

方兴地产投资管理(上海)有限公司 2015 年公开发 行公司债券跟踪评级报告（2020）

项目负责人：石 烁 sshi@ccxi.com.cn

项目组成员：杨 萱 xyang@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 5 月 22 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪0318 号

上海金茂投资管理集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“15 金茂投”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年五月二十二日

评级观点：中诚信国际维持上海金茂投资管理集团有限公司（以下简称“金茂投资”，原名“方兴地产投资管理（上海）有限公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 金茂投”的债项信用等级为 **AAA**，上述债项级别考虑了中国金茂提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。中诚信国际肯定了公司雄厚的股东背景及重要的战略地位、销售业绩快速增长、项目储备较为充裕，区域布局良好、持有物业租金对公司收入形成有效补充以及畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。但同时，中诚信国际也关注到房地产行业政策风险、土地一级开发进展存在一定不确定性以及合联营项目运营和资金管理情况等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

金茂投资	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,621.57	2,225.68	2,931.24	3,462.72
所有者权益合计（亿元）	335.08	492.53	570.65	610.23
总负债（亿元）	1,286.49	1,733.14	2,360.59	2,852.49
总债务（亿元）	479.52	569.31	580.60	871.46
营业总收入（亿元）	284.79	323.97	297.91	44.45
净利润（亿元）	46.77	61.01	64.91	11.44
EBITDA（亿元）	77.31	108.64	103.20	--
经营活动净现金流（亿元）	-330.92	-187.46	136.04	-183.53
营业毛利率(%)	33.56	38.93	31.19	29.60
净负债率(%)	104.28	75.29	68.23	89.83
总债务/EBITDA(X)	6.20	5.24	5.63	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.74	3.16	3.51	--

中国金茂	2017	2018	2019
总资产（亿元）	2,220.44	2,716.38	3,261.49
权益总额（亿元）	664.44	782.65	858.58
总负债（亿元）	1,556.01	1,933.73	2,402.90
总债务（亿元）	713.31	879.73	960.36
收入（亿元）	310.75	387.33	433.56
净利润（亿元）	51.50	73.77	86.29
EBITDA（亿元）	108.87	145.15	155.15
经营活动净现金流（亿元）	-246.93	20.12	200.99
营业毛利率(%)	32.31	37.53	29.44
净负债率(%)	73.28	79.46	79.26
总债务/EBITDA(X)	6.55	6.06	6.19
EBITDA 利息倍数(X)	2.80	2.70	2.24

注：公司 2020 年 1~3 月报表未经审计；因缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；为计算债务，中诚信国际将 2019 年中长期应付款有息债务纳入长期债务核算。

正面

■ **股东背景雄厚，并继续维持重要的战略地位。**公司控股股东中国金茂是中国中化集团有限公司（以下简称“中化集团”）房地产板块的唯一运营平台，公司是中国金茂最重要的房地产开发主体，在中国金茂体系中发挥重要作用。

■ **销售业绩快速增长。**受益于“金茂”品牌效应以及主要深耕一二线核心城市的区域布局，2019 年公司签约销售金额同比大幅增长 82.83%至 1,515.17 亿元。

■ **土地储备充裕，区域布局良好。**公司拥有充沛的土地储备，截至 2020 年 2 月末，公司拥有未结转口径土地储备面积合计 7,968 万平方米；且主要分布在一、二线城市，区域布局良好。

■ **持有物业租金对公司收入形成有效补充。**公司在北京拥有优质的持有型物业，为公司带来稳定的现金流入；2019 年公司租赁物业实现租金收入同比增长 4.55%至 10.12 亿元。

■ **继续维持畅通的融资渠道。**公司继续维持与多家金融机构的良好关系，并可从股东中国金茂处获得有力的流动性支持，备用流动性良好。

■ **担保方担保实力极强。**作为中化集团房地产板块的唯一运营平台，中国金茂具有很强的股东背景，近年来签约销售金额稳步增长，并拥有优质的写字楼及酒店等商业物业资源及较为充沛的土地储备，行业地位不断增强，能够为本期债券本息的到期偿付提供有力保障。

关注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下，因城施策等房地产行业调控政策仍在持续，行业利润空间不断收窄，环境及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。**公司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，或对公司经营管理能力提出更高要求。

■ **合联营项目运营和资金管理情况。**近年来公司合作项目明显增多，与合联营公司及合作方保持很大规模资金往来，合联营项目的运营和资金管理情况有待持续关注。

评级展望

中诚信国际认为，上海金茂投资管理集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**股东定位及支持力度大幅减弱，签约销售金额的增长趋势发生明显不利变化，一级土地整理及项目获取投资激进带来杠杆比例大幅上升，合联营项目经营情况显著恶化，盈利能力大幅下滑。

同行业比较

2019 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售 金额（亿元）	总资产 （亿元）	净负债率 （%）	货币资金/短 期债务(X)	总债务/销售商品提供 劳务收到的现金（X）	营业总收入 （亿元）	净利润率 （%）	存货周转率 （X）
保利地产	4,618	10,332.09	60.32	1.88	0.99	2,359.34	15.91	0.29
华润置地	2,425	7,621.08	30.45	2.95	--	1,477.36	23.25	0.28
招商蛇口	2,205	6,176.88	29.78	1.35	1.23	976.72	19.31	0.24
中国金茂	1,608	3,261.49	79.26	1.05	1.72	433.56	19.90	0.23
金茂投资	1,515	2,931.24	68.23	1.08	1.13	297.91	21.79	0.17

注：“保利地产”为“保利发展控股集团股份有限公司”简称；“华润置地”为“华润置地有限公司”简称；“招商蛇口”为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”简称。华润置地财务报告采用香港财务报告准则编制，未披露销售商品、提供劳务收到的现金数据，故无法计算其总债务/销售商品提供劳务收到的现金指标。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	存续期
15 金茂投	AAA	AAA	22.00	2015/12/09~2020/12/09

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

方兴地产投资管理(上海)有限公司 2015 年公开发行公司债券（债券简称：“15 金茂投”、债券代码：“136085.SH”）于 2015 年 12 月 9 日起息，发行规模为人民币 22 亿元，期限为 5 年，附第 3 年公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券最终票面利率为 3.55%。本次债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还公司下属子公司银行贷款及补充公司流动资金。截至 2019 年末，募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。2018 年，本次债券投资者累计回售债券 1,745,972 手，回售金额为 1,745,972,000.00 元，公司已于 2018 年 12 月 10 日按时足额支付了该笔回售兑付款。同时，公司将后 2 年的票面利率调高 35BP 至 3.90%。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显现、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关

系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

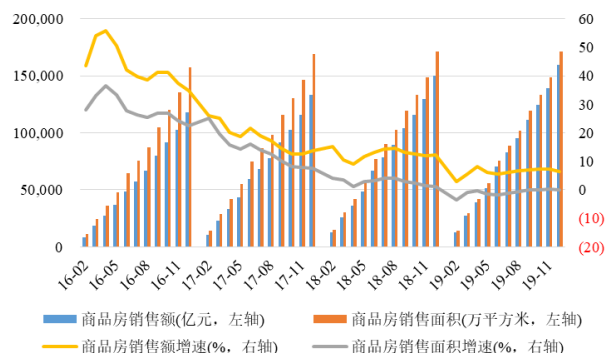
近期关注

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

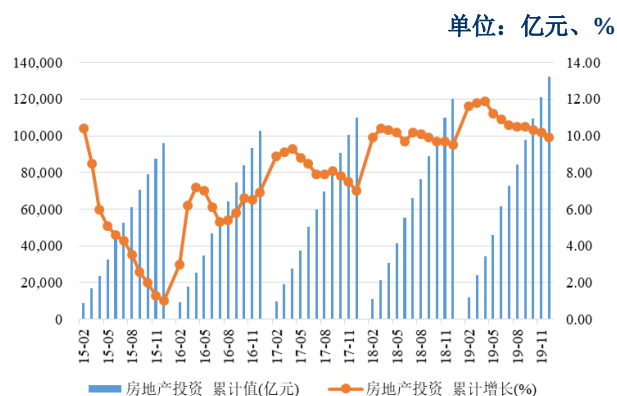
随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长 9.9% 至 13.22 万亿元，其中住宅投资同比增长 13.9% 至 9.71 万亿元。

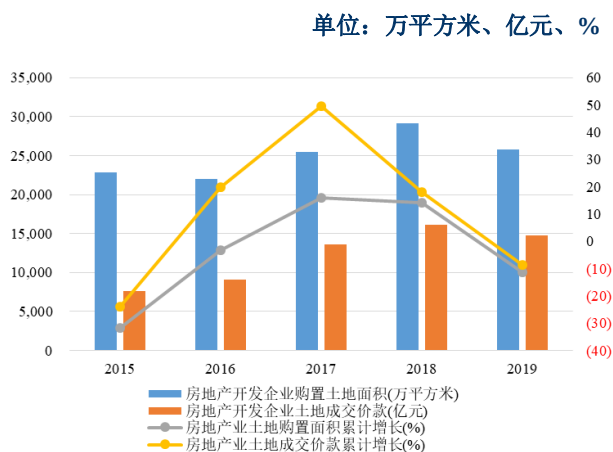
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降 11.4% 和 8.7%。施工方面，2019 年，房地产开发企业新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，增速下滑 8.7 个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来源。2019 年 5 月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来 2~3 年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

¹ 5 月，银保监会的 23 号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7 月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8 月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，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

随着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持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019 年 TOP3 房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降 0.3 个百分点；TOP4~10、TOP11~30 的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP30 梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019 年 TOP31~50 和 TOP51~100 房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP30	31.0%	35.1%	35.7%
TOP50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克而瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确定

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。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策应加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

2019年中国金茂引入中国平安²战略股东，中化集团持股比例有所下降，但中国平安的引入或将有助于其融资渠道的进一步拓宽

2019年7月，中化香港（集团）有限公司（以下简称“中化香港”）以每股4.8106港元向中国平安下属子公司中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安人寿”）以及新华人寿保险股份有限公司（以下简称“新华人寿”）分别转让17.87亿股

和0.16亿股，获得约86.74亿港元；同时公司又以每股4.8106港元向中化香港配售1.69亿股，公司获得净额约8.15亿港元营运资金。本次交易完成后，平安人寿及新华人寿分别持有公司15.20%和9.18%的股权，平安人寿成为公司第二大股东；中化香港（集团）有限公司持股比例由此前的49.71%下降至35.10%。公司控股股东仍为中化集团，实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会。

2020年3月，中国金茂与中国平安下属机构签订金融服务框架协议，服务范围包括存款、贷款、委托贷款、按揭贷款、结算、保理等业务，其中贷款和融资性保理服务余额上限分别为100亿元和30亿元，有效期至2020年底。中国平安的入股有望进一步拓宽其多元化融资渠道。

2019年公司加大推盘力度，在核心一、二线城市项目的销售带动下，销售业绩持续增长

公司是中国金茂最重要的房地产开发主体，在中国金茂体系中发挥重要作用。凭借良好的品牌效应，以及发展节奏的加快，公司业务规模实现快速扩大。

公司致力于高品质住宅开发，目前已形成了以“金茂府”为代表的高端住宅产品系列。凭借多年的开发经营经验，公司在全国范围内具有较高的品牌知名度。

项目运营方面，近年来公司保持较快发展步伐，开发节奏快速增长；2019年，公司新开工面积和竣工面积分别同比增长34.54%和119.80%。截至2019年末，公司在建面积合计2,017万平方米，主要位于南京、温州、武汉、广州、长沙、北京、上海等一线及核心二线城市。

表2：近年来公司全口径房地产开发情况

指标	(万平方米)		
	2017	2018	2019
新开工面积	352.63	756.99	1,018.47
竣工面积	98.31	179.03	393.50

注：以上数据不包含土地一级开发项目开工及竣工面积。

² 全称为“中国平安保险（集团）股份有限公司”（以下简称“中国平安”）。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

项目销售方面，依托其优质的项目储备、很强的产品打造能力和精准的客户定位，公司销售金额持续增长。2019年公司加大推盘力度，当年签约销售金额同比增长82.83%至1,515.17亿元。2019年，公司销售均价为2.21万元/平方米，同比有所下降，主要由于单价较高的北京、上海和广州等签约销售金额占比有所下降所致。2020年1~4月，中国金茂实现全口径签约销售金额和销售面积分别同比增长9.69%和28.15%至451亿元和259万平方米。

表 3：近年来公司全口径签约销售情况

(万平方米、亿元、万元/平方米)

指标	2017	2018	2019
销售面积	161.28	328.57	684.08
销售金额	401.46	828.73	1,515.17
销售均价	2.49	2.52	2.21
结算面积	114.15	100.14	85.00
结算金额	224.09	227.19	237.49
结算均价	1.96	2.27	2.79

注：上表销售面积和销售金额数据包括一级开发项目。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售城市能级来看，公司目前城市主要分布在一线及核心二线城市。2019年公司销售金额共来自全国40个城市，其中在23个城市销售占比超1%，前15大城市合计占比81.32%，区域布局较好且较为分散。

表 4：2019 年公司全口径销售前十五大城市分布情况

(亿元)

城市	签约销售金额	销售金额占比
北京	198	13.07%
温州	133	8.78%
杭州	130	8.58%
南京	126	8.32%
上海	96	6.34%
苏州	87	5.74%
宁波	76	5.02%
长沙	69	4.55%
青岛	53	3.50%
武汉	50	3.30%
嘉兴	50	3.30%

³ 不含一级开发项目。

天津	47	3.10%
无锡	44	2.90%
济南	41	2.71%
福州	32	2.11%
合计	1,232	81.32%

注：上表销售数据包括一级开发项目。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算情况来看，2019 年公司结算面积同比下降 15.12%至 85.00 万平方米；但受益于当年主要结算广州和北京等地高价项目，同期结算金额同比增长 4.53%至 237.49 亿元。截至 2019 年末，公司预收款项同比大幅增长 87.72%至 518.21 亿元，已售待结算资源丰富，为公司未来结转收入提供良好保障。

2019 年公司新增项目储备面积持续增长，存量项目储备区域仍集中在一、二线城市，为未来发展奠定基础

项目获取方面，2019 年，公司继续积极在一、二线城市获取土地储备，当期公司在北京、南京、广州、杭州及苏州等多个城市共计获取 52 个项目，新增项目储备总建筑面积 1,975.30 万平方米，其中约 40%为城市运营项目贡献；权益口径建筑面积为 1,128.13 万平方米，权益占比为 57.11%，土地储备得到很好补充；从土地价款来看，2019 年公司新增项目总价款为 1,017.50 亿元，同比增长 25.81%；受益于城市运营项目的增加，公司当期平均拿地成本³为 0.78 万元/平方米，同比有所下降。

表 5：近年来公司新增项目储备情况

(万平方米、亿元)

项目	2017	2018	2019
新增项目（个）	32	51	52
新增项目储备建筑面积	1,220.46	943.64	1,975.30
新增项目储备权益建筑面积	787.51	431.34	1,128.13
新增项目地价总额	907.21	808.73	1,017.50

注：以上数据包含一级开发项目；新增土地价款总额为全口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司拥有充沛的土地储备，截至2020年2月末，公司土地储备（含一级开发）⁴规划建筑面积合计为

⁴ 土地储备统计为未结转口径。

7,968万平方米，其中二级开发土地储备规划建筑面积合计为5,239万平方米。从储备项目城市能级分布来看，一、二线城市占比较高，区域分布良好。从二级开发土地储备来看，公司前十大城市土地储备规划建筑面积合计占比54%。

表 6：2020 年 2 月末公司全口径土地储备前十大城市分布
(万平方米)

城市	规划建筑面积	占比
南京	511	10%
北京	343	7%
青岛	337	6%
武汉	268	5%
杭州	265	5%
福州	264	5%
温州	217	4%
苏州	208	4%
广州	207	4%
长沙	206	4%
合计	2,825	54%

注：上表数据仅为二级开发土地储备数据；受四舍五入影响，分项数总计与合计存在细微差异。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019 年公司积极通过城市运营方式在二线城市拓展项目储备，所获项目均价进一步下降，为未来业绩持续增长奠定基础。

2019 年公司继续推进城市运营业务，项目储备资源充足

城市运营业务方面，公司集合中化集团各个产业板块，与政府合作打造城市运营项目，公司部分城市运营项目通过一级开发、二级开发到运营的全业务链式的城市运营，促进城市价值成长，同时为公司提供更多潜在的收益。此外，公司城市项目采取滚动开发、分批投入的方式，以减少资金占用，加强资金周转率。2019 年公司新增嘉善上海之窗智慧科学城和郑州二七马寨城市运营一级土地开发，当年实现土地出让金额合计 62.34 亿元，主要仍为长沙梅溪湖国际新城和南京青龙山国际生态新城项目贡献。截至 2020 年 3 月末，公司城市运营项目一级土地开发总规划建筑面积 3,279.97 万平方米，累计出让总规划建筑面积为 1,058.01 万平方米，未售面积合计 2,221.96 万平方米；其中较为成熟的长

沙梅溪湖国际新城项目累计出让总规划建筑面积 855.63 万平方米，南京青龙山国际新城项目累计出让总规划建筑面积 154.27 万平方米。未来随着公司城市运营项目的持续推进，将为公司二级开发业务提供充足土地资源。

表 7：截至 2020 年 3 月末公司土地一级开发情况

(万平方米、亿元)				
项目名称	总规划建筑面积	总投资额	已投资额	未售面积
南京青龙山国际生态新城项目	379.80	176.89	137.09	225.53
长沙梅溪湖国际新城项目一期长沙东片区	940.23	185.09	182.10	84.60
长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区	1,268.00	--	9.77	1,268.00
长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块	82.90	--	6.64	82.90
宁波生命科学城项目	428.00	159.58	20.36	386.74
嘉善上海之窗智慧科学城	181.04	46.82	13.85	174.18
合计	3,279.97	568.38	369.81	2,221.96

注：上表数据为并表口径；长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区及长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块尚未形成总投资预算金额；未售面积指公司未完成土地招拍挂的面积；受四舍五入影响，分项数总计与合计存在细微差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019 年公司积极推进城市运营业务，一级开发项目储备资源充足，但同时也面临一定的资金压力。同时，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，亦对公司经营管理能力提出较高要求。

2019 年公司投资物业及酒店物业运营平稳，为公司提供持续稳定的收入；但新冠肺炎疫情对其短期收入产生一定影响

2019 年，公司旗下投资物业保持着良好的运营情况；当年公司投资物业租金收入 10.12 亿元，同比小幅增长。公司投资物业租金主要来自核心物业北京凯晨世贸中心和中化大厦，其 2019 年租金收入继续保持增长。此外，2020 年新冠肺炎疫情期间，公司对所有商铺提供 17 天租金免除政策，中诚信

国际关注疫情对公司租金和租户稳定性的影响。

表 8：近年来公司主要物业租赁业务经营情况（亿元、%、万平方米）

	建筑面积	可租赁面积	租金收入			出租率		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
北京凯晨世贸中心	19.45	11.13	6.19	6.55	6.72	100.00	99.60	100.00
中化大厦	4.91	4.04	1.10	1.08	1.11	100.00	100.00	100.00
南京玄武湖金茂广场一期项目（含酒店）*	22.58	5.74	0.67	0.62	0.71	98.40	88.50	86.20
长沙梅溪湖研发中心	13.29	1.09	0.11	0.11	0.10	100.00	100.00	100.00
合计	60.23	22.00	8.07	8.36	8.64	--	--	--

注：上述租金收入为业务口径，与财务分版块收入有所差异；南京玄武湖金茂广场一期项目为综合体项目，表中该项目面积为综合体的总建筑面积，表中租金收入为该综合体项目中写字楼部分产生的租金收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2017~2019 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2020 年一季度财务报表，各期财务数据均采用报告期末数；为计算有息债务，中诚信国际将公司 2019 年长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

2019 年公司营业毛利率同比有所下降但仍保持行业较高水平，期间费用控制能力尚可，整体盈利能力处于良好水平

受一级开发收入确认大幅下降的影响，2019 年公司营业总收入同比有所下降，同时受结算项目盈利能力下降的影响，2019 年公司毛利率水平亦有所降低，但仍然处于较好水平。截至 2019 年末公司预收账款增至 518.21 亿元，为当期物业销售收入的 2.18 倍，较为充沛的预收账款为公司未来结转收入提供保障。2020 年一季度，公司营业总收入同比增长 78.63%至 44.45 亿元，当期毛利率小幅降至 29.60%。

表 9：近年来公司主要收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019
物业销售	224.09	227.19	237.49
土地一级开发	49.02	81.42	42.91
物业租赁	8.77	9.68	10.12
酒店运营	1.68	1.84	1.99
物业管理	0.29	0.54	0.69
合计	284.79	323.97	297.91

毛利率	2017	2018	2019
物业销售	25.75	33.50	26.86
土地一级开发	59.82	49.82	43.59
物业租赁	83.24	75.31	77.37
酒店运营	39.86	44.66	49.31
物业管理	28.28	27.06	27.90
营业毛利率	33.56	38.93	31.19

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从期间费用来看，受公司业务规模扩大影响，公司期间费用不断增加。随着房地产项目销售及开发进度的加快，公司销售费用及管理费用增长较快。财务费用方面，近年来公司财务费用受利息收入及费用化利息支出影响呈波动态势。2019年，公司利息收入规模大幅增长，财务费用显著下降，带动当期期间费用率的下降。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	6.57	8.85	12.13	1.94
管理费用	7.03	11.30	16.68	6.57
财务费用	7.73	17.55	0.11	1.78
期间费用合计	21.33	37.71	28.92	10.28
期间费用率(%)	7.49	11.64	9.71	23.13
经营性业务利润	58.71	72.61	45.70	2.49
资产减值损失	0.01	-0.00	--	--
公允价值变动收益	0.78	1.31	4.13	--
投资收益	5.59	9.69	28.47	11.28
营业外损益	0.05	0.44	3.70	1.50
利润总额	65.14	84.04	82.02	15.28
净利润	46.77	61.01	64.91	11.44
净利润率(%)	16.42	18.83	21.79	25.74

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，受 2019 年营业毛利率收窄的影响，

当年经营性业务利润同比下降较快。公司依托资金归集平台的定位，为控股股东旗下其他公司提供委托贷款，近年来获取了较为稳定的投资收益；2019年，因合、联营项目结算及出售股权形成的收益规模较大，使得当期投资收益大幅增长。总体来看，2019年公司经营性业务利润明显下降，但投资收益的贡献使得公司净利润率继续上升。

2019年公司资产规模持续增长，财务杠杆处于合理水平；由于公司为中国金茂的资金归集平台且合作项目偏多，公司保持很大规模往来资金

经营规模扩大带动公司资产总额快速增加，2019年总资产同比增长31.70%。资产构成方面，公司流动资产占比保持较高水平，2019年流动资产占总资产比重82.76%。流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2019年公司偿还较多债务，货币资金有所下降。其他应收款方面，公司承担了中国金茂在境内的资金归集平台职能，并拥有较多合作项目，因而其他应收款规模较大，2019年末进一步增长，年末前五大其他应收单位款项合计占比为30.83%。存货主要由开发成本构成，2019年随着新增项目及在建项目的持续投入，存货规模同比增长32.48%。

非流动资产方面，2019年随着新增投资合营及联营项目不断增加，期末长期股权投资同比有所增长。公司投资性房地产主要为北京凯晨世贸中心和中化大厦等持有性物业，2019年因部分自用物业转入而小幅增长。

公司负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款和有息债务构成，其中有息债务2019年末有所下降，其余均呈上升态势。具体来看，得益于近年来公司房地产项目推盘节奏加快，预收款项快速增长。受房地产项目增多、应付工程款增加影响，公司应付账款持续上升。因公司资金归集平台职能，关联往来款项持续增长，使得公司其他应付款近年来增长较快，2019年末规模较大。

所有者权益方面，受留存收益积累以及少数股东权益快速上升影响，公司所有者权益规模持续增

长。截至2019年末，公司其他权益工具余额为26.21亿元，主要为公司发行的永续债券。2019年末，实收资本、资本公积、未分配利润和少数股权权益占所有者权益比重分别为0.10%、1.08%、23.57%和70.42%。受合作项目增加，控股子公司少数股东投入快速增长，由2017年末的239.71亿元增至2019年末的401.85亿元，权益结构存在不稳定因素。

财务杠杆方面，2019年末公司偿还部分债务，当期末净负债率有所下降，2020年3月末，公司债务规模大幅增长，净负债率有所上升。

表 11：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	130.09	198.49	191.24	323.28
存货	752.05	1,039.02	1,376.51	1,782.29
其他应收款	266.32	530.09	726.79	715.26
长期股权投资	53.03	107.80	199.67	218.69
投资性房地产	186.75	184.14	202.15	202.15
固定资产	14.56	14.05	16.22	16.02
预收款项	217.86	276.06	518.21	617.27
应付账款	68.24	84.85	127.94	113.92
其他应付款	474.83	736.75	1,066.07	1,187.58
少数股东权益	239.71	349.90	401.85	430.84
所有者权益	335.08	492.53	570.65	610.23
资产负债率(%)	79.34	77.87	80.53	82.38
净负债率(%)	104.28	75.29	68.23	89.83

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司开发产品占存货比重较低，去化压力相对较小；周转效率有待改善

在项目开发及储备规模持续扩大的带动下，近年来公司流动资产规模不断上升。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，截至2019年末，分别占流动资产的56.74%、7.88%和29.96%。

表 12：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
流动资产/总资产	82.18	83.62	82.76	84.74
存货/流动资产	56.43	55.83	56.74	60.74
货币资产/流动资产	9.76	10.67	7.88	11.02
其他应收款/流动资产	19.98	28.48	29.96	24.38
（存货+货币资	66.19	66.50	64.63	71.76

金)/流动资产				
开发成本	664.75	972.83	1,257.89	--
开发成本/存货	88.39	93.63	91.38	--
开发产品	86.62	65.63	118.62	--
开发产品/存货	11.52	6.32	8.62	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从存货构成来看，公司存货主要由开发成本和开发产品构成，2019年末开发成本占比为91.38%，开发产品占比较小，公司产品去化压力较小。周转率方面，近年来公司收入规模基本保持平稳，同期存货规模和总资产规模均快速增长，使得存货周转率和总资产周转率均呈现较快的下降趋势，周转率指标有待改善。

表13：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019	2020.3
存货周转率（次/年）	0.30	0.22	0.17	0.08*
总资产周转率（次/年）	0.21	0.17	0.12	0.06*

注：加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

2019年公司加强销售回款，使得货币资金和销售回款等偿债指标优化并处于良好水平

从现金获取能力来看，随着销售业绩和回款的增长，2019年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长41.31%，但和签约销售金额相比，其销售商品提供劳务收到的现金占签约销售金额的比例仍然较低。同时作为资金归集平台，公司近年来均保持了较大规模的经营现金收支。

2019年公司总债务小幅增长，债务期限结构方面，随着公司偿还部分到期债务，2019年末一年内到期的非流动负债和短期借款同比均有所下降，当期末短期债务占总债务的比重下降至30.62%，以长期债务为主的债务期限结构相对合理。从债务构成看，2019年末公司以信托等其他金融机构借款和银行贷款为主。

2019年受益于盈利状况良好，且利息支出下降，公司经调整EBIT利息倍数同比有所提升；同期得益于销售回款的大幅增长，销售商品提供劳务收到的现金对总债务的覆盖能力同比有所增强。从短期偿债能力来看，近年来公司货币资金保有量趋于稳

定，2019年短期债务规模有所下降，使得货币资金对短期债务覆盖能力有所上升，短期偿债能力较强。

表14：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	-330.92	-187.46	136.04	-183.53
销售商品、提供劳务收到的现金	267.24	362.16	511.75	91.92
投资活动净现金流	-43.75	-170.09	-106.17	-63.84
筹资活动净现金流	410.08	400.60	-54.24	352.95
总债务	479.52	569.31	580.60	871.46
短期债务	259.99	203.15	177.78	229.99
EBITDA	77.31	108.64	103.20	--
总债务/EBITDA	6.20	5.24	5.63	--
EBITDA利息倍数	3.74	3.16	3.51	--
货币资金/短期债务	0.50	0.98	1.08	1.41
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.79	1.57	1.13	2.37*
经调整EBIT利息倍数	4.15	3.44	3.79	--

注：加“*”数据已经年化处理；由于缺乏数据，2020年1~3月部分指标无法计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务弹性方面，公司与金融机构保持良好合作关系，截至2019年末，公司在各家银行授信总额度为717.68亿元，其中未使用授信额度为406.06亿元，整体备用流动性较好。

资产抵质押方面，公司受限资产主要是因借款而被抵质押的存货、投资性房地产以及受到监管的预售资金等。截至2019年末，公司受限资产账面价值合计674.80亿元，占同期末总资产的23.02%，其中受限存货520.83亿元，占同期末受限资产账面价值的77.18%。

或有事项方面，截至2019年末，公司为个人购房按揭贷款担保余额为197.64亿元，该部分代偿风险很小；公司无其他对外担保事项。此外，截至2019年末，公司无重大未决诉讼情况。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020年3月25日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报

告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司控股股东中国金茂是中化集团旗下唯一的房地产开发平台，公司是中国金茂最重要的运营主体和资金归集平台，股东实力雄厚且支持力度强

公司间接控股股东中化集团成立于 1950 年，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、地产和金融五大领域，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。截至目前中化集团已先后 29 次进入《财富》全球 500 强，2019 年位列第 88 位，综合实力雄厚。

在房地产业务方面，中化集团是 16 家批准以房地产业务作为主营业务的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及境内资金归集平台，具有重要战略地位，中国金茂在业务拓展、项目获取以及资金安排等方面得到中化集团的有力支持。

公司定位为中国金茂在中国境内最重要的运营主体，近年来中国金茂将新获取地块大部分都纳入公司合并范围内，公司在中国金茂体系内定位的不断提升。截至 2019 年末，公司资产总额占中国金茂总资产的比重为 89.87%，2019 年全口径签约销售金额占比为 94%。此外，公司作为中国金茂的资金归集平台，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。2019 年末，公司应付中国金茂余额 399.54 亿元。此外，中国金茂为公司数笔债券融资提供连带责任保证担保。整体来看，公司战略定位重要，可获得中国金茂和中化集团有力的支持。

偿债保障措施

中国金茂（以下简称“公司”）为“15 金茂投”到期兑付提供全额无条件且不可撤销的连带责任

保证担保。

担保主体业务运营

2019 年公司加大推盘力度，在核心一、二线城市项目的销售带动下，销售业绩持续增长

公司作为中化集团旗下房地产业务的唯一运营平台，致力于高品质住宅开发，目前已形成了以“金茂府”为代表的高端住宅产品系列。凭借多年的开发经营经验，公司在全国范围内具有较高的品牌知名度。

项目运营方面，近年来公司保持较快发展步伐，开发节奏快速增长。2019 年，新开工面积同比增长 18.09%。截至 2019 年末，公司在建面积为 2,148 万平方米，主要位于一、二线城市。

表 15：近年来公司全口径房地产开发情况（万平方米）

	2017	2018	2019
新开工面积	376	934	1,103
竣工面积	167	242	400
在建面积	753	1,445	2,148

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

项目销售方面，依托其优质的项目储备、很强的产品打造能力和精准的客户定位，公司销售金额持续增长。2019 年公司加大推盘力度，当年合同销售金额同比增长 25.63% 至 1,608 亿元，其中物业开发销售金额同比增长 27.61% 至 1,546 亿元。2020 年 1~4 月，公司实现全口径签约销售金额和销售面积分别同比增长 9.69% 和 28.15% 至 451 亿元和 259 万平方米。

表 16：近年来公司全口径签约销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）

指标	2017	2018	2019
销售面积	346	501	748
销售金额	693	1,280	1,608
其中：物业开发销售	580	1,212	1,546
销售单价	2.45	2.89	2.30

注：销售面积和销售金额数据包括一级土地开发项目。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售城市能级来看，公司目前城市主要分布在一线及核心二线城市。2019 年公司销售金额共来自全国 40 个城市，其中在 24 个城市销售占比超 1%，

前10大城市合计占比66.49%；从区域分布来看，华东仍为公司主要销售区域，2019年华东区域销售占比达57%，环渤海区域占比24%。

表 17：2019 年公司全口径销售前十大城市分布情况

(亿元)		
城市	签约销售金额	销售金额占比
北京	198	12.81%
温州	145	9.38%
杭州	130	8.41%
南京	120	7.76%
上海	96	6.21%
苏州	87	5.63%
青岛	86	5.56%
宁波	66	4.27%
嘉兴	50	3.23%
武汉	50	3.23%
合计	1,028	66.49%

注：上表销售数据仅为二级开发销售数据。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算情况来看，近年来公司结算面积和结算金额保持稳定增长。从结算区域来看，2019 年结算金额排名前五的北京、上海、宁波、南京和长沙结算金额合计占当年结算总金额的比重为 63.28%，对公司结算收入的贡献较大。

2019 年公司新增项目储备面积持续增长，存量项目储备区域仍集中在一、二线城市，为未来发展奠定基础

项目获取方面，2019 年，公司继续积极在一、二线城市获取土地储备，当期公司在北京、南京、广州、杭州及苏州等多个城市共计获取 52 个项目，新增土地全口径计容总建筑面积为 1,390 万平方米，其中 40%为城市运营项目贡献；权益口径计容建筑面积为 906 万平方米，权益占比为 65.18%，土地储备得到很好补充；从土地价款来看，2019 年公司新增土地总价款为 1,046 亿元，权益土地价款为 556 亿元，同比增长 45.17%；受益于城市运营项目的增加，公司当期平均拿地成本为 0.75 万元/平方米，同比下降 7.41%。

表 18：近年来公司新增项目储备情况（个、万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2017	2018	2019
新增项目	36	56	52
新增项目储备计容建筑面积	932	1,531	1,390
新增项目储备权益计容建筑面积	560	833	906
新增项目地价总额	1,000	896	1,046
新增项目权益地价总额	519	383	556
平均拿地成本	0.93	0.81	0.75

注：以上数据包含土地一级开发项目。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

公司拥有充沛的土地储备，截至2020年2月末，公司土地储备（含一级开发）⁵规划建筑面积合计为 8,585 万平方米，其中二级开发土地储备规划建筑面积合计为 5,857 万平方米。从储备项目城市能级分布来看，一、二线城市占比较高，区域分布良好。从二级开发土地储备来看，公司前十大城市土地储备规划建筑面积合计占比 54%。

表 6：2020 年 2 月末公司全口径土地储备前十大城市分布（万平方米）

城市	规划建筑面积	占比
青岛	551	9%
南京	518	9%
北京	347	6%
温州	287	5%
武汉	268	5%
杭州	265	5%
福州	264	5%
长沙	226	4%
重庆	225	4%
苏州	208	4%
合计	3,159	54%

注：上表数据仅为二级开发土地储备数据；受四舍五入影响，分项数总计与合计存在细微差异。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019 年公司积极通过城市运营方式在一、二线城市拓展项目储备，土地储备较为充足，为未来业绩持续增长奠定基础。

⁵ 土地储备统计为未结转口径。

2019 年公司继续推进城市运营业务，项目储备资源充足

城市运营业务方面，公司集合中化集团各个产业板块，与政府合作打造城市运营项目，公司部分城市运营项目通过一级开发、二级开发到运营的全业务链式的城市运营，促进城市价值成长，同时为公司提供更多潜在的收益。此外，公司城市项目采取滚动开发、分批投入的方式，以减少资金占用，加强资金周转率。2019 年公司新增嘉善上海之窗智慧科学城和郑州二七马寨城市运营一级土地开发，当年实现土地出让金额合计 62.34 亿元，主要仍为长沙梅溪湖国际新城和南京青龙山国际生态新城项目贡献。截至 2020 年 3 月末，公司城市运营项目一级土地开发总规划建筑面积 3,279.97 万平方米，累计出让总规划建筑面积为 1,058.01 万平方米，未售面积合计 2,221.96 万平方米；其中较为成熟的长沙梅溪湖国际新城项目累计出让总规划建筑面积 855.63 万平方米，南京青龙山国际新城项目累计出让总规划建筑面积 154.27 万平方米。未来随着公司城市运营项目的持续推进，将为公司二级开发业务提供充足土地资源。

表 20：截至 2020 年 3 月末公司土地一级开发情况（万平方米、亿元）

项目名称	总规划建筑面积	总投资额	已投资额	未售面积
南京青龙山国际生态新城项目	379.80	176.89	137.09	225.53
长沙梅溪湖国际新城项目一期长沙东片区	940.23	185.09	182.10	84.60
长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区	1,268.00	--	9.77	1,268.00

表 21：近年来公司主要写字楼及商业租赁业务板块经营情况（亿元、%、万平方米）

	建筑面积	可租赁面积	租金收入			出租率		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
写字楼租赁								
北京凯晨世贸中心	19.45	11.13	6.19	6.55	6.72	100.0	99.6	100.0
中化大厦	4.91	4.04	1.10	1.08	1.11	100.0	100.0	100.0
金茂大厦写字楼（含酒店）	29.25	13.71	4.93	4.89	4.65	97.7	90.9	92.7

长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块	82.90	--	6.64	82.90
宁波生命科学城项目	428.00	159.58	20.36	386.74
嘉善上海之窗智慧科学城	181.04	46.82	13.85	174.18
合计	3,279.97	568.38	369.81	2,221.96

注：上表数据为并表口径；长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区及长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块尚未形成总投资预算金额；未售面积指公司未完成土地招拍挂的面积；受四舍五入影响，分项数总计与合计存在细微差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2019 年公司积极推进城市运营业务，一级开发项目储备资源充足，但同时也面临一定的资金压力。同时，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，亦对公司经营管理能力提出较高要求。

2019 年公司投资物业及酒店物业运营平稳，为公司提供持续稳定的收入；但新冠肺炎疫情对其短期收入产生一定影响

公司在北京、上海、南京等地持有多个商业及写字楼物业，2019 年公司投资物业租金收入 14.47 亿元，基本维持稳定。公司投资物业租金主要来自于写字楼物业，目前公司持有的北京凯晨世贸中心、中化大厦、金茂大厦和南京玄武湖金茂广场，上述物业均为当地核心商业区的地标性建筑。2019 年，公司旗下写字楼保持着良好的运营情况，核心物业北京凯晨世贸中心的租金收入继续保持增长。商业物业方面，2017 年公司对旗下商业产品线进行迭代升级，推出了两条产品线，其一是以“览秀城”为主打品牌的城市级和区域级商业，另一条是以金茂汇和 J·LIFE（金茂时尚生活中心）为主打的精致社区商业。2017 年公司新开业长沙览秀城项目，目前仍处于培育期，对公司商业租金贡献较小。

南京玄武湖金茂广场一期项目（含酒店）*	22.58	5.74	0.67	0.62	0.71	98.4	88.5	86.2
长沙梅溪湖研发中心	13.29	1.09	0.11	0.11	0.10	100.0	100.0	100.0
合计	89.48	35.71	12.72	13.00	13.25	--	--	--
商业租赁								
长沙览秀城	14.17	5.83	0.29	0.44	0.51	98.9	98.9	98.4

注：上述租金收入为业务口径，与财务分版块收入有所差异；南京玄武湖金茂广场一期项目为综合体项目，表中该项目面积为综合体的总建筑面积，表中租金收入为该综合体项目中写字楼部分产生的租金收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

酒店物业方面，近年来通过一系列高档酒店项目的开发和成功运营，公司在高端酒店领域积累了丰富的投资运营和管理经验。2019 年末，公司在全国共拥有 10 家豪华酒店，客房合计 3,968 间，分别

位于北京、上海、三亚、深圳、南京和长沙的核心地段或旅游景区附近，酒店业态包括商务型酒店和度假型酒店两类。

表 22：公司主要酒店经营情况（单位：元/间/天）

酒店名称	2018			2019		
	平均房价	平均入住率	RevPAR	平均房价	平均入住率	RevPAR
上海金茂君悦大酒店	1,411	89%	1,261	1,391	89%	1,240
金茂三亚希尔顿大酒店	1,108	90%	993	982	86%	845
金茂三亚丽思卡尔顿酒店	2,146	62%	1,340	1,748	68%	1,196
金茂北京威斯汀大饭店	1,218	82%	1,004	1,123	85%	954
金茂深圳 JW 万豪酒店	1,096	85%	929	1,050	88%	923
北京金茂万丽酒店	968	89%	857	1,081	88%	947
崇明金茂凯悦酒店	724	54%	393	704	48%	339
丽江金茂酒店	723	48%	350	712	56%	398
南京威斯汀大酒店	745	76%	568	763	80%	612
长沙精选酒店	744	55%	411	736	65%	482

注：RevPAR 为平均每间可供出租客房收入。

数据来源：公司财务报告，中诚信国际整理

酒店运营情况方面，2019 年面对不确定的经济环境和激烈的市场竞争，公司运用灵活销售策略，优化客户结构，在同区域竞争组合中继续保持领先地位。但主要受三亚等地较为激烈的竞争，公司三亚区域的酒店 RevPAR 同比相对下降较多。2019 年公司酒店业务实现收入 19.67 亿元，同比略有下降。

2020 年新冠肺炎疫情对公司酒店和商业经营形成一定不利影响，其中酒店入住率出现明显下降；商业物业方面，公司对所有商铺提供 17 天租金免除政策，中诚信国际关注相关业态经营恢复情况。

中诚信国际认为，2019 年公司商务租赁、零售商业运营及酒店经营继续为公司提供稳定的收入，其中公司写字楼和商业物业品质较高，出租情况良好，租金收入基本维持稳定。此外，依托于优质的酒店资产及成熟的经营策略，公司酒店在同区域竞争中处于领先水平，核心酒店在市场竞争日益激烈的背景下保持稳健经营。但 2020 年新冠肺炎疫情

对公司酒店和商业经营形成一定不利影响，中诚信国际关注相关业态经营恢复情况。

担保主体财务分析

以下分析基于公司提供的经安永会计师事务所审计并出具标准无保留意见的 2017~2019 年审计报告。2017~2019 年数据采用审计报告期末数。

2019 年公司毛利率水平明显下降，导致经营性盈利空间收窄；当期净利润的增长主要依赖于非经营性业务盈利的提升

2019 年公司收入稳步提升，其中城市运营及物业开发收入占比 87%，仍是主要的收入贡献来源，其中受确认收入节奏影响，当年一级土地开发收入同比大幅下降；其他板块收入水平同比基本持平。受当期结转项目土地价格较高的影响，2019 年城市运营及物业开发毛利率明显下降，带动当期整体毛

利率水平的下滑。2019年末公司合约负债646.57亿元，为当期物业销售收入的1.71倍，为公司未来收入的结转提供了一定保障。

表 23：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元）

收入	2017	2018	2019
城市运营及物业开发	268.69	337.34	377.21
其中：物业开发	219.67	255.62	334.30
一级土地开发	49.02	81.42	42.91
商务租赁及零售商业运营	13.70	14.50	14.47
酒店经营	20.70	20.48	19.67
其他	7.66	15.01	22.21
合计	310.75	387.33	433.56
毛利率	2017	2018	2019
城市运营及物业开发	29%	36%	27%
商务租赁及零售商业运营	83%	87%	87%
酒店经营	49%	49%	49%
其他	13%	17%	21%
合计	32.31%	37.53%	29.44%

资料来源：公司财务报表及公司提供，中诚信国际整理

从期间费用来看，随着业务规模的扩大，2019年公司销售和营销开支及管理费用有所增长，计入损益表的融资成本小幅下降，期间费用呈上升趋势。受益于收入的同步增长，公司期间费用率仍相对稳定。

表 24：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019
销售和营销开支	9.77	10.52	13.14
管理费用	21.43	24.18	30.52
融资成本	16.92	24.21	22.69
期间费用合计	48.13	58.90	66.36
期间费用率(%)	15.49	15.21	15.30
经营性业务利润	52.28	86.49	61.29
公允价值收益	0.80	2.33	8.11
投资收益	26.24	4.52	19.30
税前利润	88.25	117.15	128.24
净利润	51.50	73.77	86.29
净利润率(%)	16.57	19.05	19.90

注：经营性业务利润=毛利-期间费用合计。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从利润构成来看，2019年受毛利率明显下降影响，公司经营性业务利润同比下降29.13%。同期非经营性业务盈利水平同比大幅增长。其中，随着对合联营项目拆借的增多，2019年公司利息收入同比增长54.88%至25.18亿元；同期公司通过出售子公司和合联营公司合计实现处置收益13.40亿元；同期公司分占合联营公司溢利合计5.90亿元，同比均明显

上升。此外，2019年主要通过对投资物业的价值重估合计实现公允价值收益8.11亿元。受益于非经营性业务盈利水平的提升，2019年公司净利润同比增长16.98%，净利润率小幅升至19.90%，处于行业较好水平。同时，中诚信国际关注到2019年公司盈利结构中非经营性业务利润占比较高，其盈利能力的稳定性存在一定不确定因素。

公司资产规模稳步增长，财务杠杆处于合理水平；由于合作项目偏多，与合联营公司及合作方保持很大规模资金往来

随着房地产开发业务规模的持续扩大，2019年公司资产规模仍保持增长。具体来看，公司资产主要由待售物业类资产、其他应收类款项、货币资金、于合联营企业的投资和投资物业构成。2019年，随着新增项目储备的增多和已有项目的持续投入，公司待售物业类资产增长较快；同期，公司合作项目增多，与关联方资金往来规模增大，其他应收类款项随之增长，2019年末应收关联方款项、应收非控股股东款项和按金分别为440.14亿元、73.40亿元和56.96亿元；此外，公司货币资金、于合联营企业的投资和投资物业规模亦随着公司业务规模的扩大而相应增长。

公司负债主要由合约负债、有息债务和其他应付类款项构成，2019年末均呈上升态势。具体来看，得益于销售规模的增长，2019年末公司合约负债同比增长37.66%。其他应付类款项随着合作项目增加而增长，其中2019年末应付关联方款项、应付非控股股东款项和利息和其他应付款项分别为306.75亿元、48.15亿元和116.02亿元。此外，受房地产项目增多以及应付工程款增加的影响，公司应付贸易账款及票据亦有所上升。

权益方面，公司权益总额随着利润的积累和非控制权益大幅上升而快速增长。2019年末公司股本、其他储备和非控制权益占比分别为24.75%、21.11%和54.14%。由于公司并表合作项目较多，非控制权益比处于较高水平。

表 25：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2017	2018	2019
货币资金	226.42	257.82	279.81
待售物业类资产	941.81	1,202.61	1,506.04
其他应收类款项	357.65	578.51	667.00
于合联营企业的投资	68.38	140.45	191.09
投资物业	278.12	292.06	312.61
总资产	2,220.44	2,716.38	3,261.49
合约负债	389.29	469.67	646.57
应付贸易账款及票据	91.63	116.93	189.96
其他应付类款项	258.01	367.70	471.28
总负债	1,556.01	1,933.73	2,402.90
非控制权益	335.92	424.69	464.86
权益总额	664.44	782.65	858.58
净负债率(%)	73.28	79.46	79.26

注：货币资金包含现金和现金等价物、受限制银行结余和定期存款；待售类物业包含发展中物业、发展中土地和持作出售物业；其他应收类款项包含其他应收款、按金、应收关联方款项和应收非控股股东款项；其他应付类款项含其他应付款项、应付关联方款项、应付非控股股东款项和利息。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

财务杠杆方面，近年来公司发展速度较快，净负债率出现小幅上升，但公司财务杠杆仍处于相对合理水平。

公司待售物业类资产规模快速增长，去化压力相对较小；周转效率仍有提升空间

2019年，公司项目开发及储备规模持续扩大，合作项目持续增长，使得待售类物业和其他应收类款项同比均快速增长；同期公司货币资金小幅增加。

表 26：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019
待售类物业/总资产	42.42	44.27	46.18
货币资金/总资产	10.20	9.49	8.58
其他应收类款项/总资产	16.11	21.30	20.45
（待售类物业+货币资金）/总资产	52.61	53.76	54.76
发展中物业	665.34	985.99	1,261.24
发展中物业/待售类物业	70.64	81.99	83.75
持作出售物业	117.72	89.91	117.84
持作出售物业/待售类物业	12.50	7.48	7.82
发展中土地	158.75	126.71	126.96
发展中土地/待售类物业	16.86	10.54	8.43

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司待售类物业主要由发展中物业、持作出售

物业和发展中土地构成，其中发展中物业占比较高，持作出售物业不到10%，竣工项目去化压力较小；公司发展土地主要为长沙梅溪湖国际新城项目及南京青龙山国际生态新城项目投入的土地成本。公司项目储备规模适中，存货结构较为合理，对整体流动性能够形成一定支撑。此外，2019年，公司周转效率相对稳定，但仍有一定提升空间。

表 27：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019
存货周转率（次/年）	0.25	0.23	0.23
总资产周转率（次/年）	0.16	0.16	0.15

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019年公司回款情况良好，经营活动净现金流明显增长，但偿债指标仍有待提高

从现金获取能力来看，得益于2019年公司项目的良好回款，经营活动净现金流呈大额净流入。投资活动现金流受向合联营公司投资及增加贷款、向主要股东提供委托贷款呈大额净流出。当年公司筹资活动现金流呈小幅净流出状态。

2019年公司债务规模继续增长，但由于回款情况良好，债务增速有所放缓。公司债务期限结构较为合理，短期债务占比较低。2019年末公司银行贷款、票据、公司债券和其他贷款占比分别为41.30%、23.41%、3.96%和31.33%。2019年公司平均融资成本4.94%，同比下降0.17个百分点，融资成本优势明显。

公司盈利能力小幅提升，但由于债务规模的增加，经调整EBIT利息倍数有所下降。从短期偿债能力来看，公司债务期限结构较为合理，但公司货币资金保有量规模较小，期末受限货币资金74.87亿元，未受限部分无法覆盖短期债务，债务偿还对销售回款和再融资的依赖较大。

表 28：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019
经营活动净现金流	-246.93	20.12	200.99
投资活动净现金流	-155.19	-195.89	-196.45
筹资活动净现金流	416.38	194.36	-45.91
总债务	713.31	879.73	960.36
短期债务	278.27	219.76	266.63
EBITDA	108.87	145.15	155.15
总债务/EBITDA	6.55	6.06	6.19

EBITDA 利息倍数	2.80	2.70	2.24
货币资金/短期债务	0.81	1.17	1.05
经调整 EBIT 利息倍数	3.27	3.18	2.85

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司拥有较为充足的外部授信，需关注公司或有负债风险

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至2019年末，公司取得的银行授信总额为1,571.36亿元，未使用授信余额为873.81亿元。

受限资产方面，截至2019年末，公司受限资产合计642.96亿元，以待售类物业、投资物业和于合营公司的投资为主，受限资产占总资产比重为19.71%。

或有负债方面，截至2019年末，公司就商品房购买者所获按揭贷款向银行做出阶段性担保合计228.68亿元。公司不存在其他对外担保事项。重大诉讼方面，截至2019年末，公司不存在重大未决诉讼。

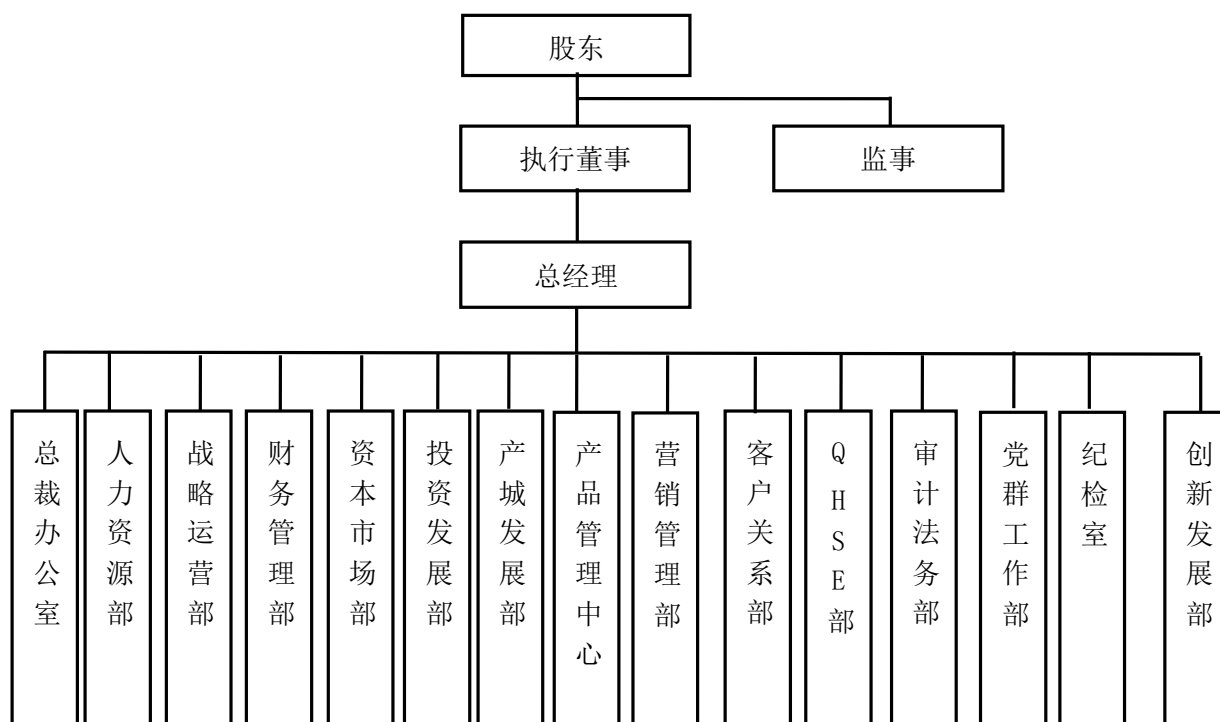
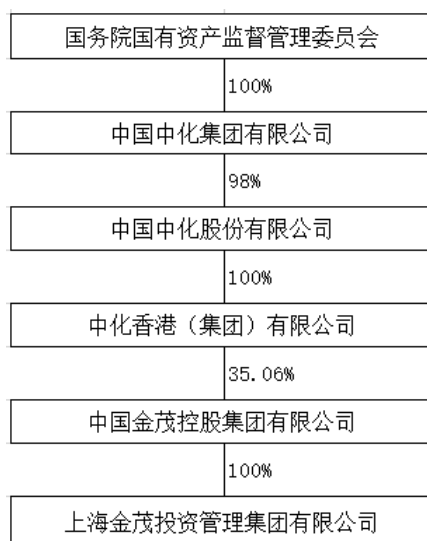
过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020年5月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

综上所述，中诚信国际维持中国金茂控股集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定。中诚信国际认为中国金茂具备极强的综合竞争实力及财务实力，能够为“15金茂投”的按期兑付提供有力的保障。

评级结论

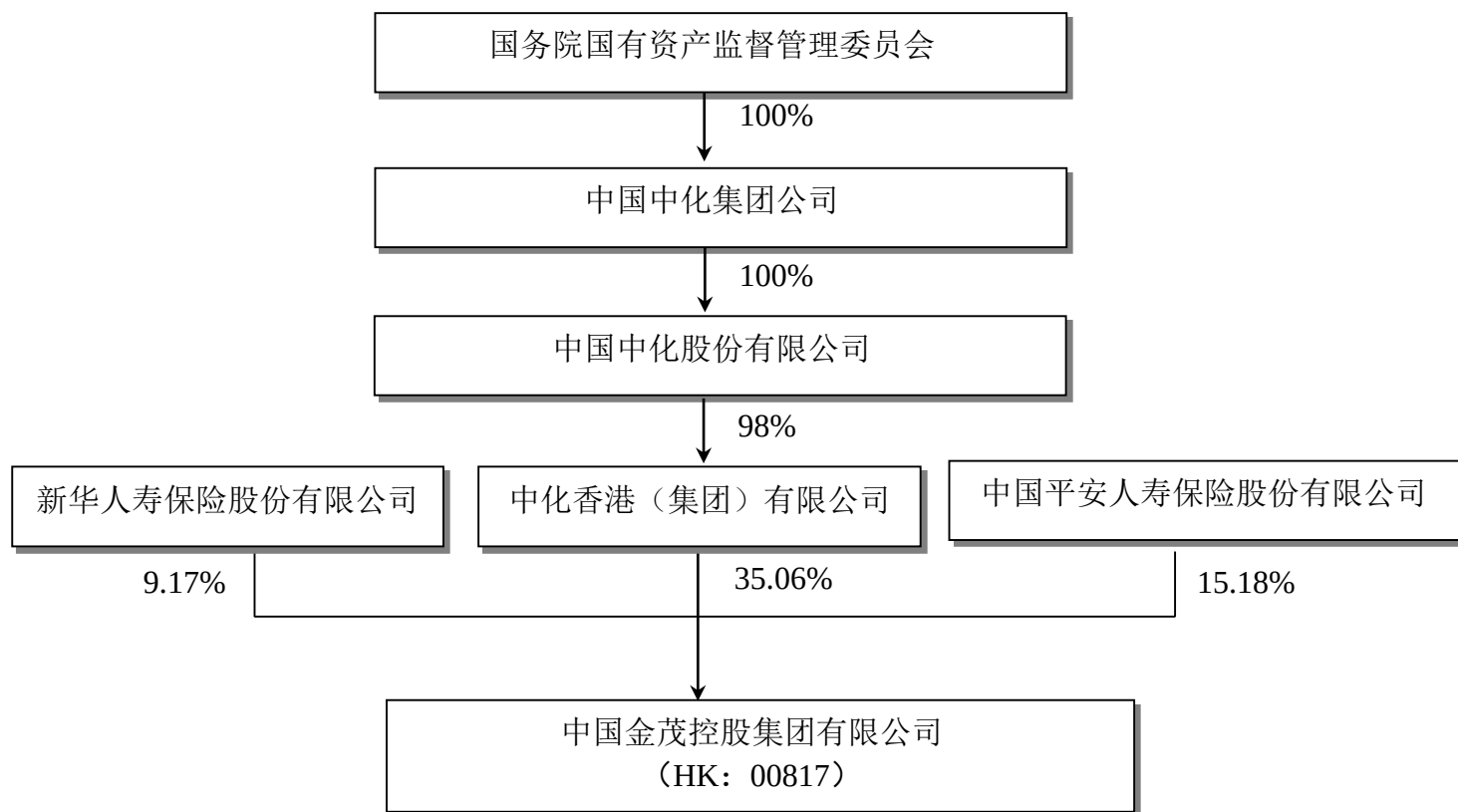
综上所述，中诚信国际维持上海金茂投资管理集团有限公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；维持“15金茂投”的信用等级为**AAA**。

附一：上海金茂投资管理集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）

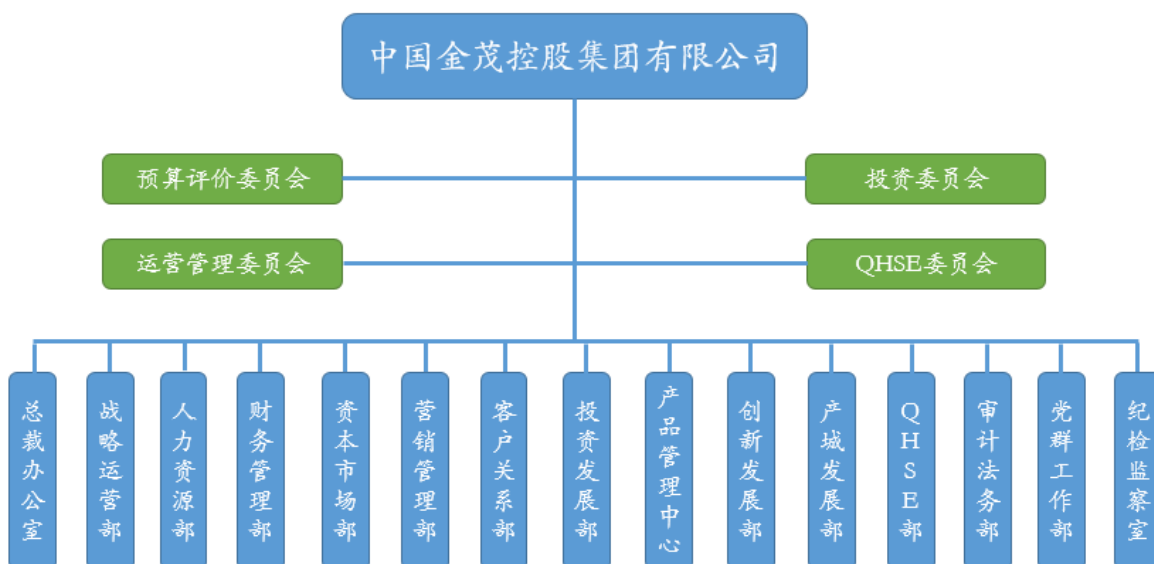


资料来源：公司提供

附二：中国金茂控股集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



注：2019 年末，公众与其他股东持股比例为 40.59%。



资料来源：公司提供

附三：上海金茂投资管理集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,300,899.64	1,984,904.56	1,912,357.69	3,232,843.20
其他应收款	2,663,240.45	5,300,917.68	7,267,914.24	7,152,581.65
存货净额	7,520,539.59	10,390,231.22	13,765,076.62	17,822,947.87
长期投资	548,334.72	1,096,032.97	2,014,674.00	2,204,934.33
固定资产	145,636.65	140,509.64	162,238.36	160,242.69
在建工程	217,451.36	231,948.45	245,013.84	246,314.16
无形资产	31,580.55	33,064.48	40,537.83	40,938.41
投资性房地产	1,867,544.10	1,841,372.21	2,021,498.27	2,021,498.27
总资产	16,215,734.35	22,256,764.38	29,312,405.13	34,627,243.05
预收款项	2,178,578.74	2,760,560.11	5,182,053.46	6,172,680.64
其他应付款	4,748,255.72	7,367,491.60	10,660,690.08	11,875,751.18
短期债务	2,599,863.55	2,031,526.03	1,777,818.22	2,299,860.54
长期债务	2,195,291.88	3,661,570.33	4,028,189.23	6,414,763.16
总债务	4,795,155.43	5,693,096.35	5,806,007.45	8,714,623.70
净债务	3,494,255.79	3,708,191.79	3,893,649.76	5,481,780.50
总负债	12,864,920.78	17,331,430.39	23,605,905.89	28,524,934.45
费用化利息支出	109,847.88	233,419.64	195,782.87	--
资本化利息支出	96,801.28	110,469.68	98,215.17	--
所有者权益合计	3,350,813.57	4,925,333.98	5,706,499.24	6,102,308.60
营业总收入	2,847,894.02	3,239,666.97	2,979,069.29	444,539.48
经营性业务利润	587,054.80	726,081.07	456,975.52	24,908.35
投资收益	55,932.10	96,882.66	284,711.61	112,813.40
净利润	467,669.41	610,059.36	649,072.89	114,403.76
EBIT	761,238.61	1,073,841.63	1,015,989.12	--
EBITDA	773,091.50	1,086,353.73	1,031,954.69	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,672,382.51	3,621,556.94	5,117,520.79	919,188.45
经营活动产生现金净流量	-3,309,224.33	-1,874,562.03	1,360,376.83	-1,835,299.06
投资活动产生现金净流量	-437,470.59	-1,700,913.31	-1,061,651.82	-638,410.23
筹资活动产生现金净流量	4,100,800.18	4,005,969.18	-542,378.33	3,529,463.77
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	33.56	38.93	31.19	29.60
期间费用率（%）	7.49	11.64	9.71	23.13
EBITDA 利润率（%）	27.15	33.53	34.64	--
净利润率（%）	16.42	18.83	21.79	25.74
总资产收益率（%）	5.62	5.58	3.94	--
存货周转率(X)	0.30	0.22	0.17	0.08*
资产负债率（%）	79.34	77.87	80.53	82.38
总资本化比率（%）	58.87	53.62	50.43	58.82
净负债率（%）	104.28	75.29	68.23	89.83
短期债务/总债务（%）	54.22	35.68	30.62	26.39
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.69	-0.33	0.23	-0.84*
经营活动净现金流/短期债务（X）	-1.27	-0.92	0.77	-3.19*
经营活动净现金流/利息支出（X）	-16.01	-5.45	4.63	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.79	1.57	1.13	2.37*
总债务/EBITDA（X）	6.20	5.24	5.63	--
EBITDA/短期债务（X）	0.30	0.53	0.58	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.74	3.16	3.51	--
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	4.15	3.44	3.79	--

注：公司 2020 年 1~3 月报表未经审计；因缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；加“*”数据已经年化处理；已将 2019 年末长期应付款中有息债务调整至长期债务及相关指标计算。

附四：中国金茂控股集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：千元)	2017	2018	2019
货币资金	22,641,734	25,781,779	27,981,311
其他应收款类款项	35,765,021	57,850,895	66,699,668
待售物业类资产	94,181,347	120,261,346	150,603,646
于合联营企业的投资	6,837,740	14,045,268	19,109,042
投资物业	27,812,347	29,205,862	31,260,683
总资产	222,044,379	271,638,243	326,148,527
短期债务	27,826,561	21,976,235	26,662,885
长期债务	43,504,920	65,996,423	69,373,251
总债务	71,331,481	87,972,658	96,036,136
净债务	48,689,747	62,190,879	68,054,825
其他应付款类款项	25,801,440	36,770,114	47,128,232
合约负债	38,928,799	46,967,258	64,657,028
总负债	155,600,667	193,372,976	240,290,346
费用化利息支出	1,692,438	2,420,573	2,269,058
资本化利息支出	2,190,616	2,956,996	4,652,398
权益总额	66,443,712	78,265,267	85,858,181
收入	31,074,845	38,732,667	43,355,941
经营性业务利润	5,227,736	8,648,523	6,129,177
投资收益	2,624,123	452,172	1,930,217
公允价值收益	79,577	233,357	810,740
净利润	5,150,202	7,376,724	8,629,118
EBIT	10,517,221	14,135,275	15,093,159
EBITDA	10,887,292	14,515,456	15,515,469
经营活动净现金流	-24,693,068	2,011,860	20,099,190
投资活动净现金流	-15,518,825	-19,588,655	-19,645,136
筹资活动净现金流	41,637,968	19,436,216	-4,590,594
财务指标	2017	2018	2019
营业毛利率(%)	32.31	37.53	29.44
期间费用/收入(%)	15.49	15.21	15.30
EBITDA/收入(%)	35.04	37.48	35.79
净利润率(%)	16.57	19.05	19.90
存货周转率(X)	0.25	0.23	0.23
资产负债率(%)	70.08	71.19	73.68
总资本化比率(%)	51.77	52.92	52.80
净负债率(%)	73.28	79.46	79.26
短期债务/总债务(X)	0.39	0.25	0.28
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.35	0.02	0.21
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.89	0.09	0.75
经营活动净现金流/利息支出(X)	-6.36	0.37	2.90
总债务/EBITDA(X)	6.55	6.06	6.19
EBITDA/短期债务(X)	0.39	0.66	0.58
EBITDA 利息保障倍数(X)	2.80	2.70	2.24
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	3.27	3.18	2.85

注：中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告财务报表整理；报表科目分类在报告财务分析中列示。

附五：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	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+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	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
	流动比率	=流动资产/流动负债
偿债能力	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附六：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。