

# 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）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：田梓慧 [zhtian@ccxi.com.cn](mailto:zhtian@ccxi.com.cn)

项目组成员：王钰莹 [yywang01@ccxi.com.cn](mailto:yywang01@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 5 月 20 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和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://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 [2021] 跟踪 0357 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“19 金茂 02”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**

**二零二一年五月二十日**

**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”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 金茂 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了股东背景雄厚、公司战略地位进一步提升、销售业绩快速增长、项目储备区域布局良好、投资物业租金收入保持稳定以及继续维持畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际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、合联营项目运营和资金管理情况以及盈利能力下滑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	2018	2019	2020
总资产（亿元）	2,225.68	2,931.24	3,669.46
所有者权益合计（亿元）	492.53	570.65	880.79
总负债（亿元）	1,733.14	2,360.59	2,788.67
总债务（亿元）	569.31	580.60	583.83
营业总收入（亿元）	323.97	297.91	566.80
净利润（亿元）	61.01	64.91	67.91
EBITDA（亿元）	108.64	103.20	113.43
经营活动净现金流（亿元）	-187.46	136.04	286.49
营业毛利率(%)	38.93	31.19	21.14
净负债率(%)	75.29	68.23	16.08
总债务/EBITDA(X)	5.24	5.63	5.15
EBITDA 利息倍数(X)	3.16	3.51	2.44

注：中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告整理；将 2019~2020 年末长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算。

## 正面

- 股东背景雄厚，公司战略地位进一步提升。**公司控股股东中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）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。2020 年，公司股东通过出让股权及增资的方式向公司注入房地产项目公司，使得公司成为中国金茂旗下唯一的房地产开发平台，在股东体系内的重要性进一步提升。
- 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，2020 年公司签约销售金额同比大幅增长 52.52% 至 2,311.00 亿元。2021 年 1~4 月，公司签约销售金额同比大幅增长 92.51%。
- 土地储备区域布局良好。**截至 2020 年末，公司拥有二级项目储备面积（未售口径，不含自持物业和停车位，下同）2,303.26 万平方米；且主要分布在一、二线城市，区域布局良好。

## 同行业比较

2020 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)	营业收入(亿元)	净利润率(%)	存货周转率(X)
华润置地*	2,850	8,690.41	29.48	2.52	--	1,795.87	18.98	0.34
龙湖集团*	2,706	7,651.59	46.50	4.20	--	1,845.50	15.63	0.37
招商蛇口	2,776	7,371.57	28.11	1.48	0.90	1,296.21	13.05	0.27
中国金茂*	2,311	3,877.56	44.68	1.72	--	600.54	10.32	0.30
金茂投资	2,311	3,669.46	16.08	3.74	0.67	566.80	11.98	0.29

注：带“\*”号为港股上市公司；“华润置地”为“华润置地有限公司”简称；“龙湖集团”为“龙湖集团控股有限公司”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；由于港股上市公司未披露销售商品、提供劳务收到的现金数据，故表中相关指标无法计算。

资料来源：中诚信国际整理

- 投资物业租金收入保持稳定。**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；2020 年，在新冠疫情的背景下，公司投资物业出租情况仍然保持良好，实现租金收入 10.18 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。

## 关注

- 房地产行业政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将对房地产企业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较高要求。
- 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较大规模资金往来，合联营项目的运营和资金管理情况有待持续关注。
- 盈利能力下滑。**2020 年，公司对往期部分高地价项目及其他应收款计提大额减值，加之结算项目盈利水平低，导致当期公司盈利能力下滑。

## 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。

**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	上次评级时间	发行金额(亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
19 金茂 02	AAA	AAA	2020/05/22	20.00	20.00	2019/08/28~2024/08/28 (3+2)	公司调整票面 利率选择权及 投资者回售选 择权

## 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

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）（债券简称：“19 金茂 02”、债券代码：“155646”）于 2019 年 8 月 28 日起息，实际发行规模为 20 亿元，发行年限为 5 年（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权），到期日为 2024 年 8 月 28 日，利率为 3.65%。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，

但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总

体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**2020 年 4 月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于 9 月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性**

2020 年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降 24.70% 和 26.30%，均降至 2017 年以来同期最低水平。4 月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于 9 月恢复至 2019 年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长 2.6% 和 8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

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

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020 年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020 年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上同期水平。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。

中诚信国际认为，2020 年上半年受新冠疫情冲击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过 2019 年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

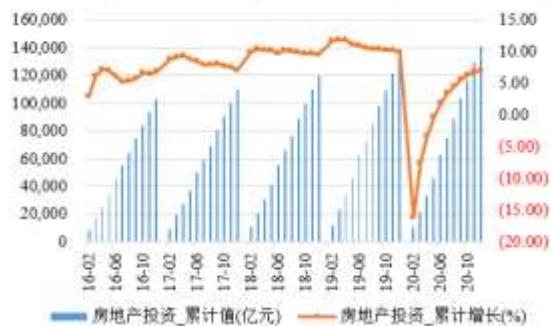
**2020 年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长**

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自 2016 年以来首次出现负增长；4 月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降 1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5 月房地产开发投资额增速出现负增长；6 月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现 7% 增长。

**图 2：近年来全国房地产开发投资情况**

单位：亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

**图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额  
(万平方米、亿元、%)**


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

**在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求**

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控

力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”<sup>1</sup>出台后，国内贷款增速明显回落。**中诚信国际认为**，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》(以下简称“《通知》”)，划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。**中诚信国际认为**，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保

<sup>1</sup> 2020年8月20日，住建部和人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则(简称“三道红线”)。“三道红线”是指将剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比小于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

<sup>1</sup> 2020年8月20日，住建部和人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则(简称“三道红线”)。“三道红线”是指将剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比小于1

持关注。

## 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。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

**表1：2017~2020年国内房企权益销售金额集中度**

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，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。

## 2020年，公司股东通过出让股权及增资的方式向公司注入房地产项目公司；目前公司已成为中国金茂旗下唯一的房地产开发平台及境内资金归集平台

2020年3月，中国金茂发布公告称，公司全资子公司北京方兴亦城置业有限公司（以下简称“亦城置业”）以人民币68.50亿元的现金对价向中化集

团全资子公司中化资产管理有限公司收购武汉化资企业管理咨询有限公司（以下简称“武汉化资”）100%的股权，进而获得杨泗港项目20%的权益、小王庄项目100%的权益和中欧国际城五宗地块项目100%的权益。其中杨泗港项目位于武汉市汉阳区的新港长江城板块，规划总建筑面积约81.43万平方米，以超高层、高层住宅为主；小王庄项目位于天津市东丽区，规划总建筑面积约11.93万平方米，以小高层、洋房住宅为主；中欧国际城五宗地块项目位于青岛市高新区，规划建筑面积中住宅部分约44.89万平方米，以高层住宅为主。

2020年12月，中国金茂向公司注入22家房地产项目公司的事项顺利完成。本次注入的房地产项目大多分布于长三角地区的二、三线城市，为公司项目布局提供了较好补充。同时，该项交易使得公司成为中国金茂旗下唯一的房地产开发平台及境内资金归集平台。

中诚信国际认为，2020年中化集团子公司向公司转让房地产项目公司股权，使得公司在部分二线城市的土储布局有所扩大。且中国金茂将旗下房地产项目纳入公司合并范围后，公司已成为中国金茂旗下唯一的房地产开发平台及境内资金归集平台，在股东体系内的定位更加清晰，未来获得的股东支持力度有望提升。

**2020年，随着股东注入房地产项目公司且公司进一步加大推盘力度，公司销售及结算金额<sup>2</sup>均同比大幅增长，核心一、二线城市项目的销售贡献程度仍然较高；2021年以来，公司签约销售规模延续快速增长趋势**

公司是中国金茂唯一的房地产开发平台及境内资金归集平台，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

<sup>2</sup> 公司2020年房地产开发相关业务数据均采用中国金茂口径，2019年以前数据采用金茂投资原口径；2021年以来业务数据及其同比数

据均采用中国金茂口径。

“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，2020年，公司新开工面积同比增长8.45%；随着前期获取项目建设推进，当期竣工面积同比增长53.55%。截至2020年末，公司在建面积合计2,963万平方米，仍然主要分布于南京、武汉、广州、长沙、北京、上海等一线及核心二线城市。2021年1~3月，公司新开工面积为191万平方米，同比下降27.74%；竣工面积为101万平方米，同比增加23.89%。

**表2：近年来公司全口径房地产开发情况**

指标	(万平方米)			
	2018	2019	2020	2021.1~3
新开工面积	757	1,018	1,104	191
竣工面积	179	394	605	101

注：以上数据不包含土地一级开发项目开工及竣工面积。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

项目销售方面，2020年公司进一步加大推盘力度，且中国金茂向公司注入房地产项目公司，使得当年全口径签约销售金额同比增长52.52%至2,311.00亿元，其中二级开发销售金额为2,203.76亿元。销售区域方面，2020年，公司环渤海、华东、华南地区的二级开发销售金额占比分别为23%、50%和13%；同期一二线城市的二级开发销售额占比仍然处于70%以上。从销售价格来看，2020年，公司销售均价为2.05万元/平方米，同比有所下降，系由于政府限价政策及公司销售项目结构变化所致。2021年1~4月，随着新冠疫情影响减弱及公司业务规模扩大，公司签约销售金额同比增加92.51%至868.30亿元，完成2021年销售目标2,500亿元的35%；当期销售面积同比增加109.32%至541.54万平方米。

**表3：近年来公司全口径销售及结算情况**

指标	(万平方米、亿元、万元/平方米)		
	2018	2019	2020
销售面积	328.57	684.08	1,129.10
销售金额	828.73	1,515.17	2,311.00
销售均价	2.52	2.21	2.05
结算面积	100.14	85.00	139.11

结算金额	227.19	237.49	473.83
结算均价	2.27	2.79	3.41

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

从二级开发项目销售的城市能级来看，公司目前城市主要分布在一线及核心二线城市。2020年公司销售金额共来自全国50个城市，其中在26个城市销售占比超1%，前15大城市合计占比73.37%，区域布局较好且较为分散。

**表4：2020年公司全口径二级开发项目销售前十五大城市分布情况**

城市	签约销售金额	销售金额占比
北京	256.79	11.65%
上海	209.86	9.52%
南京	182.42	8.28%
苏州	125.23	5.68%
杭州	115.96	5.26%
温州	102.48	4.65%
青岛	97.61	4.43%
深圳	73.26	3.32%
广州	68.51	3.11%
天津	67.19	3.05%
长沙	66.56	3.02%
徐州	66.47	3.02%
济南	62.47	2.83%
武汉	61.95	2.81%
无锡	60.06	2.73%
<b>合计</b>	<b>1,616.82</b>	<b>73.37%</b>

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算情况来看，2020年，随着合并范围扩大及前期销售项目逐渐结转，公司结算金额和结算面积分别同比上升99.52%和63.66%至473.83亿元和139.11万平方米；当期结算的高价项目面积占比有所提高，使得结算均价进一步上升。截至2020年末，公司预收款项进一步大幅增长至886.33亿元，已售待结算资源丰富，为公司未来结转收入提供较好保障。

**2020年，公司拿地趋于谨慎，使得新增项目储备面积同比有所下降；存量项目储备仍集中在一、二线城市，区域结构保持良好**

项目获取方面，2020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、上海、苏州、福州及南昌等多个城市共计获取61个项目，新增项目储备建筑面积1,417.00万平方米；其中包括二级项目59个，对应建筑面积1,149.54万平方米，其中约44%的建筑面积来自城市运营项目。从权益口径来看，2020年公司新增项目储备权益口径建筑面积980.82万平方米，权益占比为69%；当期新增获取的二级项目土地面积同比有所下降，主要由于公司拿地趋于谨慎所致。从土地价款来看，2020年公司新增项目总价款为1,030.00亿元；随着公司新拿地项目向高能级城市集中且部分城市地价上涨，当期二级项目平均拿地成本同比上升19.03%至0.90万元/平方米。

**表5：近年来公司新增项目储备情况**

(个、万平方米、亿元)

项目	2018	2019	2020
新增项目	51	52	61
新增项目储备建筑面积	943.64	1,975.30	1,416.10
新增项目储备权益建筑面积	431.34	1,128.13	980.82
新增项目地价总额	808.73	1,017.50	1,030.00

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

土地储备方面，截至2020年末，公司二级项目土地储备<sup>3</sup>规划建筑面积合计为2,303.26万平方米。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。截至2020年末，公司前十大城市二级开发土地储备规划建筑面积合计占比为52%。

**表6：截至2020年末公司全口径二级项目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
武汉	196.80	8.54%
青岛	191.86	8.33%
南京	131.17	5.70%
福州	131.05	5.69%

<sup>3</sup> 土地储备统计为竣工未售+在建未售+拟建口径，不含自持物业和停车位。

佛山	105.30	4.57%
温州	100.77	4.37%
重庆	89.82	3.90%
北京	87.18	3.79%
广州	83.77	3.64%
济南	81.49	3.54%
<b>合计</b>	<b>1,199.22</b>	<b>52.07%</b>

注：上表数据为未售口径，不含自持物业和停车位。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

## 2020年公司继续拓展城市运营业务，一级项目储备资源充足；但土地一级开发进展存在一定不确定性，或对公司经营管理能力提出更高要求

城市运营业务方面，公司集合中化集团各个产业板块及其他企业的产业资源，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。2020年公司新增2个城市运营一级土地开发项目<sup>4</sup>，建筑面积合计284.78万平方米。2020年以来公司城市运营项目一级土地开发面积保持增长态势，2021年3月末一级土地开发总规划建筑面积为3,481.09万平方米<sup>5</sup>，累计出让总规划建筑面积为1,573.21万平方米，未售面积合计1,907.88万平方米；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1,152.75万平方米，南京青龙山国际新城项目累计出让总规划建筑面积157.36万平方米。同期末，公司土地一级开发项目的总投资金额为694.15亿元，尚需投资282.31亿元。2020年，公司一级开发项目出让金额为107.24亿元，同比显著增长。此外，公司拥有参股一级开发项目郑州二七区马寨新城项目，规划建筑面积为488万平方米，权益比例30%，2020年末未出让面积467万平方米。随着公司城市运营项目的持续推进，有望为公司二级开发业务补充一定的土地资源。

<sup>4</sup> 金华东湄未来科学城项目和温州副中心鳌江新城项目。

<sup>5</sup> 数据为合并口径，下同。

**表 7：截至 2021 年 3 月末公司土地一级开发情况**

项目名称	权益比例	总规规划建 筑面积	总投资	已投资	(万平方米、亿元)
					未售 面积
南京青龙山国际生态新城项目	80%	307.97	211.30	144.12	150.61
长沙梅溪湖国际新城项目一期长沙东片区	80%	934.40	163.60	160.80	10.37
长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区	70%	1,268.00	--	44.90	1,039.28
长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块	80%	82.90	6.64	6.64	0.00
宁波生命科学城项目	80%	422.00	159.58	26.83	314.51
嘉善上海之窗智慧科学城	80%	181.04	46.82	17.14	174.18
金华东湄未来科学城项目	80%	180.00	85.70	8.00	180.00
温州副中心鳌江新城项目	80%	104.78	20.51	3.41	38.93
<b>合计</b>	--	<b>3,481.09</b>	<b>694.15</b>	<b>411.84</b>	<b>1,907.88</b>

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。

**表 8：近年来公司主要写字楼物业租赁情况（万平方米、亿元、%）**

项目名称	建筑面积	可租赁面积	租金收入			出租率		
			2018	2019	2020	2018	2019	2020
北京凯晨世贸中心	19.45	11.13	6.55	6.72	6.71	99.60	100.00	100.00
中化大厦	4.91	4.04	1.08	1.11	1.13	100.00	100.00	96.10
南京玄武湖金茂广场一期	22.58	5.48	0.62	0.71	0.74	88.50	86.20	93.20
长沙梅溪湖研发中心	13.29	1.09	0.11	0.10	0.10	100.00	100.00	100.00
<b>合计</b>	<b>60.23</b>	<b>21.74</b>	<b>8.36</b>	<b>8.64</b>	<b>8.68</b>	--	--	--

注：上述租金收入为业务口径，与财务分板块收入有所差异；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

酒店运营方面，公司坚持高端酒店经营的发展战略，通过与世界著名的国际酒店管理公司合作提升酒店整体竞争实力及品牌影响力。公司委托酒店管理公司管理酒店日常运营，并按照管理合同支付一定管理费用。目前公司经营酒店资产主要是南京威斯汀大酒店和长沙金茂梅溪湖酒店；2020 年，在新冠疫情的冲击下，南京威斯汀大酒店和长沙金茂梅溪湖酒店的入住率及平均房价均有所下降，营业收入分别同比减少 45% 和 18% 至 0.44 亿元和 0.97 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**中诚信国际认为，2020 年公司继续积极推进城市运营业务，一级开发项目储备资源充足，但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。**

**2020 年，公司旗下的写字楼物业继续提供稳定的租金收入；但新冠肺炎疫情对公司酒店物业运营带来一定的不利影响**

2020 年，公司投资物业租金收入 10.18 亿元，同比基本持平。公司投资物业租金收入主要来自北京凯晨世贸中心和中化大厦等写字楼物业，2020 年中化大厦出租率因疫情影响而同比有所下降。2020 年新冠肺炎疫情期间，公司对所有租户提供 17 天租金免除政策，对一季度租户稳定性和租金收入带来不利影响，但全年租赁情况仍然保持良好。

## 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 2018~2020 年度财务报告，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 2019~2020 年末长期应付款中的有息债务调整至长期债务。公司在 2020 年发生同一控制下企

业合并事项<sup>6</sup>，故 2020 年度审计报告期初及上期数据进行了追溯调整；评级报告使用的 2019 年度财务数据为未经追溯调整的数据。

### 2020 年以来受公司结算土地成本偏高项目，部分项目处于亏损状态，毛利率水平有所下滑；此外，公司对往期部分高地价项目及其他应收款项计提大额减值，导致当期公司盈利能力同比大幅下滑

受合并范围扩大及物业销售确认收入大幅上升的影响，2020 年公司营业总收入同比明显上升；但受当期结利项目土地成本偏高影响，部分项目有所亏损，物业销售（不含一级开发）毛利率大幅下滑，并对其整体毛利率水平造成拖累。截至 2020 年末公司预收账款增至 886.33 亿元，为当期物业销售收入的 1.63 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，公司营业总收入同比增长 90.26% 至 566.80 亿元，当期毛利率降至 21.14%。

**表 9：近年来金茂投资主要收入和毛利率构成（亿元、%）**

收入	2018	2019	2020
物业销售	227.19	237.49	545.00
土地一级开发	81.42	42.91	
物业租赁	9.68	10.12	10.18
酒店运营	1.84	1.99	1.09
物业管理	0.54	0.69	10.53
其他	3.30	4.71	
<b>合计</b>	<b>323.97</b>	<b>297.91</b>	<b>566.80</b>
毛利率	2018	2019	2020
物业销售	33.50	26.86	19.91
土地一级开发	49.82	43.59	
物业租赁	75.31	77.37	79.96
酒店运营	44.66	49.31	31.19
物业管理	27.06	27.90	27.26
其他	35.95	29.91	
<b>营业毛利率</b>	<b>38.93</b>	<b>31.19</b>	<b>21.14</b>

资料来源：金茂投资提供，中诚信国际整理

从期间费用来看，2020年，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；受利息收入<sup>7</sup>增加及当期大部分利息支出资本化计入存货的影响，公司财务费用转负。2020年，

<sup>6</sup> 公司在 2020 年度发生同一控制下企业合并事项如下：①公司全资子公司亦城置业以 68.50 亿元的现金对价收购武汉化资 100% 的股权，合并日为 2020 年 6 月 12 日；②中国金茂向公司注入 10 家 BVI/香港公司，合并日为 2020 年 12 月 23 日。

受财务费用下降的影响，公司期间费用同比降低，同期公司收入大幅增加，导致当期期间费用率显著下降。

**表 10：近年来金茂投资盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020
销售费用	8.85	12.13	19.66
管理费用	11.30	16.68	21.83
财务费用	17.55	0.11	-14.60
期间费用合计	37.71	28.92	26.89
期间费用率(%)	11.64	9.71	4.74
经营性业务利润	72.61	45.70	81.42
资产减值损失	--	--	42.47
公允价值变动收益	1.31	4.13	8.70
投资收益	9.69	28.47	39.60
营业外损益	0.44	3.70	1.93
利润总额	84.04	82.02	89.18
净利润	61.01	64.91	67.91
净利润率(%)	18.83	21.79	11.98

资料来源：金茂投资财务报表，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，由于 2020 年公司物业开发确认收入大幅上升，当年经营性业务利润同比上升。公司依托境内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，近年来获取到较为稳定的投資收益；2020 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。2020 年，公司对往期部分高地价项目及其他应收款项计提大额减值<sup>8</sup>，加之结算项目盈利水平低，导致当期公司净利润率同比大幅下滑。

### 2020 年公司完成同一控制下企业合并事项，资产规模持续增长；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

经营规模扩大及合并范围增加带动公司资产总额快速增加，2020 年总资产同比增长 25.18%。资产构成方面，公司流动资产占比保持较高水平，2020 年末流动资产占总资产比重 84.45%。流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2020 年公司销售回款增长较多，货币资金上升。其他应

<sup>7</sup> 2020 年度，公司利息收入为 39.60 亿元，同比增长 53.19%。

<sup>8</sup> 2020 年度，公司计提存货跌价损失为 29.26 亿元，坏账损失为 13.21 亿元。

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，2020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15.49%。存货主要由开发成本构成，2020年随着合并范围扩大且新增项目及在建项目的持续投入，存货规模同比增长21.66%。

非流动资产方面，2020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，2020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，其中其他应付款2020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。

所有者权益方面，受同一控制下企业合并事项和公司合作项目增多影响，2020年末公司少数股东权益同比明显增长，公司所有者权益规模也持续增长。截至2020年末，公司其他权益工具余额为20.00亿元，主要为公司发行的永续债券。2020年末，公司实收资本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占所有者权益比重分别为0.07%、0.25%、17.46%和79.77%。受中国金茂向公司注入22家房地产项目公司的影响，控股子公司少数股东投入快速增长，由2019年末的401.85亿元增至2020年末的702.64亿元。

财务杠杆方面，2020年末公司债务规模基本保持稳定，但受益于公司货币资金<sup>9</sup>大幅上升，净负债率明显下降。

**表11：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）**

	2018	2019	2020
货币资金	198.49	191.24	442.22
存货	1,039.02	1,376.51	1,674.67
其他应收款	530.09	726.79	709.10
长期股权投资	107.80	199.67	270.77
投资性房地产	184.14	202.15	213.97
<b>总资产</b>	<b>2,225.68</b>	<b>2,931.24</b>	<b>3,669.46</b>

<sup>9</sup> 2019~2020年末，公司银行存款分别为163.85亿元和361.00亿元。

预收款项	276.06	518.21	886.33
应付账款	84.85	127.94	227.97
其他应付款	736.75	1,066.07	997.70
总债务	569.31	580.60	583.83
<b>总负债</b>	<b>1,733.14</b>	<b>2,360.59</b>	<b>2,788.67</b>
少数股东权益	349.90	401.85	702.64
未分配利润	90.58	134.52	153.77
<b>所有者权益</b>	<b>492.53</b>	<b>570.65</b>	<b>880.79</b>
资产负债率(%)	77.87	80.53	76.00
净负债率(%)	75.29	68.23	16.08
总资本化比率(%)	53.62	50.43	39.86

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，周转效率明显提升

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2020年末，分别占流动资产的54.04%、14.27%和22.88%。

**表12：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）**

	2018	2019	2020
流动资产/总资产 (%)	83.62	82.76	84.45
存货/流动资产 (%)	55.83	56.74	54.04
货币资金/流动资产 (%)	10.67	7.88	14.27
其他应收款/流动资产 (%)	28.48	29.96	22.88
(存货+货币资金)/流动资产 (%)	66.50	64.63	68.32
开发成本（亿元）	972.83	1,257.89	1,561.42
开发成本/存货 (%)	93.63	91.38	93.24
开发产品（亿元）	65.63	118.62	113.15
开发产品/存货 (%)	6.32	8.62	6.67

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，2020年末开发成本占比为93.24%，开发产品占比较小，公司产品去化压力较小。周转率方面，2020年公司营业总收入规模增长明显，高于同期存货规模和总资产规模的增幅，使得存货周转率和总资产周转率均呈现明显上升。

**表13：近年来公司周转率相关指标**

	2018	2019	2020
存货周转率(次/年)	0.22	0.17	0.29
总资产周转率(次/年)	0.17	0.12	0.16

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

元。

## 2020 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，2020 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 69.17%，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活动现金收支。

2020 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，2020 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 20.24%，以长期债务为主的债务期限结构相对合理。

2020 年由于营业毛利率下降，且利息支出上涨，公司经调整 EBIT 利息倍数同比有所下降；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能完全覆盖总债务。从短期偿债能力来看，2020 年公司货币资金保有量明显上升，2020 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大幅上升，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）**

	2018	2019	2020
经营活动净现金流	-187.46	136.04	286.49
销售商品、提供劳务收到的现金	362.16	511.75	865.75
投资活动净现金流	-170.09	-106.17	17.37
筹资活动净现金流	400.60	-54.24	-107.05
总债务	569.31	580.60	583.83
短期债务	203.15	177.78	118.16
长期债务	366.16	402.82	465.67
短期债务/总债务(%)	35.68	30.62	20.24
EBITDA	108.64	103.20	113.43
总债务/EBITDA	5.24	5.63	5.15
EBITDA 利息倍数	3.16	3.51	2.44
货币资金/短期债务	0.98	1.08	3.74
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.57	1.13	0.67
经调整 EBIT 利息倍数	3.44	3.79	2.92

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 2020 年末，金茂投资在各家银行授信总额度为 1,011.44 亿元，其中未使用授信额度为

524.62 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 2020 年末，公司受限资产账面价值合计 874.71 亿元，占同期末总资产的 23.84%，其中受限存货 677.11 亿元，占同期末受限资产账面价值的 77.41%。

或有事项方面，截至 2020 年末，公司为个人购房按揭贷款担保余额为 296.42 亿元，该部分代偿风险较小；公司无其他对外担保事项。此外，截至 2020 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《过往债务履约情况表》，2018~2020 年以及 2021 年一季度，公司及下属子公司不存在债务违约情况。

## 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；公司是中国金茂旗下唯一的房地产开发运营平台及资金归集平台，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 30 次进入《财富》全球 500 强，2020 年位列第 109 位，综合实力雄厚。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，近年来中国金茂逐渐将旗下房地产项目纳

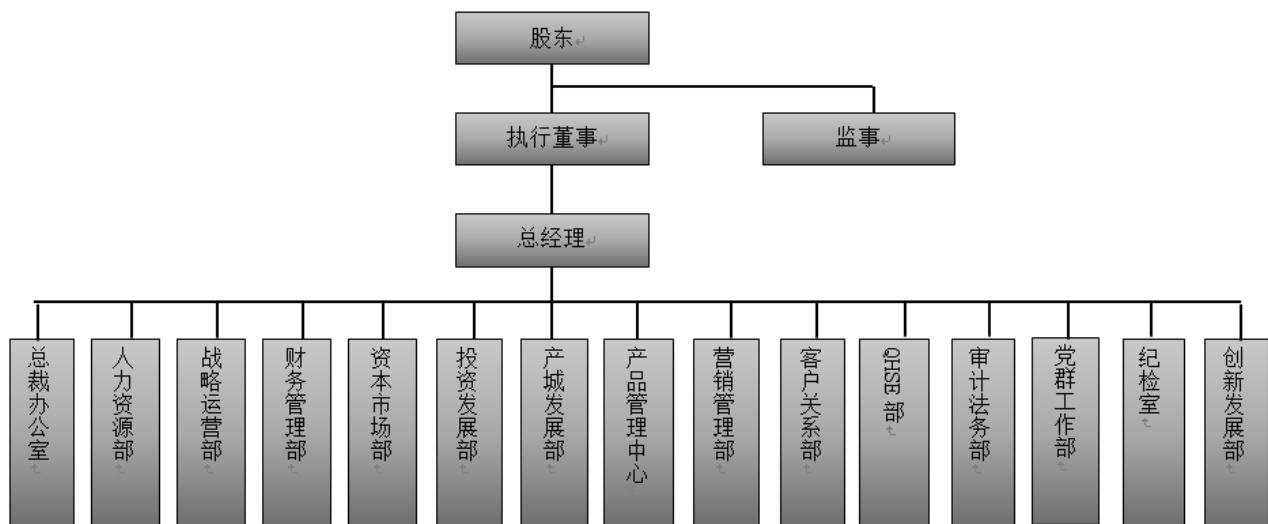
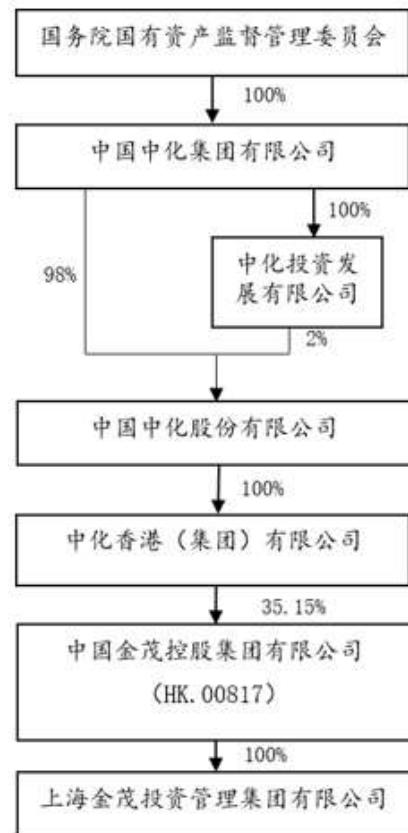
入公司合并范围内，截至 2020 年末公司已成为中国金茂旗下唯一的房地产开发平台及境内资金归集平台。截至 2020 年末，公司资产总额占中国金茂总资产的比重为 95%，2020 年全口径签约销售金额占比为 100%。此外，公司作为中国金茂的资金归集平台，在资金调拨和直接融资等方面持续获得中国金茂较大力度支持。2020 年末，公司其他应付款中应付中国金茂的余额为 396.77 亿元。整体来看，公司战略定位重要，可获得中国金茂和中化集团的有力支持。

2021 年 3 月 31 日，公司控股股东中国金茂接到中化集团来函，告知中化集团收到国资委《关于中国中化集团有限公司和中国化工集团有限公司重组的通知》。经国务院批准，中化集团与中国化工集团有限公司（以下简称“中国化工集团”）将实施联合重组，新设由国资委代表国务院履行出资人职责的新公司，中化集团和中国化工集团将整体划入该新公司。本次战略重组后，中化集团作为公司间接控股股东及国资委作为公司实际控制人未发生变化。2021 年 5 月 8 日，由中化集团与中国化工集团联合重组而成的中国中化控股有限责任公司（以下简称“中国中化”）正式揭牌成立，中国中化业务范围覆盖生命科学、材料科学、基础化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域。**中诚信国际认为**，上述重组事项有望促进公司股东内部资源整合与管理体系优化，进而为公司未来业务发展带来助力。

## 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“19 金茂 02”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 2020 年末）



注：经国务院批准，中化集团与中国化工集团有限公司实施联合重组，新设由国资委代表国务院履行出资人职责的新公司，中化集团和中国化工集团有限公司将整体划入该新公司。2021年5月8日，由中化集团与中国化工集团联合重组而成的中国中化正式揭牌成立。中化集团作为公司间接控股股东及国资委作为公司实际控制人未发生变化。

资料来源：公司提供

## 附二：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）	2018	2019	2020
货币资金	1,984,904.56	1,912,357.69	4,422,231.22
其他应收款	5,300,917.68	7,267,914.24	7,091,000.01
存货净额	10,390,231.22	13,765,076.62	16,746,715.46
长期投资	1,096,032.97	2,014,674.00	2,707,717.74
固定资产	140,509.64	162,238.36	176,410.28
在建工程	231,948.45	245,013.84	267,582.61
无形资产	33,064.48	40,537.83	46,853.60
投资性房地产	1,841,372.21	2,021,498.27	2,139,742.72
总资产	22,256,764.38	29,312,405.13	36,694,561.95
预收款项	2,760,560.11	5,182,053.46	8,863,272.07
其他应付款	7,367,491.60	10,660,690.08	9,976,979.55
短期债务	2,031,526.03	1,777,818.22	1,181,586.36
长期债务	3,661,570.33	4,028,189.23	4,656,742.55
总债务	5,693,096.35	5,806,007.45	5,838,328.91
净债务	3,708,191.79	3,893,649.76	1,416,097.69
总负债	17,331,430.39	23,605,905.89	27,886,687.67
费用化利息支出	233,419.64	195,782.87	228,958.94
资本化利息支出	110,469.68	98,215.17	235,637.03
所有者权益合计	4,925,333.98	5,706,499.24	8,807,874.28
营业总收入	3,239,666.97	2,979,069.29	5,667,992.78
经营性业务利润	726,081.07	456,975.52	814,179.87
投资收益	96,882.66	284,711.61	396,033.83
净利润	610,059.36	649,072.89	679,114.94
EBIT	1,073,841.63	1,015,989.12	1,120,745.22
EBITDA	1,086,353.73	1,031,954.69	1,134,251.20
销售商品、提供劳务收到的现金	3,621,556.94	5,117,520.79	8,657,541.88
经营活动产生现金净流量	-1,874,562.03	1,360,376.83	2,864,859.73
投资活动产生现金净流量	-1,700,913.31	-1,061,651.82	173,723.75
筹资活动产生现金净流量	4,005,969.18	-542,378.33	-1,070,501.74
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率（%）	38.93	31.19	21.14
期间费用率（%）	11.64	9.71	4.74
EBITDA 利润率（%）	33.53	34.64	20.01
净利润率（%）	18.83	21.79	11.98
总资产收益率（%）	5.58	3.94	3.40
存货周转率(X)	0.22	0.17	0.29
资产负债率（%）	77.87	80.53	76.00
总资本化比率（%）	53.62	50.43	39.86
净负债率（%）	75.29	68.23	16.08
短期债务/总债务（%）	35.68	30.62	20.24
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.33	0.23	0.49
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.92	0.77	2.42
经营活动净现金流/利息支出(X)	-5.45	4.63	6.17
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.57	1.13	0.67
总债务/EBITDA(X)	5.24	5.63	5.15
EBITDA/短期债务(X)	0.53	0.58	0.96
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.16	3.51	2.44
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	3.44	3.79	2.92

注：为计算有息债务，中诚信国际将公司 2019~2020 年末长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

## 附三：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
经营效率	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	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
	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)/营业收入
盈利能力	经营性业务利润	=营业收入-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-保单红利支出一分保费-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
	净利润率	=净利润/营业收入
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
	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
偿债能力	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”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”。

## 附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	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。
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
<b>CC</b>	基本不能保证偿还债券。
<b>C</b>	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
<b>A-1</b>	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息风险较小，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息风险很高，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。