



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪171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）有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”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
二零一九年五月十五日

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）跟踪评级报告（2019）

发行主体	金茂投资管理（上海）有限公司		
债券代码	155188.SH		
债券简称	19 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		
发行日期	2019/2/21		
发行规模	人民币 18 亿元		
上次评级时间	2019/1/4		
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	2016	2017	2018
所有者权益合计（亿元）	218.58	388.04	492.53
总资产（亿元）	1,088.74	1,700.98	2,225.68
总债务（亿元）	214.53	466.52	569.31
营业总收入（亿元）	131.82	284.83	323.97
营业毛利率（%）	32.76	34.47	38.93
EBITDA（亿元）	34.62	77.18	108.64
所有者权益收益率（%）	10.00	12.03	12.39
资产负债率（%）	79.92	77.19	77.87
总债务/EBITDA（X）	6.20	6.04	5.24
EBITDA 利息倍数（X）	3.66	3.65	3.16
净负债率（%）	54.61	83.79	75.29

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 2017 年财务数据引自 2018 年审计报告年初数。

基本观点

2018 年，金茂投资管理（上海）有限公司（以下简称“金茂上海”或“公司”）继续保持其在母公司中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）体系内的重要地位，具有雄厚的股东背景。同时，金茂上海房地产销售规模实现显著增长，且具有优质及充足的土地储备。此外，其良好的盈利能力及备用流动性来源对其业务的持续经营提供了重要支撑。不过，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧、金茂上海土地一级开发进展存在一定不确定性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）有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用等级为 AAA。

正 面

- 雄厚的股东背景及重要的战略地位。金茂上海母公司中国金茂控股方中国中化集团有限公司（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，实力雄厚。中国金茂是中化集团房地产业务板块的唯一运营平台，而金茂上海作为中国金茂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。
- 签约销售规模显著增长。受益于“金茂”品牌效应及主要分布于一线及重点二线城市的区域布局，2018 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，年内实现合同销售面积 328.57 万平方米，同比增长 103.73%；签约销售金额 828.73 亿元，同比增长 106.43%。
- 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 2018 年末，公司已竣工未售、在建未售及未开发项目建筑面积合计 1,570.09 万平方米，主要分布在南京、广

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

2019年5月15日

州、重庆、武汉、北京、佛山、苏州、宁波、青岛等城市。同时，年末公司还拥有充足的一级土地项目储备，为其未来发展提供支撑。

- 良好的盈利能力及备用流动性来源。2018年金茂上海继续保持较高的毛利水平，经营性业务利润稳定增长，盈利能力保持良好。同时，公司与金融机构建立了良好的合作关系，并可从股东中国金茂处获得有力的流动性支持，备用流动性充足。

关注

- 房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 土地一级开发进展存在一定不确定性。2018年因部分项目拆迁进度缓慢，金茂上海土地一级开发业务签约销售有所放缓，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，金茂上海该业务未来收入情况或有波动。

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。

募集资金使用情况

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）（债券简称为“19 金茂投”、债券代码为“155188.SH”，以下简称“本期债券”）由金茂投资管理（上海）有限公司（以下简称“金茂上海”或“公司”）于 2019 年 2 月 21 日完成发行，发行规模为人民币 18 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。本期债券最终票面利率为 3.72%。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。截至金茂上海 2018 年公司债券年度报告出具日，募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是為了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁

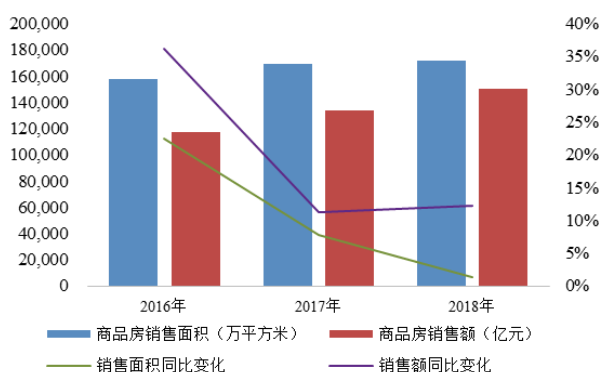
市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3% 和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2% 和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

¹ 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。

图 1：2016~2018 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，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 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，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，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、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

金茂上海是中国金茂最重要的房地产开发主体，同时承担中国金茂房地产项目资金归集职能，在中国金茂体系中发挥重要作用。随着业务规模的扩张，2018 年公司各业务收入保持增长。2018 年公司实现营业收入 323.97 亿元，同比增长 13.74%。

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 81.42 亿元，较上年增加 66.09%，占营业收入比重为 25.13%，占比有所上升；物业销售收入为 227.19 亿元，同比增长 1.39%，占营业收入的比重为 70.13%。

跟踪期内，公司房地产项目签约销售金额主要来自于一线城市及经济较发达的二线城市，当年销售面积及销售金额均显著提升，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“金茂”的品牌效应及公司推盘力度的加大，2018年公司房地产销售规模大幅增长。当年公司合同销售面积同比增长103.73%至328.57万平方米，签约销售金额增长106.43%至828.73亿元，销售均价增长1.33%至25,222.33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来自于全国 27 个城市，主要包括北京、温州、上海、广州、青岛、天津和杭州，签约销售金额占比分别为 20.98%、8.68%、8.62%、8.30%、8.26%、5.66% 和 5.53%，公司签约销售主要来自于一线城市及经济较发达的二线城市。

表 1：2016~2018 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
销售面积	108.86	161.28	328.57
签约金额	239.51	401.46	828.73
销售均价	22,002.56	24,892.32	25,222.33
结算面积	70.91	114.15	100.14
结算金额	101.10	224.09	227.19
结算均价	14,257.51	19,631.18	22,687.23

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

表 2：2018 年金茂上海签约销售区域分布

单位：亿元

区域	签约销售金额	签约销售金额占比
北京	173.85	20.98%
温州	71.89	8.68%
上海	71.45	8.62%
广州	68.77	8.30%
青岛	68.49	8.26%
天津	46.91	5.66%
杭州	45.82	5.53%
宁波	38.00	4.59%
无锡	32.73	3.95%
合肥	27.26	3.29%
长沙	26.67	3.22%
武汉	25.43	3.07%
南京	21.73	2.62%
嘉兴	21.15	2.55%
佛山	17.10	2.06%
其他	71.48	8.63%
合计	828.73	100.00%

注：1、不含土地一级开发项目销售；

2、其他包括郑州、苏州、福州、重庆、南昌、丽江、常州、成都、厦门、徐州、株洲、济南。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，2018 年公司实现房地产项目结算面积 100.14 万平方米，同比下降 12.27%；但受益于结算均价由上年的 19,631.18 元/平方米上升至 22,687.23 元/平方米，2018 年公司结算金额为 227.19 亿元，同比小幅增长。截至 2018 年末，公司预收款项余额为 276.06 亿元，已售待结算资源可为公司短期经营业绩提供一定保障。

项目建设方面，随着近年来项目量的增加，2018 年公司继续加大开工力度，新开工面积达 756.99 万平方米，同比增长 114.67%。同期竣工面积为 179.03 万平方米，同比增长 82.11%。在建项目方面，在开工规模增加的推动下，公司在建项目规模大幅上升，截至 2018 年末，公司在建项目规划建筑面积合计 2,624.09 万平方米，同比增加 126.43%。其中，未售部分规划建筑面积为 1,220.88 万平方米，在建未售资源充足，分布于全国 32 个城市，主要包括南京、重庆、苏州、青岛、武汉、广州、温州、佛山、福州、天津、无锡、宁波、北京等，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。

表 3：截至 2018 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	规划建筑 面积占比	未售建筑 面积	未售建筑 面积占比
南京	378.09	14.41	209.58	17.17
重庆	128.44	4.89	84.47	6.92
苏州	92.88	3.54	74.34	6.09
青岛	143.73	5.48	63.38	5.19
武汉	193.06	7.36	62.40	5.11
广州	192.84	7.35	59.31	4.86
温州	126.79	4.83	57.11	4.68
佛山	105.72	4.03	55.16	4.52
福州	74.22	2.83	51.07	4.18
天津	94.64	3.61	46.22	3.79
无锡	88.01	3.35	43.23	3.54
宁波	83.08	3.17	42.18	3.45
北京	115.78	4.41	38.61	3.16
成都	53.71	2.05	36.51	2.99
长沙	170.24	6.49	35.09	2.87
嘉兴	70.32	2.68	32.23	2.64
济南	33.97	1.29	28.76	2.36
南昌	41.61	1.59	26.50	2.17
合肥	54.99	2.10	26.13	2.14
上海	76.67	2.92	24.19	1.98
杭州	58.54	2.23	21.03	1.72
常州	31.21	1.19	19.12	1.57
东莞	18.05	0.69	18.05	1.48
深圳	19.83	0.76	13.73	1.12
湖州	20.42	0.78	13.28	1.09
株洲	63.23	2.41	12.28	1.01
西安	18.68	0.71	9.55	0.78
厦门	10.29	0.39	6.49	0.53
徐州	8.11	0.31	4.80	0.39
郑州	15.38	0.59	4.59	0.38
丽江	10.26	0.39	1.37	0.11
南通	31.30	1.19	0.12	0.01
合计	2,624.09	100.00	1,220.88	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

2018 年，公司土地开发业务收入延续增长态势，但受部分项目拆迁工作进展缓慢的影响，年内公司一级土地开发项目签约销售金额有所下降；此外，公司年内新增 1 个土地一级开发项目，年末项目储备充足。

2018 年公司土地一级开发业务收入为 81.42 亿元，同比增长 66.09%，延续了上年的增长趋势，为公司提供了重要的收入来源。2018 年，公司土地一级开发业务出让地块主要为长沙梅溪湖国际新城项目一期和南京青龙山国际生态新城项目地块，其中长沙梅溪湖国际新城项目一期编号为岳麓区梅溪湖 B-51、J-16-1、B-36-1 地块土地使用权挂牌出让，南京青龙山国际生态新城项目编号为江宁区上坊 6、31、36 号地块土地使用权挂牌出让。受南京青龙山项目拆迁工作进展缓慢的影响，2018 年公司土地一级开发业务实现销售面积 86.51 万平方米，签约销售金额 68.48 亿元，同比分别下降 20.57% 和 39.45%。中诚信证评关注到，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，或对该业务未来收入产生一定影响。

表 4：截至 2018 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	352.70	152.65	107.10	210.92
长沙梅溪湖国际新城项目一期	934.36	163.23	158.67	131.10
长沙梅溪湖国际新城项目二期	1,268.00	51.98	48.55	1,268.00
长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块	82.90	-	-	82.90
宁波生命科学城	428.00	159.23	1.35	418.64
合计	3,065.96	527.09	315.67	2,111.56

注：长沙梅溪湖国际新城项目二期总投资额仅为土地开发前期预算，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

2018 年，公司新获取 1 个土地一级开发项目宁波生命科学城项目，建筑面积为 428 万平方米，计划总投资 159.23 亿元。截至 2018 年末，公司存续土地一级开发项目规模较大，包括长沙梅溪湖一期、二期，长沙梅溪湖 A 组团、南京青龙山国际生态新城项目和宁波生命科学城项目。截至 2018 年

末，公司尚有未售/未交付土地一级开发面积 2,111.56 万平方米，项目储备较为丰富。从投资情况来看，截至 2018 年末，公司土地一级开发项目中已形成预算的 4 个项目的计划总投资为 527.09 亿元，已投资 315.67 亿元，尚需投资 211.42 亿元。

2018 年公司在关注一线及重点二线城市项目的同时，亦有选择性地获取一线及重点二线城市周边城市优质地块，整体拿地节奏有所放缓，但目前公司仍有充足且区域布局良好的土地储备。

金茂上海拿地策略仍以一线及重点二线城市为主，但随着一线及重点二线城市土地供应总量减少且限制趋于严苛，2018 年金茂上海有选择性地增加一线及重点二线城市周边城市优质地块的获取力度，整体拿地节奏有所放缓，新增土地储备规划建筑面积合计 943.64 万平方米，权益规划建筑面积合计 431.34 万平方米，较 2017 年有所降低。

表 5：2016~2018 年公司新增土地储备情况

单位：万平方米、亿元

项目	2016	2017	2018
新增项目（个）	9	32	51
新增土地储备建筑面积	243.05	1,220.46	943.64
新增土地储备权益建筑面积	121.11	787.51	431.34
新增土地地价总额	421.48	907.21	808.73

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

从新增项目区域布局来看，公司 2018 年新获取项目主要位于武汉、株洲、宁波、常州、嘉兴、南京、北京、西安、台州、上海等地，上述城市权益建筑面积占比分别为 15.42%、11.55%、5.41%、5.37%、5.12%、4.93%、4.69%、4.10%、3.58% 和 3.36%。

表 6：2018 年末金茂上海未售项目区域分布

单位：万平方米

区域	未售建筑面积	占比
南京	219.02	13.95%
广州	87.59	5.58%
重庆	87.14	5.55%
武汉	77.91	4.96%
北京	77.24	4.92%
佛山	75.11	4.78%
苏州	74.34	4.73%
宁波	71.83	4.57%
青岛	64.12	4.08%
温州	57.11	3.64%
无锡	54.46	3.47%
福州	51.07	3.25%
长沙	50.04	3.19%
上海	49.35	3.14%
台州	46.74	2.98%
天津	46.22	2.94%
杭州	38.80	2.47%
合肥	37.94	2.42%
成都	36.51	2.33%
嘉兴	32.23	2.05%
其他	235.31	14.99%
合计	1,570.09	100.00%

注：1、包括已竣工未售、在建未售及未开发项目，且不含土地一级开发项目；

2、其他包括济南、南昌、东莞、西安、贵阳、常州、绍兴、开封、深圳、湖州、株洲、昆明、厦门、徐州、郑州、丽江、南通。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从储备的未售资源来看，截至2018年末，金茂上海已竣工未售、在建未售及未开发项目建筑面积合计1,570.09万平方米，主要分布在南京、广州、重庆、武汉、北京、佛山、苏州、宁波、青岛等城市，上述城市未售面积占比分别为13.95%、5.58%、5.55%、4.96%、4.92%、4.78%、4.73%、4.57%和4.08%。公司可售资源主要位于经济较为发达的一线及二线城市，且分布较为均衡，有利于对抗区域市场集中风险，区域布局优势明显。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年度审计报告，其中 2017 年

财务数据引自 2018 年年初重述数。

资本结构

2018年，随着业务规模进一步扩大，金茂上海资产和负债规模均继续增长。截至2018年末，公司总资产为2,225.68亿元，同比增长30.85%；负债总额为1,733.14亿元，同比增长32.00%。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，公司自有资本实力进一步增强，2018年末所有者权益合计492.53亿元，同比增长26.93%。财务杠杆水平方面，2018年末公司资产负债率为77.87%，同比增长0.68个百分点；但公司总资本化比率和净负债率均有所下降，分别为53.62%和75.29%，同比分别下降0.98个百分点和8.50个百分点，财务杠杆水平适中。

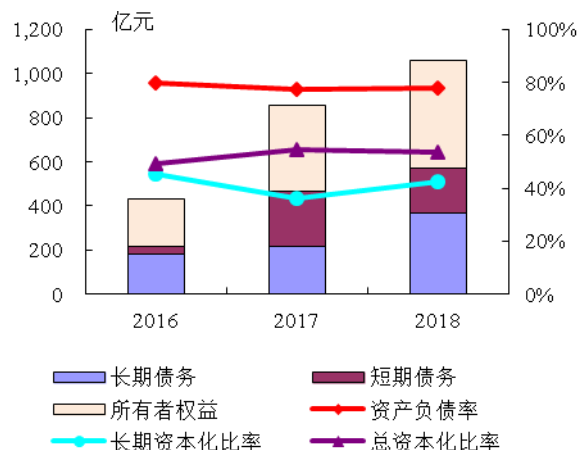
资产构成方面，截至2018年末，公司资产中余额占比较大的科目为货币资金、其他应收款、存货、其他流动资产、长期股权投资和投资性房地产，占总资产的比重分别为8.92%、22.99%、46.68%、3.01%、4.84%和8.27%。其中其他应收款主要为关联方往来款，年末余额为511.68亿元，同比增长91.81%，近年来快速增长，其中经营性往来款为145.56亿元，非经营性往来款为366.12亿元，需关注其资金回收情况；其他流动资产余额为67.01亿元，其中对关联公司的委托贷款为45.50亿元；长期股权投资余额为107.80亿元，同比增长103.27%，主要系合营、联营项目增加所致；投资性房地产主要为公司以公允价值计量的自持经营物业，年末余额为184.14亿元，同比减少3.58%。

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。2018年末，公司预收款项余额为276.06亿元，同比增长23.71%，主要因跟踪期内签约销售规模大幅增长；其他应付款余额为718.73亿元，同比增长52.40%，其中应付少数股东款项、关联方往来款项和外部单位往来款分别为101.18亿元、522.08亿元和83.19亿元。有息债务方面，截至2018年末，公司总债务规模为569.31亿元，同比增长22.03%，主要系长期债务增长；年末长短期债务比为0.55倍，债务期限结构有所优化。

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2018年末上述科目余额分别为349.90亿元、90.58亿元和46.15亿元，占所有者权益总额的比重分别为71.04%、18.39%和9.37%，公司所有者权益中少数股东权益占比偏大。

图 2：2016~2018 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，跟踪期内公司资产规模保持较快增长，同时财务杠杆水平有所下降，债务期限结构有所优化。但同时公司所有者权益中少数股东权益占比偏大，资产中的应收关联方款项及委托贷款金额较大，需关注关联方款项及委托贷款资金回收情况。

流动性

公司流动资产规模持续增长，2018 年末流动资产合计为 1,861.05 亿元，较上年末增长 32.73%，占总资产的比重为 83.62%。从流动资产的构成来看，2018 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 55.83%、27.49%和 10.67%。

表 7：2016~2018 年末公司存货结构分析

单位：亿元

项目	2016	2017	2018
存货	494.50	766.67	1,039.02
开发成本	397.72	679.37	972.83
开发成本/存货	80.43%	88.61%	93.63%
开发产品	96.12	86.62	65.63
开发产品/存货	19.44%	11.30%	6.32%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2018 年公司项目数量进一步增加，

使得存货规模持续增长，年末存货余额为 1,039.02 亿元，同比增长 35.52%。从存货的构成来看，随着公司存货的去化，2018 年末开发产品账面价值为 65.63 亿元，占期末存货总额比例为 6.32%，同比降低 4.98 个百分点，且开发产品主要为位于一线及重点二线城市的房地产项目，去化压力较小。同期末，公司存货开发成本 972.83 亿元，占年末存货账面价值的比重为 93.63%，同比上升 5.02 个百分点。

表 8：2016~2018 年公司周转率相关指标

单位：次/年

项目	2016	2017	2018
存货周转率	0.18	0.30	0.22
总资产周转率	0.13	0.20	0.17

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

周转率指标方面，2018 年，公司存货周转率为 0.22 次，同比下降 0.08 次；总资产周转率为 0.17 次，同比下降 0.03 次。由于土地一级开发项目推进及结算周期较长，公司资产周转效率一般。

现金流方面，2018 年公司项目销售回款增加，销售商品、提供劳务收到的现金为 362.16 亿元，同比增长 14.42%。但公司拿地及项目建设现金流出依然较大，公司经营活动净现金流为-187.46 亿元。此外，2018 年公司投资活动产生的现金流量净额为-170.09 亿元，非筹资性活动产生的现金流呈净流出状态，无法对短期债务形成有效覆盖。货币资金方面，2018 年末公司货币资金余额为 198.49 亿元，同比增长 40.38%，其中受限货币资金（预售监管资金）为 29.95 亿元，占货币资金总额的 15.09%。年末货币资金/短期债务为 0.98 倍，由于货币资金的增加及短期债务规模的下降，其货币资金对短期债务的覆盖程度有所提高，但仍无法形成完全覆盖。

表 9：2016~2018 年公司部分流动性指标

单位：亿元

项目	2016	2017	2018
货币资金	95.16	141.40	198.49
经营活动现金流净额	-70.10	-306.45	-187.46
经营净现金流净额/短期债务（X）	-2.26	-1.24	-0.92
货币资金/短期债务（X）	3.06	0.57	0.98

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

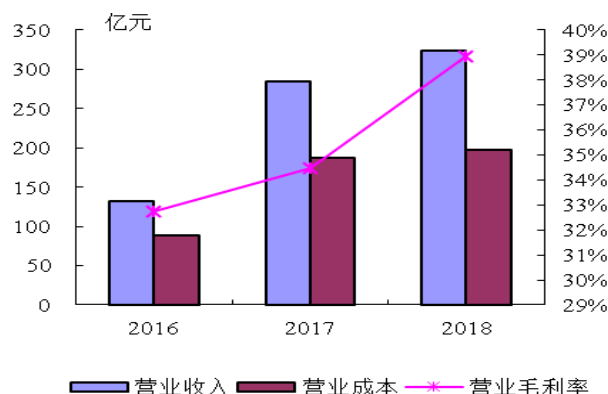
总体来看，因土地一级开发项目推进及结算周

期较长，公司资产周转效率一般，且目前公司项目开发规模及项目获取力度较大，公司非筹资性现金流继续呈净流出状态，同时货币资金对于短期债务的覆盖程度仍待提高。但公司销售业绩持续增长，存货质量较高，整体仍具备较好的流动性。

盈利能力

从收入规模来看，2018 年公司实现营业收入 323.97 亿元，同比增长 13.74%，仍维持增长趋势，但增速有所放缓。公司营业收入增长主要来自于土地一级开发业务收入的增长，2018 年公司实现土地一级开发收入 81.42 亿元，同比增长 66.09%；而同期物业销售收入为 227.19 亿元，同比增长 1.39%。截至 2018 年末，公司预收款项金额为 276.06 亿元，为同期物业销售收入的 121.51%，为其短期内结转收入提供了一定的储备。从毛利空间来看，由于土地一级开发业务毛利率较高，且公司销售物业类型偏高端，因此公司综合毛利率较高，2018 年公司毛利率为 38.93%，较上年同期上升 4.46 个百分点。

图 3：2016~2018 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，受公司经营规模及债务规模继续扩大的影响，2018 年公司期间费用全面上涨，三费合计为 37.71 亿元，较上年增长 73.43%；其中销售费用同比增长 33.75%，管理费用同比增长 47.33%，财务费用同比增长 135.54%。受此影响，2018 年公司期间费用占营业收入比重为 11.64%，较上年上升 4.01 个百分点，公司对期间费用的把控能力有所下降。

表 10：2016~2018 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

项目名称	2016	2017	2018
销售费用	5.23	6.62	8.85
管理费用	5.57	7.67	11.30
财务费用	2.14	7.45	17.55
三费合计	12.95	21.74	37.71
营业总收入	131.82	284.83	323.97
三费收入占比	9.82	7.63	11.64

注：管理费用包含研发费用。

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

2018 年公司利润总额为 84.04 亿元，同比增长 29.28%，主要由经营性业务利润和投资收益构成。其中，2018 年公司实现经营性业务利润 72.55 亿元，同比增长 27.40%。同期公司投资收益为 9.69 亿元，同比增长 29.21%，主要为公司作为中国金茂境内资金归集平台向关联公司发放委托贷款产生的投资收益，对利润总额形成补充且具有较好的可持续性。同期，公司净利润为 61.01 亿元，同比增长 30.73%；所有者权益收益率为 12.39%，较 2017 年上升 0.36 个百分点，公司盈利能力稳中有升。

总体来看，跟踪期内公司营业收入保持增长，初始盈利空间进一步上升，虽然期间费用上升明显，但公司仍保持较强的经营性业务盈利能力，同时委托贷款产生的投资收益对利润形成较好补充，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，公司不断扩大的项目开发规模所需资金规模较大，对外融资需求增加，因此公司有息债务持续上升，截至 2018 年末，公司总债务规模增至 569.31 亿元，同比增长 22.03%。

从主要偿债能力指标来看，受益于利润总额的快速增长，2018 年公司 EBITDA 为 108.64 亿元，同比大幅增长 40.75%；2018 年公司总债务/EBITDA 有所下降，为 5.24 倍，EBITDA 对债务的保障能力有所增强；EBITDA 利息倍数虽然由上年的 3.65 倍降至 3.16 倍，但 EBITDA 对债务利息的保障能力仍较强。总体来看，公司经营所得对债务本息提供较好保障。

表 11：2016~2018 年公司部分偿债指标

项目	2016	2017	2018
总债务（亿元）	214.53	466.52	569.31
EBITDA（亿元）	34.62	77.18	108.64
经营活动净现金流（亿元）	-70.10	-306.45	-187.46
经营净现金流/总债务（X）	-0.33	-0.66	-0.33
总债务/EBITDA（X）	6.20	6.04	5.24
EBITDA 利息倍数（X）	3.66	3.65	3.16
资产负债率（%）	79.92	77.19	77.87
总资本化比率（%）	49.53	54.59	53.62
净负债率（%）	54.61	83.79	75.29

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 2018 年末，公司对外担保余额 181.96 亿元，占公司净资产的比重为 36.94%，全部为客户按揭贷款提供担保，或有负债风险相对可控。

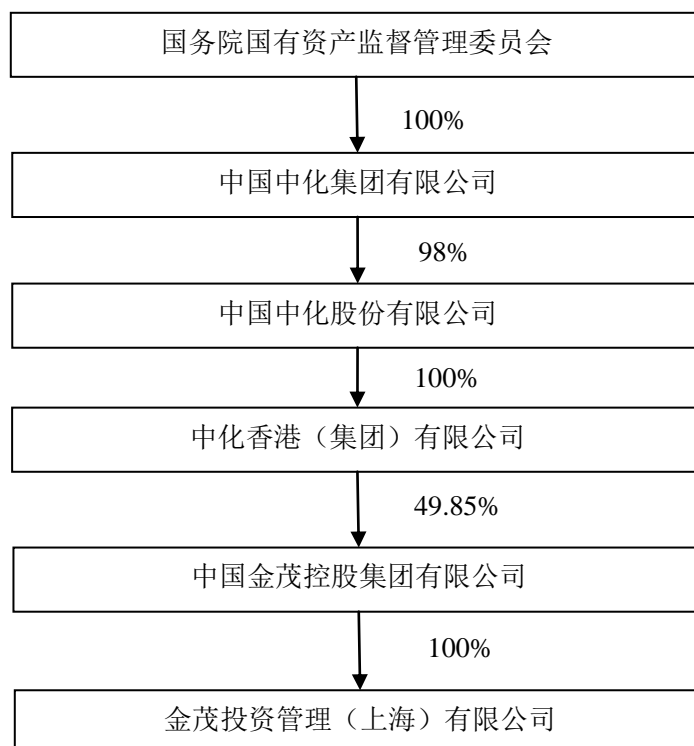
融资渠道方面，公司与国开行、农行、渤海银行、兴业银行等多家银行机构建立了良好的合作关系。截至 2018 年末公司合并口径获得银行给予的授信总额为 566.89 亿元，其中未使用授信额度为 265.16 亿元。同时，母公司中国金茂为港股上市公司，融资渠道多元，公司作为中国金茂最重要的运营主体及项目资金归集方，具备较好的备用流动性支持。

整体来看，2018 年公司有效地降低其财务杠杆水平，并优化了债务期限结构，资本结构较为稳健。同时，公司保持了较强的盈利能力，经营业绩稳步增长，经营所得对债务本息的保障程度较高，同时考虑到较为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，公司具备极强的偿债能力。

结 论

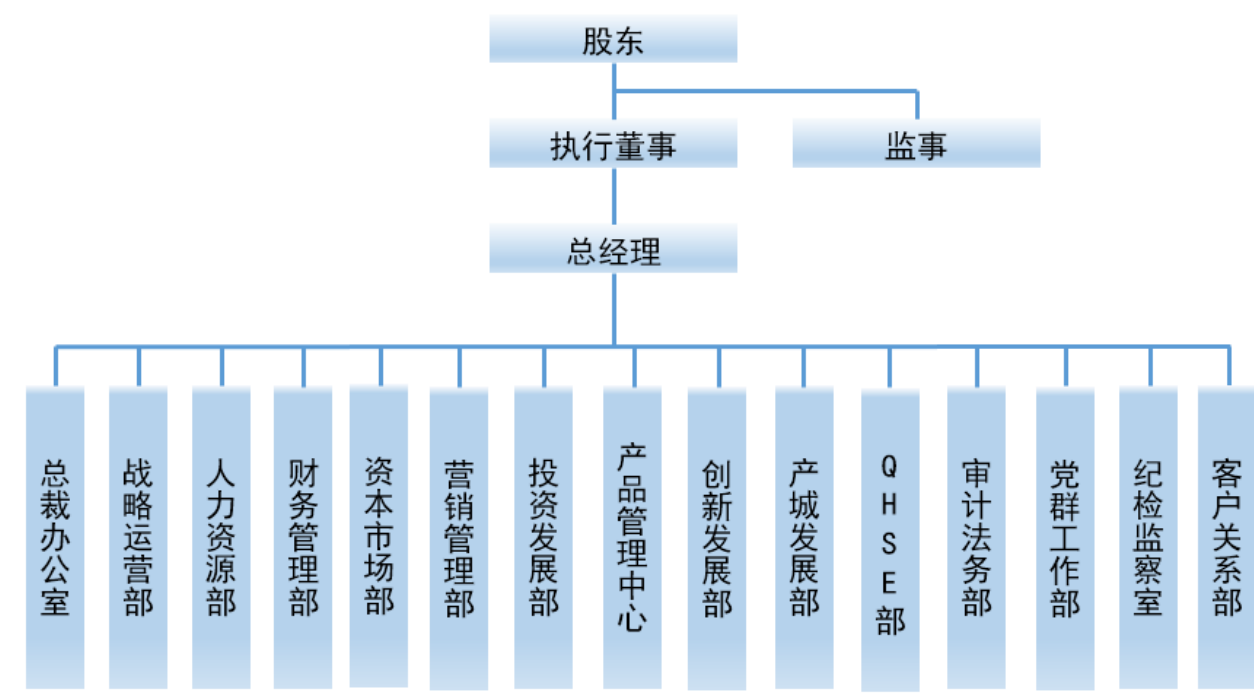
综上所述，中诚信证评维持金茂上海主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“金茂投资管理（上海）有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用等级为**AAA**。

附一：金茂投资管理（上海）有限公司股权结构图（截至 2018 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 2018 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）	2016	2017	2018
货币资金	951,562.99	1,413,977.35	1,984,904.56
应收账款净额	111,695.81	70,840.41	65,280.19
存货净额	4,944,984.91	7,666,721.90	10,390,231.22
流动资产	8,728,031.27	14,021,075.86	18,610,458.74
长期投资	399,309.41	548,334.72	1,096,032.97
固定资产合计	1,625,010.41	2,273,838.51	2,213,830.30
总资产	10,887,426.99	17,009,802.31	22,256,764.38
短期债务	310,575.55	2,469,863.55	2,031,526.03
长期债务	1,834,694.14	2,195,291.88	3,661,570.33
总债务（短期债务+长期债务）	2,145,269.69	4,665,155.43	5,693,096.35
总负债	8,701,607.20	13,129,432.06	17,331,430.39
所有者权益（含少数股东权益）	2,185,819.78	3,880,370.25	4,925,333.98
营业总收入	1,318,208.11	2,848,293.18	3,239,666.97
三费前利润	343,227.65	786,857.79	1,102,559.64
投资收益	26,042.45	74,978.75	96,882.66
净利润	218,542.70	466,658.18	610,059.36
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	346,163.78	771,823.76	1,086,353.73
经营活动产生现金净流量	-701,026.21	-3,064,487.90	-1,874,562.03
投资活动产生现金净流量	-131,442.70	573,056.80	-1,700,913.31
筹资活动产生现金净流量	896,166.01	3,519,744.86	4,005,969.18
现金及现金等价物净增加额	63,807.16	1,027,555.22	430,921.54
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	32.76	34.47	38.93
所有者权益收益率（%）	10.00	12.03	12.39
EBITDA/营业总收入（%）	26.26	27.10	33.53
速动比率（X）	0.58	0.60	0.62
经营活动净现金/总债务（X）	-0.33	-0.66	-0.33
经营活动净现金/短期债务（X）	-2.26	-1.24	-0.92
经营活动净现金/利息支出（X）	-7.41	-14.49	-5.45
EBITDA 利息倍数（X）	3.66	3.65	3.16
总债务/EBITDA（X）	6.20	6.04	5.24
资产负债率（%）	79.92	77.19	77.87
总资本化比率（%）	49.53	54.59	53.62
长期资本化比率（%）	45.63	36.13	42.64
净负债率（%）	54.61	83.79	75.29

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、2017 年财务数据引自 2018 年审计报告年初数。

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

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。