司分别实现营业收入120.59亿元、131.82亿元、284.79亿元和83.26亿元。从收入构成来看，公司营业收入主要来源于物业销售收入和土地一级开发，2015~2017年及2018年1~3月物业销售收入占比分别为82.08%、76.70%、78.69%和71.34%；同期，土地一级开发收入占比分别为10.54%、16.21%、17.21%和24.59%。

物业开发及销售

目前金茂上海物业开发销售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。近年来公司坚持布局北京、广州、上海等一线城市和重点二线城市，销售业绩保持增长。

物业开发项目销售方面，2015~2017年公司分别实现签约销售面积101.38万平方米、108.86万平方米和161.28万平方米，销售金额206.05亿元、239.51亿元和401.46亿元。从销售区域分布情况来看，2017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。销售均价方面，近三年公司销售均价分别为2.03万元/平方米、2.20万元/平方米和2.49万元/平方米，保持稳步增长。2018年1~3月，公司实现签约销售面积30.53万平方米，签约销售金额63.17亿元，销售均价为2.07万元/平方米。

表5：2015~2018.Q1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	2018.Q1
销售面积	101.38	108.86	161.28	30.53
签约金额	206.05	239.51	401.46	63.17
销售均价	20,325	22,003	24,892	20,691
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	13,506	17,384	-

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呈上升趋势。2015~2017年，公司结算面积分别为60.03万平方米、70.91万平方米和114.15万平方米；同期，结算金额分别为99.25亿元、95.78亿元和198.60亿元，2016年二线城市项目结算增加，拉低结算均价，导致结算金额有所下降。

从物业开发情况来看，近年来公司根据自身发展以及市场环境，合理把控项目开发节奏。2015~2017年及2018年1~3月公司新开工面积分别为121.52万平方米、101.39万平方米、352.63万平方米和79.82万平方米，竣工面积分别为94.68万平方米、183.74万平方米、98.31万平方米和28.92万平方米。

表6：2015~2018.Q1公司物业开发情况

单位：万平方米

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
新开工面积	121.52	101.39	352.63	79.82
竣工面积	94.68	183.74	98.31	28.92

注：不含土地一级开发项目开工及竣工面积。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司在建项目较多，2017年末规划建筑面积合计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 7：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

土地一级开发

公司自 2011 年起从事土地一级开发业务，截至 2017 年末项目包括南京青龙山国际生态新城项目、长沙梅溪湖国际新城项目一期、长沙梅溪湖国际新城项目二期和长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块项目。业务模式方面，公司与当地平台公司签署合作协议，由双方按照一定比例筹措资金建设对应部分工程，土地整理完毕后交由当地政府进行招拍挂；扣除政府享有的经营性土地增值部分以后，公司与当地政府平台公司按照一定比例分成土地增值，并确认为营业收入。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，对公司经营管理能力提出更高要求。

近年来公司土地整理收入呈逐年增长态势，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月公司分别实现土地开

发收入 12.70 亿元、21.37 亿元、49.02 亿元和 20.48 亿元。

表 8：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

具体来看，金茂上海于 2011 年 1 月与长沙大河西先导区管理委员会（以下简称“大河西先导区管委会”）等各方签署协议，成为长沙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。2016 年 4 月，长沙市国土资源局以网上挂牌方式成交长沙梅溪湖一期项目一宗土地，计容建筑面积 270,552 平方米，成交金额 11.22 亿元；2016 年 11 月，长沙市国土资源局以网上挂牌方式成交长沙梅溪湖一级开发项目的国有建设用地使用权，编号为岳麓区梅溪湖 B-39 地块，计容建筑面积 313,808 平方米，成交金额 29.00 亿元；2017 年 12 月，长沙梅溪湖 F-19、F-20、B-50 地块以挂牌方式出让，总建筑面积为 53.24 万平方米，成交总价为 31.79 亿元。截至 2017 年末，该项目未售/未交付土地规划建筑面积 202.56 万平方米。

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，总面积 83 万平方米。截至 2017 年末，该项目土地尚未开始出让。

2013 年 10 月 14 日，经大河西先导区管委会确认，金茂上海成为长沙梅溪湖一级开发项目二期的第二投资人，第二投资人需投入资金占该项目开发所需估算金额的 70%；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。截至 2017 年末，该项目土地尚未开始出让。

南京青龙山国际生态新城项目，为 PPP 模式下的旧城改造一级土地开发项目。该项目用地范围 3.92 平方公里，可出让经营性用地占地面积 130.96 万平方米，对应规划建筑面积约 380 万平方米。2015 年 8 月，该项目首幅纯住宅地块推出，占地面积 49,657 平方米，最终以 13.85 亿元摘牌，相关收入已于 2015 年年内确认。2016 年和 2017 年，该土地开发项目进展顺利，以网上挂牌方式分别成交 3 宗和 5 宗地块。截至 2017 年末，该项目尚有未售/未交付土地规划建筑面积 290.52 万平方米。

销售方面，2015~2017 年公司负责开发的土地分别实现销售面积 21.94 万平方米、95.82 万平方米和 108.92 万平方米，签约销售金额分别为 22.95 亿元、110.52 亿元和 113.09 亿元。受长沙市土地市场影响，公司与长沙市政府共同协商同意压缩土地挂牌数量，使得 2015 年土地一级开发签约销售面积和签约销售金额同比大幅下降。2016 年公司出让南京青龙山国际生态新城以及长沙梅溪湖的多宗地块，南京地块的销售使得公司出让土地的单位销售均价大幅提升。2017 年，公司共出让 8 宗地块，销售面积和金额同比均有所提升。

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。

总体来看，公司一级土地开发收入呈上升趋势，且仍拥有充足的项目储备，但同时我们也关注到影响土地一级开发项目进度的不可控因素较多，对公司经营管理能力提出更高要求。

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。2015 年公司新增北京丰台区石

榴庄等共 6 个项目；2016 年公司加大土地储备力度，新增上海、深圳、南京和武汉等地共 9 个项目；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，年内公司新增 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。

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 9：2015~2017 年公司土地储备情况

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

总体来看，作为中国金茂在境内最主要的投资运营平台，金茂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；同时考虑到金茂上海作为中国金茂在境内的最主要运作平台，具有重要的战略定位，可得到较大的股东支持。

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。由于公司仅有一名股东，故不设股东会，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，公司设置了投资发展部、营销管理部、资本市场部、财务管理部、HSE 管理部、审计法务部、投资发展部、成本合约部、产品管理中心、创新与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。

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工作合理有效运行。

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

公司顺应国家战略及行业发展趋势，秉承母公司中国金茂“快跑、敢想、敏行”的思想，围绕“城市运营商”的战略定位，持续推进“双轮两翼”战略升级，不断夯实开发与持有业务的发展基础，加速推进金融与服务创新落地，推动公司综合实力不断提升，并不懈地为股东创造更大价值。

围绕母公司“城市运营商”的战略定位，公司将充分发挥在高端住宅开发和物业持有运营方面的经验，在合理统筹规划城市功能承载基础上，通过规划引导和资源整合发挥规划驱动作用，通过地产综合开发、产业导入与客户服务提升资本驱动作用，与当地政府共同打造绿色宜居、产城融合、智慧科技的城市新核心区。

为不断深化城市运营模式内涵，公司将继续推动“双轮两翼”战略升级，通过坚持客户导向、夯实品质根基、深化市场对标、加速改革创新，不断夯实开发和持有两大业务基础，实现开发业务规模有序扩张，持有业务规模稳步增长，积极发挥开发及持有业务的核心业绩贡献作用。同时，公司将积极推动服务与金融创新实践，努力培育差异化竞争优势，助力公司核心业务更快、更好的发展，逐步培育形成以开发持有运营收益为依托，以金融与服务收益为补充的综合收益模式，实现城市运营收益模式的创新与再升级。

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。

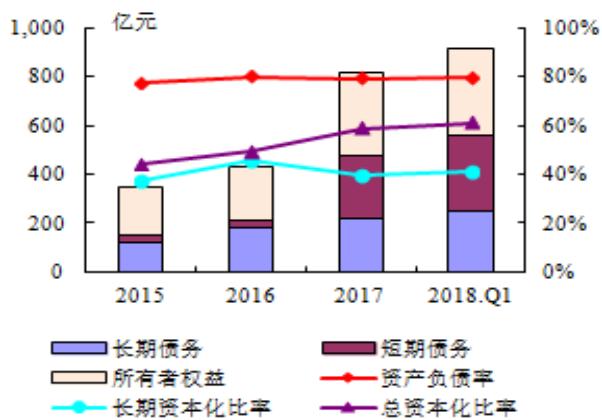
财务分析

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 2013~2016 年 6 月连审审计报告、2016 年审计报告、2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年 3 月财务报表，其中 2014 年财务数据引自 2013~2016 年 6 月连审审计报告，2015 年财务数据引自 2016 年审计报告期初数。

资本结构

图 7：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

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。2015~2017 年末，公司总资产分别为 878.49 亿元、1,088.74 亿元和 1,621.57 亿元，近三年年均复合增长率为 35.86%。同时，公司负债规模上升较为迅速，2015~2017 年末公司负债合计分别为 682.09 亿元、870.16 亿元和 1,286.49 亿元，近三年年均复合增长率为 37.34%。自有资本实力方面，得益于可续期债券的成功发行及利润累积不断夯实其自有资本，公司所有者权益呈上升趋势，2015~2017 年末分别为 196.40 亿元、218.58 亿元和 335.08 亿元。另截至 2018 年 3 月末，公司资产总额、负债总额和所有者权益分别为 1,755.54 亿元、1,398.41 亿元和 357.13 亿元，公司自有资本和负债规模均进一步上升。

财务杠杆比率方面，受债务规模增加影响，公司近年财务杠杆水平整体呈增长态势，2015~2017 年末公司资产负债率分别为 77.64%、79.92% 和 79.34%，净负债率分别为 27.60%、54.61% 和 104.28%，总资本化比率分别为 43.94%、49.53% 和 58.87%。截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率、净负债率和总资本化比率分别为 79.66%、108.31% 和 60.95%，受项目开发规模扩大、项目获取增加等

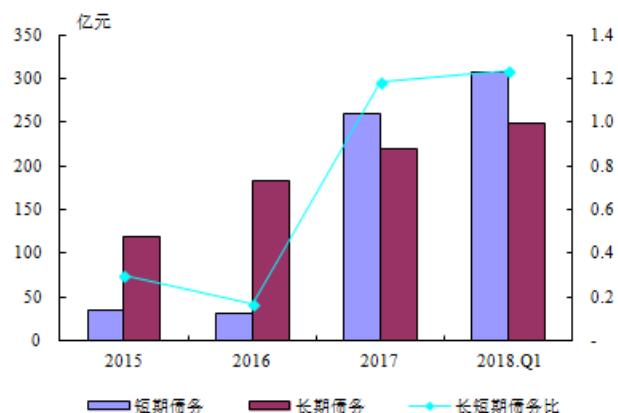
因素影响，公司外部融资需求上升，财务杠杆比率进一步上升，已处于较高水平。

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 104.34 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。另截至 2018 年 3 月末，公司货币资金、预付款项、其他应收款、存货和投资性房地产余额分别为 170.67 亿元、81.62 亿元、349.81 亿元、756.95 亿元和 186.75 亿元。

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，2015~2017 年末，公司总债务规模分别为 153.96 亿元、214.53 亿元和 479.52 亿元，其中 2017 年受短期借款大幅上升影响，总债务同比大幅增长，当年末长短期债务比为 1.18 倍，债务期限结构有待调整。另截至 2018 年 3 月末，公司预收款项、其他应付款和有息债务余额分别为 192.12 亿元、544.78 亿元和 557.47 亿元，长短期债务比进一步增长至 1.23 倍。

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%。另截至 2018 年 3 月末，公司少数股东权益、未分配利润和永续债占所有者权益总额的比重分别为 71.18%、19.76% 和 7.32%。

图 8：2015~2018.Q1 公司债务期限结构分析



资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

总体看，近年来公司规模保持增长，但有息债务尤其是短期债务快速增长，导致财务杠杆比率已上升至较高水平，同时债务期限结构有待调整。此外，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

公司资产以流动资产为主，2015~2017 年末公司流动资产分别为 697.12 亿元、872.80 亿元和 1,332.69 亿元，占资产总额比例分别为 79.35%、80.17% 和 82.18%。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，截至 2017 年末三项合计占流动资产比重为 86.18%，其中存货和货币资金占流动资产比重为 66.19%。另截至 2018 年 3 月末，公司流动资产余额为 1,457.42 亿元，占总资产比重为 83.02%；其中存货和货币资金合计占流动资产的 63.65%。

表 10：2015~2018.Q1 公司流动资产分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
流动资产/总资产	79.35%	80.17%	82.18%	83.02%
存货/流动资产	67.79%	56.66%	56.43%	51.94%
货币资金/流动资产	14.31%	10.90%	9.76%	11.71%
(存货+货币资金) /流动资产	82.10%	67.56%	66.19%	63.65%

资料来源：公司定期财务报告，中诚信证评整理

存货方面，公司近年业务规模增速较快，其项目数量的增加及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。2015~2017 年末和 2018 年 3 月末公司存货净额分别为 472.57 亿元、494.50 亿元、752.05 亿元和 756.95 亿元。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，2017 年

末开发成本和开发产品账面价值分别为 664.75 亿元和 86.62 亿元，存货占比分别为 88.39% 和 11.52%。另截至 2018 年 3 月末，公司开发产品账面价值 69.58 亿元，占期末存货总额比例为 9.19%，主要为高端住宅及商业项目，大部分位于广州、上海、北京、长沙、青岛、重庆等经济较为发达的一线及二线城市，去化压力可控。同期末，公司存货开发成本 686.29 亿元，占年末存货账面价值比重为 90.67%。

表 11：2015~2018.Q1 公司存货结构分析

项目	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
存货	472.57	494.50	752.05	756.95
开发成本	416.99	397.72	664.75	686.29
开发成本/存货	88.24	80.43	88.39	90.67
开发产品	54.93	96.12	86.62	69.58
开发产品/存货	11.62	19.44	11.52	9.19

资料来源：公司定期财务报告，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，但随着公司加快项目周转速度，其资产周转率有较明显的提升。2015~2017 年，公司存货周转效率分别 0.17 次、0.18 次和 0.30 次；总资产周转率分别为 0.15 次、0.13 次和 0.21 次。

表 12：2015~2017 年公司周转率相关指标

项目	单位：次/年		
	2015	2016	2017
存货周转率	0.17	0.18	0.30
总资产周转率	0.15	0.13	0.21

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受物业开发规模加大及新增土地储备较多影响，公司账面现金流数据及流动性指标均表现一般。2015~2017 年，公司经营活动产生现金净流量分别为 25.61 亿元、-70.10 亿元和 -330.92 亿元，自 2016 年起经营活动现金流呈较大规模的净流出状态。2018 年 1~3 月，公司经营活动现金继续净流出 7.01 亿元。

货币资金方面，截至 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。另截至 2018 年 3 月末，公司货币资金余额增长至 170.67 亿元，货币资金/短期债务为 0.55 倍，货币资金对短期债务仍无法形成有效覆盖。

表 13：2015~2018.Q1 公司部分流动性指标

项目	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	99.75	95.16	130.09	170.67
经营活动现金流净额	25.61	-70.10	-330.92	-7.01
经营净现金流净额/短期债务（X）	0.72	-2.26	-1.27	-0.09
货币资金/短期债务（X）	2.81	3.06	0.50	0.55

注：2018 年 1~3 月经营净现金流净额/短期债务指标经年化处理。

资料来源：公司定期报告，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。同时，中诚信证评也注意到，公司货币资金对短期债务的覆盖程度有所下降，但持续较大力度的股东支持能够对短期债务的偿付提供有力的保障，整体具备较好的流动性。

盈利能力

公司营业收入主要来源于物业开发项目销售收入和土地一级开发项目。2015~2017 年公司分别实现营业总收入 120.59 亿元、131.82 亿元和 284.79 亿元，呈较快上升的趋势，其中 2017 年公司土地一级开发收入大幅增加，同时广州南沙金茂湾、杭州黄龙金茂悦、宁波南塘金茂府等项目结转规模较大，营业收入明显上升。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 83.26 亿元。另外，公司 2018 年 3 月末预收款项余额为 192.12 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，由于公司土地一级开发业务和物业租赁业务毛利率较高，因此公司整体营业毛利率在行业内处于相对较好水平。2015~2017 年公司营业毛利率分别为 37.28%、32.76% 和 33.56%。2018 年 1~3 月，公司营业毛利率为 42.30%。

期间费用方面，随着开发规模和销售规模上升，公司期间费用逐年增加，2015~2017 年公司期间费用分别为 10.95 亿元、12.95 亿元和 21.33 亿元，

同期三费收入占比分别为 9.08%、9.82% 和 7.49%，呈波动下降态势。2018 年 1~3 月，公司三费收入占比为 10.11%。整体来看，公司对期间费用的把控能力较强。

表 14：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

项目名称	单位：亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	5.37	5.23	6.57	1.09
管理费用	4.49	5.57	7.03	2.80
财务费用	1.09	2.14	7.73	4.53
三费合计	10.95	12.95	21.33	8.42
营业收入	120.59	131.82	284.79	83.26
三费收入占比	9.08	9.82	7.49	10.11

资料来源：公司定期报告，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、公允价值变动和投资收益。受毛利率波动影响，公司经营性业务利润有所波动，2015~2017 年分别为 24.64 亿元、21.38 亿元和 58.71 亿元。公允价值变动收益方面，2015~2017 年分别为 6.83 亿元、4.12 亿元和 0.78 亿元，主要系公司持有的投资性房地产公允价值变动；投资收益方面，2015~2017 年投资收益分别为 2.06 亿元、2.60 亿元和 5.59 亿元，主要来自于对中国金茂体系内关联公司的委托贷款产生的投资收益，对利润总额形成一定补充。综上，公司近三年利润总额分别为 33.96 亿元、29.61 亿元和 65.14 亿元，净利润分别为 24.59 亿元、21.85 亿元和 46.77 亿元，所有者权益收益率分别为 12.52%、10.00% 和 13.96%，公司整体盈利能力波动上升。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 23.39 亿元，其中经营性业务利润 22.69 亿元；扣除所得税费用后，净利润为 17.03 亿元。

偿债能力

从债务规模来看，2015~2017 年末和 2018 年 3 月末公司总债务分别 153.96 亿元、214.53 亿元、479.52 亿元和 557.47 亿元，不断上升。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 37.54 亿元、34.62 亿元和 77.31 亿元，与利润总额变动趋势一致。受债务规模上升较快的影响，近年来公司主要偿债指标总体有所弱化但仍处于较好水平，2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 4.10 倍、

6.20 倍和 6.20 倍，EBITDA 利息倍数分别为 4.44 倍、3.66 倍和 3.74 倍。整体来看，公司获现能力尚可，可对债务本息的偿还提供较好保障。

表 15：2015~2018.Q1 公司主要偿债指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
总债务（亿元）	153.96	214.53	479.52	557.47
EBITDA（亿元）	37.54	34.62	77.31	28.70
经营活动净现金流(亿元)	25.61	-70.10	-330.92	-7.01
经营净现金流/总债务(X)	0.17	-0.33	-0.69	-0.05
总债务/EBITDA(X)	4.10	6.20	6.20	4.86
EBITDA 利息倍数(X)	4.44	3.66	3.74	-
资产负债率（%）	77.64	79.92	79.34	79.66
总资本化比率（%）	43.94	49.53	58.87	60.95
净负债率（%）	27.60	54.61	104.28	108.31

注：2018 年 1~3 月经营净现金流/总债务和总债务/EBITDA 经年化处理。

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 2017 年末，公司共获得银行及其他金融机构授信额度 438.23 亿元，其中尚未使用的现金授信额度 209.19 亿元，具有一定备用流动性。

或有负债方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保余额 124.29 亿元，占期末公司净资产的比重为 34.80%，全部为为客户按揭贷款提供的担保，或有负债风险相对可控。

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，财务杠杆水平有较明显的上升，且面临再融资压力。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，加之较充足的待结算资源和优质的项目储备，以及土地一级开发业务的推进，公司仍具备极强的偿债能力。

结 论

综上，中诚信证评定金茂投资管理（上海）有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“金茂投资管理（上海）有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”的信用级别为 **AAA**。

关于金茂投资管理（上海）有限公司 公开发行2019年公司债券（第一期）跟踪评级安排

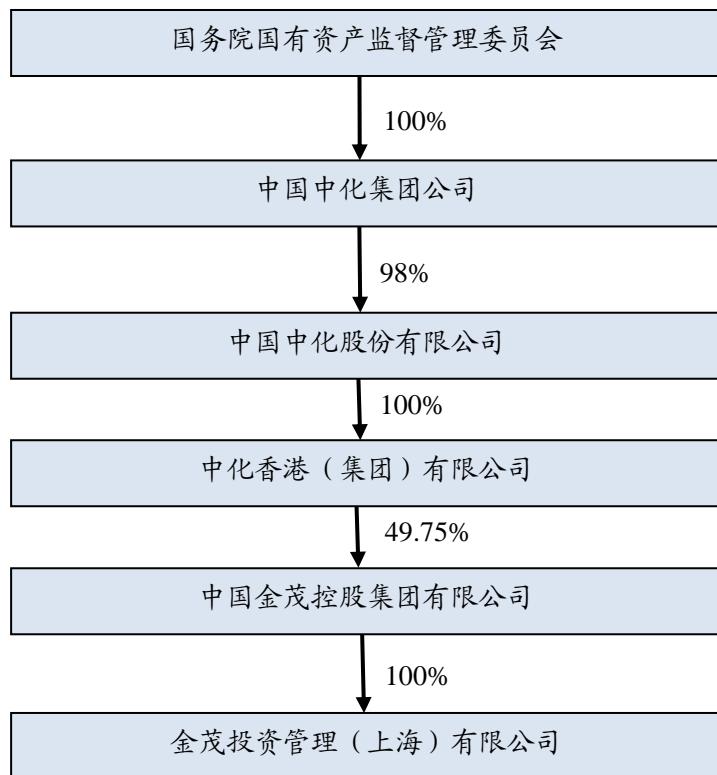
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两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）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期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根据监管要求或约定在本公司网站（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不得晚于在其他交易场所、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。

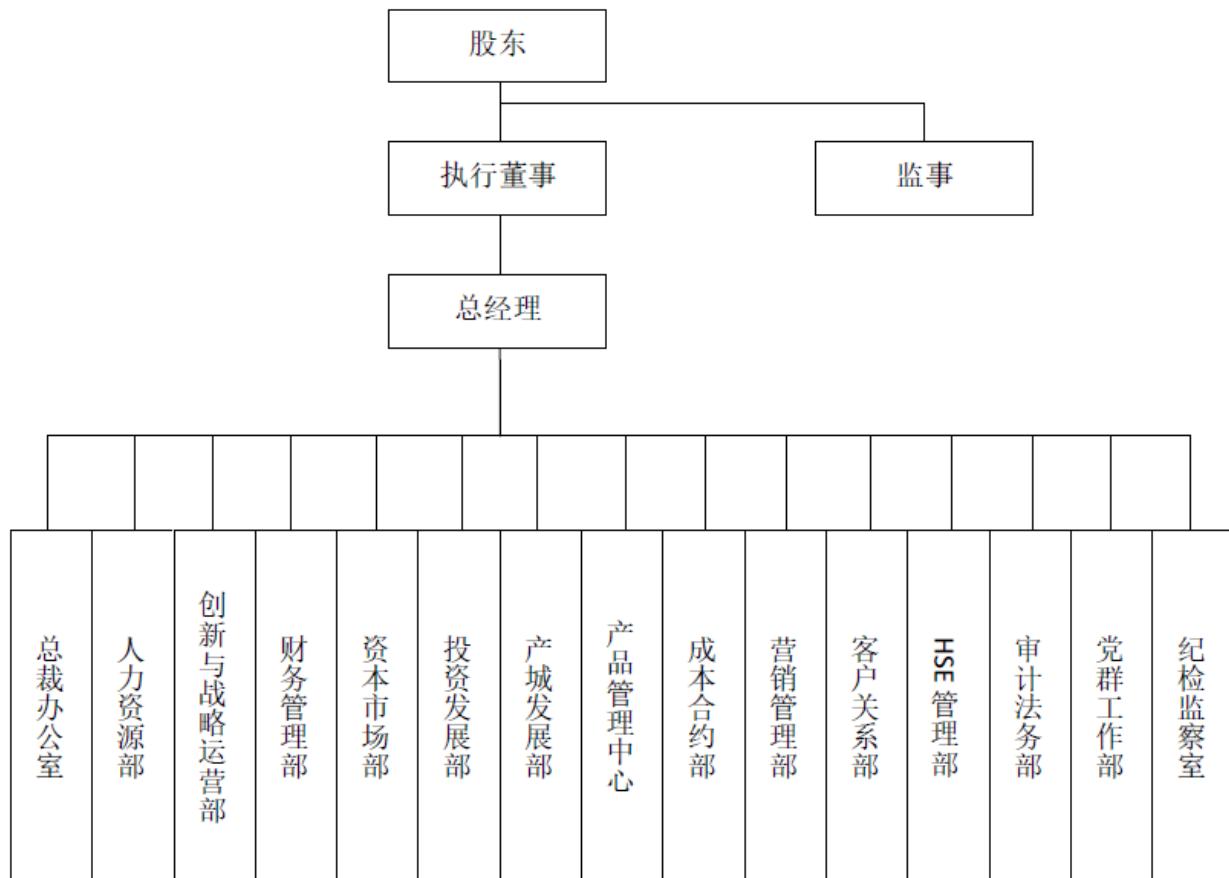
附一：金茂投资管理（上海）有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



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 2018 年 3 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)	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	997,538.73	951,562.99	1,300,899.64	1,706,747.68
应收账款净额	78,655.70	111,695.81	49,983.54	132,599.84
存货净额	4,725,679.85	4,944,984.91	7,520,539.59	7,569,511.97
流动资产	6,971,202.55	8,728,031.27	13,326,874.05	14,574,197.83
长期投资	98,591.80	399,309.41	548,334.72	616,475.23
固定资产合计	1,321,765.86	1,625,010.41	2,230,635.56	2,233,425.04
总资产	8,784,852.60	10,887,426.99	16,215,734.35	17,555,358.37
短期债务	355,482.62	310,575.55	2,599,863.55	3,080,334.13
长期债务	1,184,128.17	1,834,694.14	2,195,291.88	2,494,367.57
总债务 (短期债务+长期债务)	1,539,610.79	2,145,269.69	4,795,155.43	5,574,701.70
总负债	6,820,866.40	8,701,607.20	12,864,920.78	13,984,090.37
所有者权益 (含少数股东权益)	1,963,986.20	2,185,819.78	3,350,813.57	3,571,268.00
营业总收入	1,205,853.48	1,318,208.11	2,847,894.02	832,631.72
三费前利润	355,846.23	343,227.65	800,362.14	311,073.64
投资收益	20,626.29	26,042.45	55,932.10	6,756.95
净利润	245,863.13	218,542.70	467,669.41	170,307.72
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	375,372.50	346,163.78	773,091.50	286,970.21
经营活动产生现金净流量	256,142.47	-701,026.21	-3,309,224.33	-70,117.85
投资活动产生现金净流量	-108,754.64	-131,442.70	-437,470.59	-430,246.45
筹资活动产生现金净流量	72,248.60	896,166.01	4,100,800.18	857,234.27
现金及现金等价物净增加额	221,728.99	63,807.16	353,346.73	356,370.44
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率 (%)	37.28	32.76	33.56	42.30
所有者权益收益率 (%)	12.52	10.00	13.96	19.08*
EBITDA/营业总收入 (%)	31.13	26.26	27.15	34.47
速动比率 (X)	0.42	0.58	0.56	0.63
经营活动净现金/总债务 (X)	0.17	-0.33	-0.69	-0.05*
经营活动净现金/短期债务 (X)	0.72	-2.26	-1.27	-0.09*
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	4.86*
资产负债率 (%)	77.64	79.92	79.34	79.66
总债务/总资本 (%)	43.94	49.53	58.87	60.95
长期资本化比率 (%)	37.61	45.63	39.58	41.12
净负债率 (%)	27.60	54.61	104.28	108.31

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、2018年1~3月带*财务指标经年化处理。

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)

附五：信用等级的符号及定义

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。