



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]G303-X2号

## 上海金茂投资管理集团有限公司：

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“上海金茂投资管理集团有限公司2019年公开发行公司债券（第二期）”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。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年七月三十一日

## 上海金茂投资管理集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）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	上海金茂投资管理集团有限公司 <sup>1</sup>
发行规模	本期债券发行规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元）。
债券期限	本期债券为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人赎回选择权、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

上海金茂	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、上海金茂 2017 年财务数据引自 2018 年审计报告年初数。

### 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“上海金茂投资管理集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）”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上海金茂投资管理集团有限公司（以下简称“上海金茂”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定，该级别反映上海金茂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。中诚信证评肯定了上海金茂控股方股东背景实力雄厚、上海金茂具有重要的定位、其签约销售金额保持快速增长及项目储备丰富且布局良好对其信用质量的支持。同时，我们也关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧及上海金茂土地一级开发所具有的不确定性可能对本期债券信用质量产生的影响。

### 正 面

- 上海金茂控股方股东背景实力雄厚。上海金茂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，2018 年位列《财富》全球 500 强第 98 位，综合实力雄厚。中国金茂是中化集团房地产业务板块的唯一运营平台，能够得到中化集团多方面的支持。
- 上海金茂具有重要的定位。自 2016 年 6 月重大资产重组完成以来，上海金茂成为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，为中国金茂下属企业的项目开发运营提供资金融通，具有重要的战略定位。
- 上海金茂签约销售金额保持快速增长。在品牌效应及良好区域布局的带动下，近年来上海金

<sup>1</sup> 2019 年 5 月 14 日，公司名称由“金茂投资管理（上海）有限公司”变更为“上海金茂投资管理集团有限公司”。

## 分析师

周莉莉 [llzhou@ccxr.com.cn](mailto:llzhou@ccxr.com.cn)石烁 [sshi@ccxr.com.cn](mailto:sshi@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019年7月31日

茂签约销售金额实现了较快增长。2016~2018年,上海金茂签约销售金额分别为239.51亿元、401.46亿元和828.73亿元,年均复合增长率达86.01%。

- 上海金茂项目储备丰富且布局良好。截至2018年末,上海金茂已竣工在售、在建未售及未开发项目建筑面积合计达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、青岛等经济发达城市,储备丰富且区域布局优势明显,可为其未来物业销售提供有力保障。

## 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。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,或对上海金茂的经营管理能力提出更高要求。

## 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](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

上海金茂投资管理集团有限公司（以下简称“上海金茂”或“公司”）原名方兴地产投资管理（上海）有限公司、金茂投资管理（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<sup>2</sup>（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12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49.85%<sup>3</sup>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。上海金茂母公司为中国金茂，最终控制方是中化集团，实际控制人为国务院国资委。

上海金茂定位为中国金茂在境内的主要运营主体<sup>4</sup>，中国金茂房地产开发业务主要由上海金茂执

行，同时上海金茂是中国金茂的房地产项目资金归集平台，为中国金茂下属企业的项目开发运营提供资金融通。

截至2018年12月31日，公司资产总额2,225.68亿元，所有者权益（包含少数股东权益）492.53亿元，资产负债率为77.87%；2018年公司实现营业收入323.97亿元，净利润61.01亿元，经营活动净现金流为-187.46亿元。

### 本期债券概况

表 1：本期债券概况

债券概况	
债券名称	上海金茂投资管理集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）
发行规模	本期债券发行规模为不超过 20 亿元（含 20 亿元）。
债券期限	本期债券为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末发行人赎回选择权、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“16 金茂 Y1”本金兑付。由于本期债券发行日晚于本期债券申报时募集资金拟偿还的公司债券兑付日，故本期债券募集资金将用于置换公司债券兑付所使用的合计不超过 20 亿元的自筹资金。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 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

<sup>2</sup> 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。

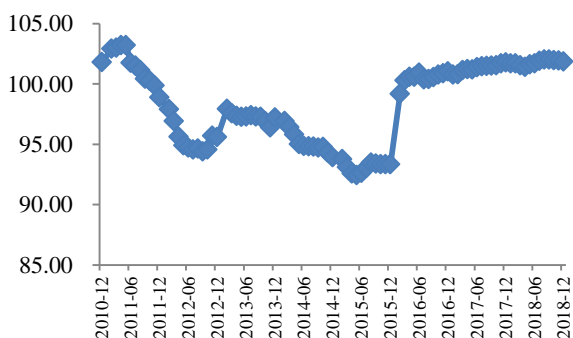
<sup>3</sup> 2019 年 7 月 26 日，中国金茂、中化香港（以下简称“卖方”）及中国平安保险（集团）股份有限公司正式委托的投资管理人（以下简称“投资管理人”）订立协议，投资管理人拟购买 17.87 亿股中国金茂股份，且以同等价格认购附条件发行的 1.54 亿股中国金茂股份。同日，中国金茂、卖方及新华人寿保险股份有限公司（HK1336，以下简称“新华保险”）订立协议，新华保险同意购买 1,555.99 万股配售股份，并以同等价格认购附条件发行的 1,555.99 万股中国金茂股份。若本次配售及认购事项顺利完成，中化香港持有中国金茂的股权比例将降至 35.10%；平安集团委托的投资管理人将持有中国金茂 15.20% 股份，成为第二大股东；新华保险持股比例维持 9.18%，但不再是中国金茂主要股东。此外，该事项完成后，平安集团将提名一名非执行董事候选人以及一位独立非执行董事候选人进入中国金茂董事会。根据中国金茂发布的公告，目前该配售及认购事项尚需等待若干条件达成后方可作实，且该事项未必会进行。

<sup>4</sup> 2016 年，由于内部整合需求，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”）的股权注入上海金茂。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 股权权益纳入上海金茂合并报表范围。

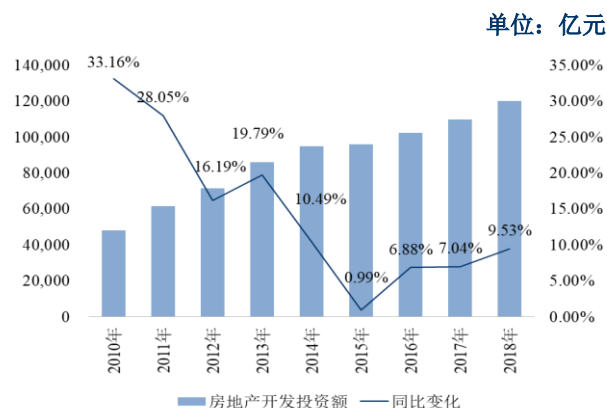
信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017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。进入2018年，各线城市调控政策持续高压，1~4月国房景气度持续回落，但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9月期间国房景气度有所回升，9月份上涨至102.01点。9~12月，国房景气指数小幅回落，12月为101.85点，比9月份下降0.16点。

图1：2011~2018年国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图2：2010~2018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，受益于宽松的行业政策，2016年房地产行业全面回暖，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6.88%，增速较上年上涨5.89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7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018年全国房地产开发投资较上年同期增长9.53%至120,264亿元，增速较上年同期上升2.49个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018年房地产开发企业到位资金分别为144,214亿元、156,053亿元和165,963亿元，年均复合增长率7.3%；同期增速分别为15.2%、8.2%和6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为49,133亿元、50,872亿元和55,831亿元，占比分别为34.1%、32.6%和33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018年房企资金来源中定金及预收款规模为41,952亿元、48,694亿元和55,418亿元，占比从2016年的29.1%上升至2018年的33.4%；同期国内贷款分别为21,512亿元、25,242亿元和24,005亿元，个人按揭贷款分别为24,403亿元、23,906亿元和23,706亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降4.9%和

0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。

表 2：2016~2018 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%			
指标	2016	2017	2018
资金来源合计	144,214	156,053	165,963
同比增长	15.2	8.2	6.4
其中：			
自筹资金	49,133	50,872	55,831
占比	34.1	32.6	33.6
同比增长	0.2	3.5	9.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005
占比	14.9	16.2	14.5
同比增长	6.4	17.3	-4.9
利用外资	140	168	108
占比	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418
占比	29.1	31.2	33.4
同比增长	29.0	16.1	13.8
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706
占比	16.9	15.3	14.3
同比增长	46.5	-2.0	-0.8

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稳步增长态势。具体来看，2016 年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，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，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，增速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%，同期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 3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018 年商品房新开工面积完成 209,342 万平方米，同比增长 17.2%，增速比 2017 年提高 10.2 个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018 年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长 307.6%至 37,688 万

平方米。

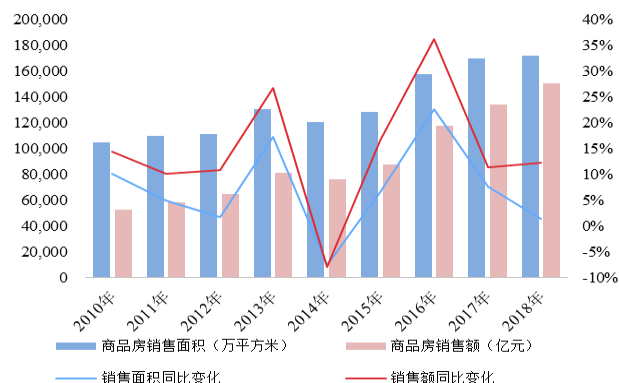
图 3：2010~2018 年商品房新开工与销售面积差额



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，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 22.5%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 7.7%和 13.7%。2018 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 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 1.47 个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018 年住宅销售面积同比增长 2.2%，销售额同比增长 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%。

图 4：2010~2018 年商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

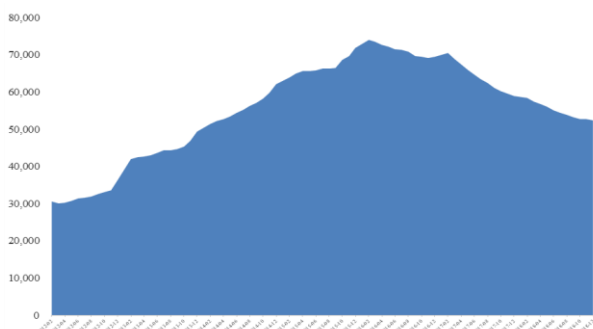
从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018 年，东部地区商品房销售额



79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。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，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<sup>5</sup>。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，近年来全国住宅房价增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 5：2012~2018 年全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房屋库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房屋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 69,539 万平方米，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，商品房屋库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积

58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月；但考虑到 2018 年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

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，2016~2018 年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,025 万平方米、25,508 万平方米和 29,142 万平方米，同比增速分别为-3.45%、15.81%和 14.25%；同期土地成交价款分别为 9,129 亿元、13,643 亿元和 16,102 亿元，增速分别为 19.77%、49.45%和 18.02%，2018 年增速较上年大幅下降 31.43 个百分点。土地购置成本增速亦有回调，2016~2018 年房地产企业土地购置成本分别为 4,144.84 元/平方米、5,348.52 元/平方米和 5,525.36 元/平方米，同比分别增长 24.05%、29.04%和 3.31%，2018 年增速较上年大幅下降 25.73 个百分点，表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下，房企拿地回归理性。

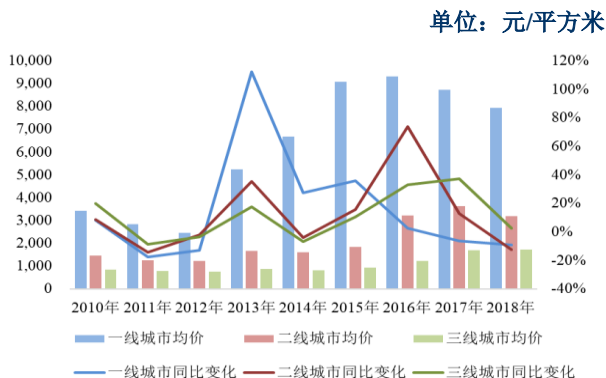
从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交均价则持续增长至 2016 年到达顶点，2017 年以来一线城市土地成交均价持续回落，2018 年一线城市土地成交均价及溢价率分别为 7,925.80 元/平方米和 5.38%。二线城市土地成交均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交均价大幅增长 73.67%至 3,221.65 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.57 个百分点至 56.08%，2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年二线城市土地成交均价为 3,189.58 元/平方米，同比下降 12.24%，溢价率回落至 13.60%。三线城市成交土地均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地均价涨幅分别达 33.05%和 37.44%，平均溢价率分别为 30.58%和 30.90%，而

<sup>5</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、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。



2018 年以来亦出现回落，三线城市土地成交均价为 1,728.86 元/平方米，涨幅下滑至 2.81%，平均溢价率则下降至 15.35%，房企拿地更趋审慎。

图 6：2010~2018 年各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 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，受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显，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滑。

## 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。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。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、河北省保定市涿水县、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。

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，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。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，且亦是为了落实分类调控、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、深圳等12个城市作为住房租赁首批试点。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、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年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，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年4月，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》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年5月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年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。

总体来看，2018年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 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
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等11个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	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。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

## 行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之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。

从内部流动性来源来看，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。2016~2018年，全国商品房销售金额为117,627.05亿元、133,701.31亿元和149,973.00亿元，同比增速为34.77%、13.67%和12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为99,064.17亿元、110,239.51亿元和126,393.00亿元，同比增速为36.13%、11.28%和14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016年房地产开发资金来源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%，增速同比下降25.51个百分点；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8.99%，增速同比下降0.43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，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，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源于银行贷款资金呈下降趋势。2016年和2017年房地产开发资金来源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%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为3,354亿元和4,756亿元，同比分别增长19.84%和

41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为19,025.96亿元，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4.67%，增速大幅下滑。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。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。

**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。**

房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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，房企规模分化格局持续加大。2018年TOP100房企销售金额占全国销售额比重较上年上升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%；TOP20房企销售额占比达到37.50%，较上年提升5.00个百分点；TOP10房企销售金额门槛超过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。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。



表 4：2016~2018 年国内房企销售额集中度

	2016	2017	2018
TOP3	8.88%	12.00%	12.60%
TOP10	18.35%	24.10%	26.90%
TOP20	24.73%	32.50%	37.50%
TOP50	34.59%	45.90%	55.10%
TOP100	43.92%	55.50%	66.70%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信证评整理

## 竞争优势

### 上海金茂具有雄厚的股东背景，可得到股东持续有力的支持

上海金茂实际控股方中化集团成立于 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 28 次进入《财富》全球 500 强，2018 年位列第 98 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，房地产业务是其五大战略板块中的重要组成部分。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；为支持中国金茂部分城市运营项目的发展，中化集团将部分产业总部迁至城市运营项目内，增加当地政府认可度及吸引该产业其他企业入驻。而上海金茂作为中国金茂的最主要运营主体，可在较高程度上发挥协同效应。

### 很强的品牌知名度且区域布局优势明显

上海金茂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、装饰装修、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。

上海金茂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。同时，上海金茂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 2018 年末，上海金茂已竣工未售、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。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最主要投资平台，上海金茂经营策略及战略规划与中国金茂基本一致。上海金茂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。2016~2018 年，公司分别实现营业收入 131.82 亿元、284.83 亿元和 323.97 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，2016~2018 年物业销售收入占比分别为 76.70%、78.67% 和 70.13%；同期，土地一级开发收入占比分别为 16.21%、17.21% 和 25.13%。

### 物业开发及销售

目前上海金茂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，股东中国金茂的项目注入及后续公司自身项目拓展推动公司签约销售规模较快增长，2016~2018 年公司分别实现签约销售面积 108.86 万平方米、161.28 万平方米和 330.40 万平方米，销售金额 239.51 亿元、401.46 亿元和 828.73 亿元，年均复合增长率达 86.01%。从销售区域分布情况来看，2018 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 2.20 万元/平方米、2.49 万元/平方米和 2.52 万元/平方米，保持稳步增长。

表 5：2016~2018 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：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

表 6：2018 年上海金茂签约销售区域分布

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

得益于并表范围内的结算资源充分，公司近三年结算面积有所上升。2016~2018 年，公司结算面积分别为 70.91 万平方米、114.15 万平方米和 100.14 万平方米；同期，结算金额分别为 101.10 亿元、224.09 亿元和 227.19 亿元，受益于结算项目均价提升，结算金额逐年上升。截至 2018 年末，公司预收款项余额为 276.06 亿元，已售待结算资源较为丰富。

从物业开发情况来看，随着新获取项目的增加，近年来公司开工规模大幅上升。2016~2018 年公司新开工面积分别为 101.39 万平方米、352.63 万平方米和 756.99 万平方米，竣工面积分别为 183.74 万平方米、98.31 万平方米和 179.03 万平方米。

表 7：2016~2018 年公司物业开发情况

单位：万平方米

项目	2016	2017	2018
新开工面积	101.39	352.63	756.99
竣工面积	183.74	98.31	179.03

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

在开工规模逐渐增加的推动下，公司在建项目规模逐渐上升，截至 2018 年末规划建筑面积合计 2,624.09 万平方米。其中，未售部分规划建筑面积为 1,220.88 万平方米，在建未售规模充足，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，且占比较为均衡，区域布局较好。

表 8：截至 2018 年末上海金茂在建项目区域分布

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

## 土地一级开发

公司自 2011 年起从事土地一级开发业务，截至 2018 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、长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块项目和宁波生命科学城项目。业务模式方面，公司

与当地政府或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，公司与当地政府或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，2016~2018 年公司分别实现土地开发收入 21.37 亿元、49.02 亿元和 81.42 亿元。

表 9：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

具体来看，上海金茂于 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 934 万平方米。截至 2018 年末，该项目开发出让情况顺利，剩余未售/未交付土地规划建筑面积 131.10 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 82.90 万平方米。截至 2018 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，上海金茂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 2018 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 352.70 万平方米。近年来该地块开发及出让进展较为顺利，截至 2018 年末，该项目已累计出让建筑面积 141.78 万平方米，尚有未售/未交付土地规划建筑面积 210.92 万平方米。

2018 年 9 月 30 日，公司与奉化区政府签署合作协议，共同开发宁波生命科学城项目。该项目所在的奉化区方桥位于宁南贸易物流区板块，与宁波中心区紧密便捷连接。该项目整体开发范围约 3.65 平方公里，计划总投资达 159.23 亿元，分为智慧产业创新区、艺术文化展示区、高端医养聚集区和教育居住综合区四个板块，计划通过公司对于该地块的建设和招商，带动片区人口产业升级。截至 2018 年末，该项目土地尚未开始出让。

销售方面，2016~2018 年公司负责开发的土地分别实现销售面积 95.82 万平方米、108.92 万平方米和 86.51 万平方米，签约销售金额分别为 110.52 亿元、113.09 亿元和 68.48 亿元。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。2018 年，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，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，受南京青龙山项目拆迁工作进展缓慢的影响，同比有所下降。

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四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。

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，同时不断发掘一线及重点二线城市周边较有发展潜力的城市，根据市场情况增加周边城市的土地储备。受土地市场竞争激烈影响，公司多采取合作开发模式联合拿地，一方面降低资金在单个项目的占用，另一方面有助于减小因竞争产生的大幅溢价。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上海金茂合并范围内，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。2018 年，公司拿地节奏有所放缓，分别在武汉、株洲、宁波、常州、嘉兴、南京、北京、西安、台州、上海等地新增 51 个项目，新增项目规划建筑面积合计 943.64 万平方米，权益规划建筑面积合计 431.34 万平方米，整体权益占比约为 45.71%。

表 10：2016~2018 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

表 11：2018 年末上海金茂未售项目区域分布

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%
<b>合计</b>	<b>1,570.09</b>	<b>100.00%</b>

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，上海金茂已竣工未售、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。

总体来看，上海金茂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。

## 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

公司将顺应国家战略及行业发展趋势，秉承“科学至上”的价值理念，以智慧科技为引领，以绿色健康为特色，推动技术创新与产品升级，不断丰富以城市运营为核心的业务模式，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健康、智慧科技的城市新核心区。

公司将聚焦母公司创新转型要求，聚焦科技研发与应用集成，强化创新赋能，在推动产品升级和产业链延展的同时，培育新的经营增长极，加速向科技驱动的创新型企业转型。

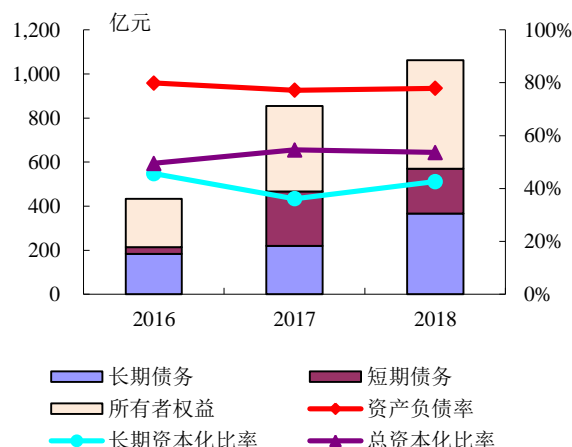
总体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较符合公司现阶段发展需求，其发展战略有望逐步实现。

## 财务分析

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 年期初重述数。

### 资本结构

图 7：2016~2018 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

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。2016~2018 年末，公司总资产分别为 1,088.74 亿元、1,700.98 亿元和 2,225.68 亿元，近三年年均复合增长率为 42.98%。同时，公司负债规模上升较为迅速，2016~2018 年末公司负债合计分别为 870.16 亿元、1,312.94 亿元和 1,733.14 亿元，近三年年均复合增长率为 41.13%。自有资本实力方面，得益于少数股东权益的增长、永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，2016~2018 年末分别为 218.58 亿元、388.04 亿元和 492.53 亿元。

财务杠杆比率方面，近三年公司财务杠杆水平有所波动。2016~2018 年末公司资产负债率分别为 79.92%、77.19% 和 77.87%，净负债率分别为 54.61%、83.79% 和 75.29%，总资本化比率分别为 49.53%、54.59% 和 53.62%，保持在可控范围内。

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%、

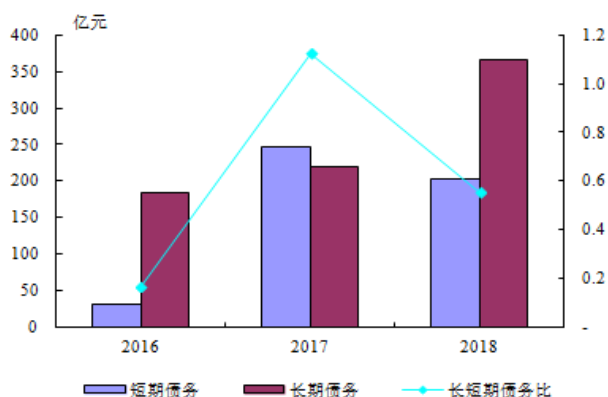


3.01%、4.84%和8.27%。其中其他应收款主要为关联方往来款，年末余额为511.68亿元，近年来快速增长，其中经营性往来款为145.56亿元，非经营性往来款为366.12亿元，需关注其资金回收情况；其他流动资产余额为67.01亿元，其中对关联公司的委托贷款为45.50亿元；长期股权投资余额为107.80亿元，近年来亦呈快速增长态势，主要系合营、联营项目增加所致；投资性房地产主要为公司以公允价值计量的自持经营物业，年末余额为184.14亿元，同比减少3.58%。

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2018年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，2016~2018年末，公司总债务规模分别为214.53亿元、466.52亿元和569.31亿元；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1.13倍，但2018年公司调整债务期限结构，年末长短期债务比降至0.55倍，回落至较合理水平。

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 8：2016~2018 年末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，财务杠杆比率保持在可控范围内。但公司所有者权益中少数股东权益占比偏大，同时应收关联方款项及委托贷款金额快速上涨且规模较大，需关注关联方款项及委托贷款回收情况。

## 流动性

公司资产以流动资产为主，2016~2018 年末公司流动资产分别为 872.80 亿元、1,402.11 亿元和 1,861.05 亿元，占资产总额比例分别为 80.17%、82.43%和 83.62%，呈增长趋势。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 2018 年末三项合计占流动资产比重为 93.99%，其中存货和货币资金占流动资产比重为 66.50%。

表 12：2016~2018 年末公司流动资产分析

项目	2016	2017	2018
流动资产/总资产	80.17%	82.43%	83.62%
存货/流动资产	56.66%	54.68%	55.83%
货币资金/流动资产	10.90%	10.08%	10.67%
(存货+货币资金)/流动资产	67.56%	64.76%	66.50%

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。2016~2018 年末公司存货净额分别为 494.50 亿元、766.67 亿元和 1,039.02 亿元。从存货结构来看，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%，近三年不断降低，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%，逐年上升。

表 13：2016~2018 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一般。2016~2018 年，公司存货周转效率分别为 0.18 次、0.30 次和 0.22 次；总资产周转率分别为 0.13 次、0.20 次和 0.17 次。

表 14：2016~2018 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，公司账面经营性现金流数据及流动性指标均表现一般。2016~2018 年，公司经营活动产生现金净流量分别为-70.10 亿元、-306.45 亿元和-187.46 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金分别为 223.99 亿元、316.52 亿元和 362.16 亿元，自 2016 年起经营活动现金流呈较大规模的净流出状态。同期投资活动产生的现金流量净额分别为-13.14 亿元、57.31 亿元和-170.09 亿元，整体亦呈净流出状态。综上，2016~2018 年公司非筹资性活动产生的净现金流分别为-83.24 亿元、-249.14 亿元和-357.55 亿元，非筹资性现金流持续净流出。

货币资金方面，2016~2018 年末，公司货币资金余额分别为 95.16 亿元、141.40 亿元和 198.49 亿元，持续增长，其中 2018 年末受限货币资金（预售监管资金）为 29.95 亿元，占货币资金总额的 15.09%。2017 年，由于短期债务增长较快，年末货币资金/短期债务由上年的 3.06 倍大幅降至 0.57 倍，货币资金对短期债务的保证程度明显不足。2018 年，由于货币资金的增加及短期债务规模的下降，年末货币资金/短期债务为 0.98 倍，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 15：2016~2018 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：公司定期报告，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

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。2016~2018 年公司分别实现营业总收入 131.82 亿元、284.83 亿元和 323.97 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。另外，公司 2018 年末预收款项余额为 276.06 亿元，为当年物业销售收入的 121.51%，为其短期内结转收入提供了一定的储备。

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。2016~2018 年公司营业毛利率分别为 32.76%、34.47%和 38.93%。

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，2016~2018 年公司期间费用分别为 12.95 亿元、21.74 亿元和 37.71 亿元，同期三费收入占比分别为 9.82%、7.63%和 11.64%，由于财务费用增长较快，三费收入占比呈波动上升趋势。整体来看，公司对期间费用的把控能力尚可。

表 16：2016~2018 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、投资收益和公允价值变动收益。受益于营业收入的增长及营业毛利率的提升，公司经营性业务利润增长较快，2016~2018 年分别为 21.38 亿元、56.94 亿元和 72.55 亿元。公允价值变动收益方面，2016~2018 年分别为 4.12 亿元、0.33 亿元和 1.31 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，2016~2018 年投资收益分别为 2.60 亿元、7.50 亿元和 9.69 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 29.61 亿元、65.01 亿元和 84.04 亿元，净利润分别为 21.85 亿元、46.67 亿元和 61.01 亿元，所有者权益收益率分别为 10.00%、12.03% 和 12.39%，公司整体盈利能力较强。

## 偿债能力

从债务规模来看，2016~2018 年末公司总债务分别为 214.53 亿元、466.52 亿元和 569.31 亿元，呈上升趋势。

经营获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 34.62 亿元、77.18 亿元和 108.64 亿元，与利润总额变动趋势一致。受益于较强的盈利能力，近年来公司主要偿债指标处于较好水平，2016~2018 年公司总债务/EBITDA 分别为 6.20 倍、6.04 倍和 5.24 倍，EBITDA 利息倍数分别为 3.66 倍、3.65 倍和 3.16 倍。整体来看，公司经营获现能力较强，可对债务本息的偿还提供较好保障。

表 17：2016~2018 年公司主要偿债指标

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

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。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。

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。

整体来看，随着土地投资及项目开发的推进，公司经营活动现金流呈净流出状态，对外融资需求加大，债务规模有较大幅度增长，货币资金对于短期债务的保障略显不足。但凭借较强的盈利能力，公司经营所得对债务本息的保障程度较高，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，为业绩的保持和进一步提升奠定了基础，同时考虑到公司在中国金茂体系中的重要地位，其偿还债务的能力极强，违约风险极低。

## 结 论

综上，中诚信证评评定上海金茂投资管理集团有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“上海金茂投资管理集团有限公司 2019 年公开发行公司债券（第二期）”的信用级别为 **AAA**。



## 关于上海金茂投资管理集团有限公司 2019年公开发行公司债券（第二期）跟踪评级安排

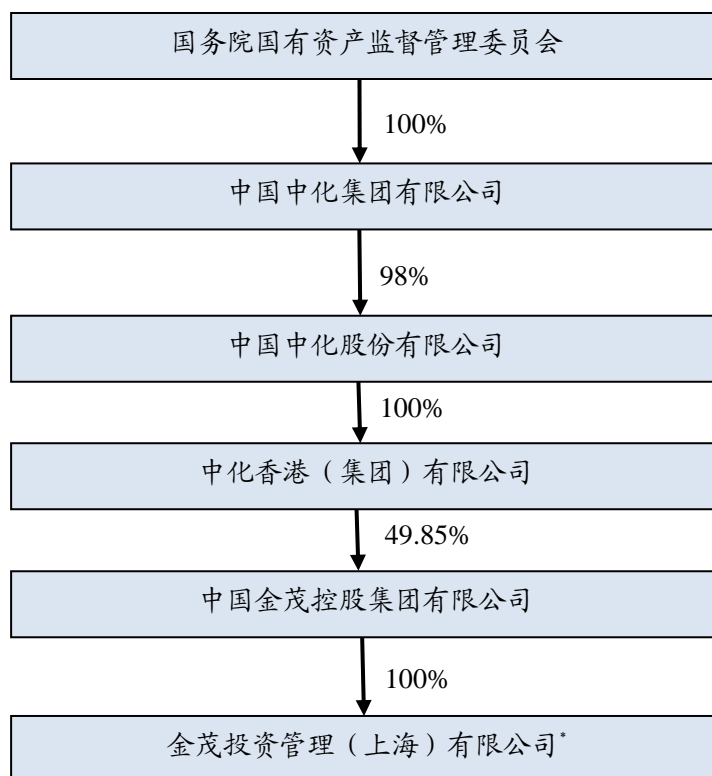
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。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](http://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。

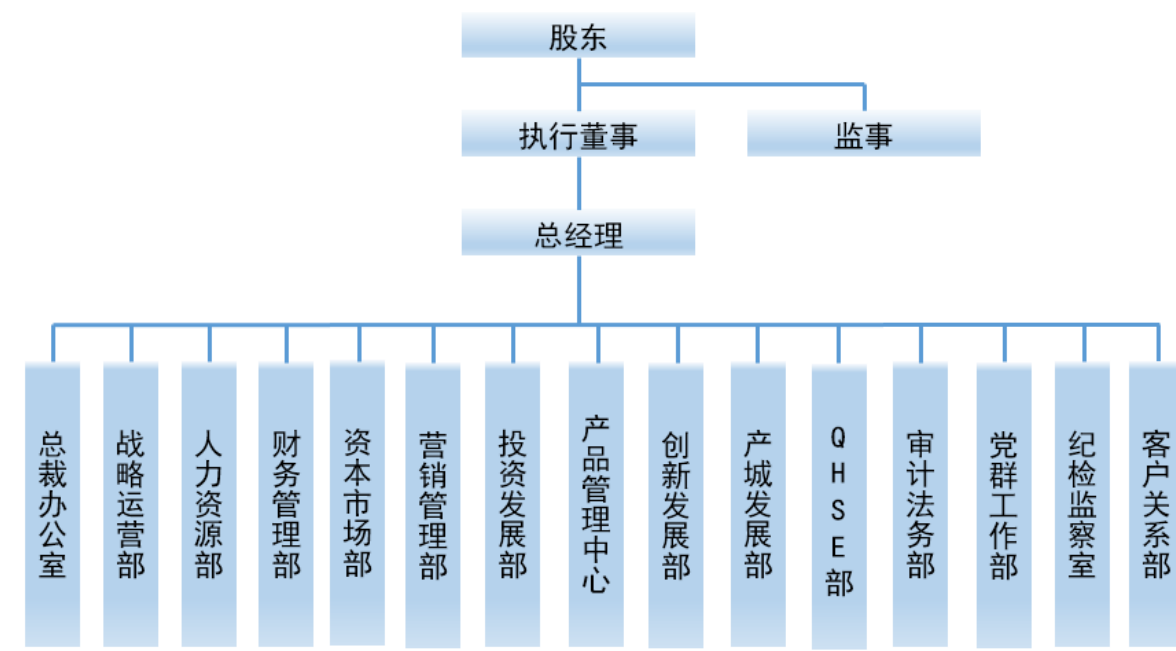
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：上海金茂投资管理集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



注：因截至 2018 年 12 月 31 日公司名称尚未变更为“上海金茂投资管理集团有限公司”，故此图中保留变更前名称。  
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：上海金茂投资管理集团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：上海金茂投资管理集团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

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

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。