
上海金茂投资管理集团有限公司 2022 年面向专业 投资者公开发行公司债券（第二期）信用评级报告

项目负责人：田梓慧 zhtian@ccxi.com.cn

项目组成员：吴艳名 ymwu01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 3 月 21 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发行人构成委托关系外，中诚信国际与发行人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发行人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。
- 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方组织或个人的干预和影响。
- 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。
- 本次信用评级结果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。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]0774D 号

上海金茂投资管理集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司拟发行的“上海金茂投资管理集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，本期公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年三月二十一日

发行要素

发行人	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
上海金茂投资管理 集团有限公司	不超过人民 币 15 亿元	3+2 年	按年付息，到期一次 性偿还本金	拟将 11 亿元用于支持产业内协同性较强的企业缓解流动 性压力（包括但不限于置换发行人前期投入资金及后续资 产投资与收购等方式），4 亿元用于偿还到期债务

评级观点：中诚信国际评定“上海金茂投资管理集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用等级为 **AAA**。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、项目储备较为充裕、区域布局总体较好、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了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、土地一级开发进展存在一定不确定性、盈利空间收窄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	2018	2019	2020	2021.9
总资产（亿元）	2,225.68	2,931.24	3,669.46	4,173.45
所有者权益合计（亿元）	492.53	570.65	880.79	919.83
总负债（亿元）	1,733.14	2,360.59	2,788.67	3,253.62
总债务（亿元）	569.31	580.60	583.83	582.61
营业总收入（亿元）	323.97	297.91	566.80	368.75
净利润（亿元）	61.01	64.91	67.91	42.49
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	50.78
营业毛利率(%)	38.93	31.19	21.14	19.20
净负债率(%)	75.29	68.23	16.08	25.08
总债务/EBITDA(X)	5.24	5.63	5.15	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.16	3.51	2.44	--

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际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 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2021 年 1-9 月财务报表整理。公司财务报表均按照新会计准则编制，均使用期末数；2、为计算债务，中诚信国际将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算。

正面

■ **股东背景雄厚，且具有重要的战略地位。**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，公司是中国金茂最重要的房地产开发主体，2020 年中国金茂将多家公司股权注入金茂投资，公司在中国金茂体系中继续发挥重要作用。

- **土地储备较为充裕，区域布局总体较好。**公司拥有充沛的土地储备，且主要分布在一、二线城市，区域布局总体较好。
- **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，对公司收入形成有效补充。
- **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

- **房地产行业风险。**在监管政策的持续影响下，2021 年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经有所调整，但当前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。
- **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。
- **盈利空间收窄。**受结转项目成本较高影响，2020 年以来公司物业销售毛利率明显下滑且处于较低水平，加之计提大额资产减值损失，对其盈利造成不利影响。
- **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。

发行人概况

公司于 2007 年 11 月由中国金茂出资成立。作为中国金茂在中国境内的最主要运营主体，公司目前主要从事房地产开发业务，开发项目以中高端住宅为主。此外还持有北京凯晨世贸中心和中化大厦等优质资产，为其提供较为稳定的租金收入。2020 年以来，中国金茂将其持有的运盛控股有限公司等 10 家 BVI/香港公司的股权注入公司控制、管理的下属子企业，股权重组于 2020 年 12 月 31 日完成，公司规模和运营实力将有所提升。自此，中国金茂绝大部分开发项目公司均在公司及下属子公司控制范围内，公司作为中国金茂境内的最主要运营主体的定位进一步明确。

公司控股股东中国金茂为港股上市公司，股票代码 HK.00817。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¹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”）分别转让中国金茂 17.87 亿股和 0.16 亿股，获得约 86.74 亿港元；同时中国金茂又以每股 4.8106 港元向中化香港配售 1.69 亿股，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中国金茂 15.20% 和 9.18% 的股权，平安人寿成为中国金茂第二大股东；中化香港（集团）有限公司对中国金茂持股比例由此前的 49.71% 下降至 35.10%，仍为中国金茂的控股股东，中国金茂的实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。截至 2021 年 9 月末，中国金茂的大股东中化香港持股比例分别为 35.28%。

本期公司债券概况

公司本次债券注册总额不超过 90 亿元，采取分期发行，本期债券发行总额不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元），发行期限为 3+2 年。本期债券为

固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由发行人与主承销商协商确定。偿还方式为按年付息，到期一次性偿还本金。本期债券募集资金扣除发行费用后拟将 11 亿元用于支持产业内协同性较强的企业缓解流动性压力（包括但不限于置换发行人前期投入资金及后续资产投资与收购等方式），4 亿元用于偿还到期债务。

发行人有权决定在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后 2 年的票面利率，发行人决定行使票面利率调整选择权的，自票面利率调整生效日起，本期债券的票面利率按照以下方式确定：调整后的票面利率以发行人发布的票面利率调整实施公告为准，且票面利率的调整方向和幅度不限。

发行人发出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，债券持有人有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券在本期债券存续期的第 3 年末按面值全部或部分回售给发行人。

行业环境

随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021 年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

2021 年上半年房地产市场保持较高热度，1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9% 和 27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7 月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中 9 月以来商品房销售面积及销售额还低于 2019 年同期。与此同时，下半年以来国房景气指数持续回落，表明市场对房地产市场信心较弱。尽管四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策有所微调，着力恢复

¹ 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”）。

房地产合理融资需求及居民合理购房需求，但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期，叠加房地产税试点工作仍存在一定不确定性，中诚信国际认为房地产市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

图 1：近年来全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

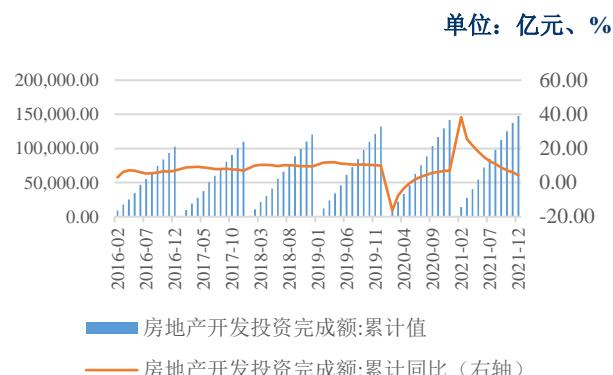
从商品房价格来看，2021 年 12 月，70 个大中城市商品住宅销售价格环比总体延续四季度以来的下降态势，同比涨幅回落。其中一线城市、二线城市及三线城市新建商品住宅价格同比涨幅分别为 4.4%、2.8% 和 0.9%，增速较 6 月回落 1.7、2.0 和 2.8 个百分点。从商品房去化情况看，随着 2021 年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至 2021 年 12 月末，商品房待售面积为 51,023.00 万平方米，同比增长 2.4%，房地产市场整体去化压力有所上升。其中，此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市面临更大的去化压力。

2021 年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021 年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长 15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长 3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房

金融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021 年全年，房地产开发投资同比增速已经降至 4.40%，创 2016 年以来年增速新低，而房地产新开工面积则呈现负增长态势，同比回落 11.4%。

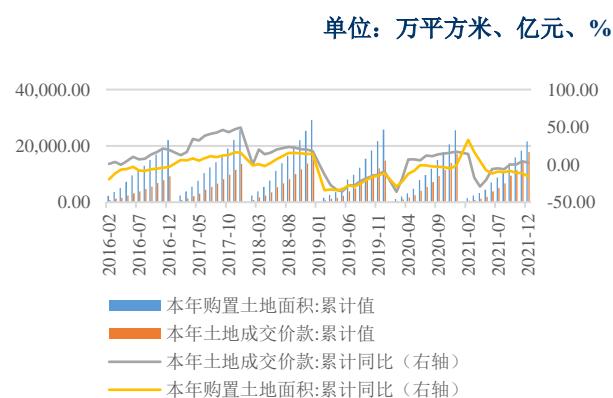
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2021 年 2 月以来，22 座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。总体来看，2021 年房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降 15.5% 和同比上升 2.8%。

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

为维护房地产行业平稳健康发展，2021年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求

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”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016 年 10 月以来，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，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020 年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在 8 月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。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》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。2021 年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。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 座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021 年 7 月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021 年以来部分房地产发债企业发生信用风险事件，境内外债券投资者信心较弱，部分房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021 年四季度以来政策端已经有所松动：9 月底以来监管

部门密集发声，要求金融机构满足房地产合理融资需求；10 月以来交易商协会及交易所相继表态支持符合条件的房地产企业发债融资；12 月中国人民银行和银保监会联合印发《关于做好重点房地产企业风险处置项目并购金融服务的通知》，要求银行业金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目。同时，还要求银行加大债券融资的支持力度、积极提供并购的融资顾问服务、提高并购的服务效率、做好风险管理等；12 月中旬召开的中央经济工作会议在强调“房住不炒”定位的同时，提出“支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”；而从各地政策来看，公开信息显示，2021 年四季度以来，已有桂林、晋江、芜湖、荆门、衡阳等 20 多个城市发布稳楼市政策，包括购房补贴、贷款贴息、契税补贴等，2022 年 1 月底，安徽省则在《进一步做好近期促进消费工作若干措施》，提出鼓励房产领域降低首付比例等举措；此外，央行及银保监会均在 2022 年工作部署中提及“促进房地产业良性循环和健康发展”。中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

发行人信用质量分析概述

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。

公司开发经验丰富,品牌知名度高;在股东注入项目公司及核心一、二线城市项目的销售带动下,销售业绩持续增长

公司主营业务突出,物业销售及土地一级开发为收入的主要来源,近年来合计收入占比均保持在90%以上;同时,公司物业出租及管理收入等能对公司收入形成一定补充。得益于股东注入房地产项目公司以及物业开发业务扩张,2020年以来公司主营业务收入大幅增长。

表1:公司主要板块收入结构及占比(亿元、%)

收入	2018	2019	2020	2021.1~9
物业开发	308.61	280.40	545.00	349.48
其中:一级开发	81.42	42.91	69.84	

² 在建面积数据为并表口径。

物业租赁	9.68	10.12	10.18	8.25
酒店运营	1.84	1.99	1.09	1.24
其他	3.84	5.40	10.53	9.78
合计	323.97	297.91	566.80	368.75
占比	2018	2019	2020	2021.1~9
物业开发	95.26	79.72	96.15	94.77
物业租赁	2.99	3.40	1.80	2.24
酒店运营	0.57	0.67	0.19	0.34
其他	1.19	1.81	1.86	2.65
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注:其他收入包括物业管理、绿色建筑节能收入等。

资料来源:公司提供

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张。此外,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,2018~2020年,公司新开工及竣工面积均保持增长态势。2021年1~9月,受前期拿地节奏放缓影响,同期新开工面积同比小幅下降3.78%。同期,随着前期获取项目建设推进及项目公司注入,公司竣工面积同比大幅增长。截至2021年9月末,公司在建项目76个,在建面积合计约2,352.83万平方米²,主要位于南京、青岛、杭州、天津、佛山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(万平方米)

指标	2018	2019	2020	2021.1~9
新开工面积	757	1,018	1,104	840
竣工面积	179	394	605	572

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,得益于资产注入后经营规模扩大,同时依托其优质的项目储备及产品打造能力,公司销售面积及销售金额持续增长;但由于限价政策及一级开发销售占比变化,公司销售均价呈下降态势。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在

70%以上。2021年1~9月，公司签约销售金额同比增加至1,758.00亿元，完成2021年销售目标的70%；当期销售面积为994.92万平方米，亦同比上升。

表3：近年来公司房地产运营情况

(万平方米、亿元、万元/平方米)

指标	2018	2019	2020	2021.1~9
销售面积	328.57	684.08	1,129.10	994.92
销售金额	828.73	1,515.17	2,311.00	1,758.00
销售均价	2.52	2.21	2.05	1.77
结算面积	100.14	85.00	139.11	213.85
结算金额	227.19	237.49	473.83	345.97
结算均价	2.27	2.79	3.41	1.62

注：上表销售面积和销售金额数据包括一级开发项目；2018-2020年结算数据未包含一级开发，2021年1~9月包含一级开发。

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。2021年1~9月，公司销售区域分布较2020年保持稳定。

表4：公司全口径项目销售前十五大城市分布情况

(亿元)

城市	2020		2021.1~9	
	签约销售金额	销售金额占比	签约销售金额	销售金额占比
北京	256.79	11.65%	194.33	11.05%
上海	209.86	9.52%	101.67	5.78%
南京	182.42	8.28%	177.84	10.12%
苏州	125.23	5.68%	89.49	5.09%
杭州	115.96	5.26%	124.06	7.06%
温州	102.48	4.65%	87.60	4.98%
青岛	97.61	4.43%	103.34	5.88%
深圳	73.26	3.32%	40.24	2.29%
广州	68.51	3.11%	73.07	4.16%
天津	67.19	3.05%	39.59	2.25%
长沙	66.56	3.02%	--	--
徐州	66.47	3.02%	--	--
济南	62.47	2.83%	46.41	2.64%
武汉	61.95	2.81%	69.83	3.97%
无锡	60.06	2.73%	37.61	2.14%
宁波	--	--	68.60	3.90%
义乌	--	--	48.39	2.75%
合计	1,616.82	73.37%	1,302.06	74.06%

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。2021年1~9月，公司一线城市结算金额减少，结算金额大幅下降。截至2021年9月末，公司预收款项进一步大幅增长至1,128.53亿元，已售待结算资源丰富，为公司未来结转收入提供较好保障。

公司存量项目储备区域集中在一、二线城市，为未来发展奠定基础

项目获取方面，近年来公司继续积极在一、二线城市获取土地储备，2020年公司在北京、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%；由于公司拿地趋于谨慎，当期新增获取的二级项目土地面积同比有所下降。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持续上升。2021年1~9月，公司新增项目49个，新增项目建筑面积同比上升12%，其中来自城市运营部分占比有一定程度下降。同期，新增土地储备金额同比大幅增加；受公司加大一线城市项目投资及城市运营拿地占比降低影响，当期新增项目楼面均价大幅上升。

表5：近年来公司新增项目储备情况

(万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2018	2019	2020	2021.1~9
新增项目(个)	51	52	61	49
新增项目储备建筑面积	943.64	1,975.30	1,416.10	836.23
新增项目储备权益建筑面积	431.34	1,128.13	980.82	440.72
新增项目地价总额	808.73	1,017.50	1,030.00	1,046.71

新增项目楼面均价 8,570.32 | 5,151.12 | 7,273.50 | 12,516.91

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 2021 年 7 月末，公司二级项目土地储备³规划建筑面积合计为 3,735 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 2021 年 7 月末，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 55%，分布较为分散。

表 6：2021 年 7 月末公司全口径二级项目土地储备前十大城市分布情况

城市	规划建筑面积	(万平方米)	占比
武汉	338		9%
南京	293		8%
青岛	284		8%
苏州	236		6%
福州	173		5%
广州	158		4%
北京	155		4%
南昌	154		4%
佛山	132		4%
重庆	131		3%
合计	2,054		55%

注：上表数据为未售口径。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司积极推进城市运营业务，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 年以来公司新增金华东湄未来科学城项目和温州副中心鳌江新城项目，建筑面积合计 284.78 万平方米。截至 2021 年 9 月末，公司一级土地开发合并口径总规划建筑面积为 3,338.15 万平方米，累计已出让土地金

额 780.29 亿元；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。中诚信国际认为，近年来公司积极推进城市运营业务，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。

表 7：截至 2021 年 9 月末公司土地一级开发情况

(万平方米、亿元)

项目名称	权益比例	规划建筑面积	总投资	已投资	累计出让建筑面积
南京青龙山国际生态新城项目	80%	379.80	176.89	137.68	223.29
长沙梅溪湖国际新城项目一期长沙东片区	80%	940.23	188.24	187.30	929.86
长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区	100 %	954.05	--	44.90	--
长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块	80%	82.90	6.64	6.64	82.90
宁波生命科学城项目	80%	428.00	159.58	31.32	99.15
嘉善上海之窗智慧科学城	3.2%	181.04	46.82	20.70	24.13
金华东湄未来科学城项目	80%	216.63	85.67	10.79	11.83
温州副中心鳌江新城项目	80%	155.50	20.51	9.45	154.46
合计	--	3,338.15	684.35	448.77	1,525.62

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。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

公司投资物业保持良好运营，租金收入稳中有升；酒店经营受到疫情的不利影响，2021 年以来有所改善，但尚未恢复至疫情前水平

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，近年来均保持良好运营，出租率保持在较高水平，投资物业租金收入较为稳

³ 土地储备为竣工未售+在建未售+拟建口径，不含自持物业。

定。2021 年前三季度公司投资物业收入已超过以往

年度全年水平，租金收入贡献进一步提升。

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）

项目	建筑面积	可租赁面积	租金收入				出租率			
			2018	2019	2020	2021.1~9	2018	2019	2020	2021.1~9
北京凯晨世贸中心	19.45	11.13	6.55	6.72	6.71	5.07	99.60	100.00	100.00	99.74
中化大厦	4.91	4.04	1.08	1.11	1.13	1.01	100.00	100.00	96.10	99.22
南京玄武湖金茂广场一期项目 (含酒店)*	22.58	5.48	0.62	0.71	0.74	0.35	88.50	86.20	93.20	91.55
长沙梅溪湖研发中心	13.29	1.09	0.11	0.10	0.10	0.07	100.00	100.00	100.00	100.00
合计	60.23	21.74	8.36	8.64	8.68	9.34	--	--	--	--

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。2021 年 1~9 月，南京威斯汀大酒店和长沙金茂梅溪湖酒店分别实现营业收入 0.40 亿元和 0.84 亿元，平均入住率分别为 61% 和 66%，较 2020 年有所回升。

近年来公司资产规模持续增长，财务杠杆处于合理水平；受毛利率下滑及计提大额减值影响，2020 年公司盈利能力大幅下滑；公司回款规模不断增加，经营获现能力增强

随着公司房地产开发业务规模的持续扩大及合并范围增加，近年来公司资产规模保持快速增长。近年来流动资产占总资产比重均超过 80%。公司资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2020 年以来公司货币资金保持充裕；因合作项目增加，

其他应收款规模保持在较高水平；公司拥有充沛的项目储备，存货结构较为合理，去化压力较小。

近年来公司负债总额亦呈扩张趋势，主要由预收款项、应付账款、其他应付款和有息债务构成。随着公司房地产项目增加、推盘节奏加快，加之股东注入房地产项目的影响，预收款项及应付账款持续增加。

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 2021 年 9 月末，公司其他权益工具余额为 20.75 亿元，为公司发行的永续债券。受合作项目增加影响，近年来公司少数股东权益大幅增长，2021 年 9 月末占所有者权益比例达 78.63%，所有者权益稳定性有待加强。

近年来公司结算项目土地成本偏高，部分项目有所亏损，使得营业毛利率持续下滑。从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2020 年，得益于股东注入房地产项目公司带动营业收入规模大幅增长，公司经营性业务利润大幅增加，投资收益亦大幅增长；但公司结算项目毛利率较低，叠加对往期部分高地价项目及其他应收款项计提大额减值⁴影响，当期净利润率同比大幅下滑。2021 年前三季度，公司经营性业务利润为

⁴ 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。

2020 年全年 34%，投资收益同比下滑，净利润率较 2020 年全年基本持平。截至 2021 年 9 月末公司预收账款增至 1,128.53 亿元，为公司 2020 年二级物业销售收入的 2.38 倍，较为充沛的预收账款为公司未来结转收入提供保障。

从现金获取能力来看，2018~2020 年，随着销售业绩和回款的增长及拿地支出减少，公司销售商品、提供劳务收到的现金呈上升态势，经营活动净现金流水平亦逐年改善。2021 年 1~9 月，受拿地支出上升影响，公司经营活动净现金流同比下降。

表 9：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2018	2019	2020	2021.9
总资产	2,225.68	2,931.24	3,669.46	4,173.45
存货	1,039.02	1,376.51	1,674.67	2,079.61
开发产品/存货	6.32	8.62	6.67	--
总负债	1,733.14	2,360.59	2,788.67	3,253.62
预收账款（含合同负债）	276.06	518.21	886.33	1,128.53
短期债务	203.15	177.78	118.16	135.08
总债务	569.31	580.60	583.83	582.61
少数股东权益	349.90	401.85	702.64	723.56
所有者权益	492.53	570.65	880.79	919.83
资产负债率	77.87	80.53	76.00	77.96
净负债率	92.52	68.23	16.08	25.08
存货周转率	0.22	0.17	0.29	0.21*
总资产周转率	0.17	0.12	0.17	0.13*
营业收入	323.97	297.91	566.80	368.75
营业毛利率	38.93	31.19	21.14	19.19
经营性业务利润	72.61	45.70	81.42	27.76
净利润	61.01	64.91	67.91	42.49
净利润率	18.83	21.79	11.98	11.52
销售商品、提供劳务收到的现金	362.16	511.75	865.75	631.67
经营活动净现金流	-187.46	136.04	286.49	50.78
投资活动净现金流	-170.09	-106.17	17.37	-140.22
筹资活动净现金流	400.60	-54.24	-107.05	0.26

注：存货包含合同资产；加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司提供

公司现有货币资金对短期债务的覆盖能力较强，销售回款对总债务的覆盖能力保持在较好水平

近年来公司债务规模不断上升，但资产负债率相对稳定，净负债率大幅下降，财务杠杆处于合理水平。截至 2021 年 9 月末，公司短期债务占比为 23.19%，债务期限结构良好。

2021 年 9 月末，公司货币资金扣除受限资金后

为 271.09 亿元，仍相对充足，能够完全覆盖短期债务。同时，公司总债务/销售商品、提供劳务收到的现金及经调整的 EBIT 利息保障倍数指标均处于良好水平。公司未来拟通过销售回款，自有资金及再融资等方式进行债务偿付。

表 10：近年来公司偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.9
货币资金/短期债务	0.98	1.08	3.74	2.60
总债务	569.31	580.60	583.83	582.61
短期债务	203.15	177.78	118.16	135.08
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	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.98	1.13	0.67	0.69*
经调整的 EBIT 利息保障倍数	3.44	3.79	2.92	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2021 年 9 月末，公司在各家银行授信总额度为 1,020.35 亿元，其中未使用授信额度为 494.06 亿元，整体备用流动性较好。

整体来看，公司运营持续稳定，自有资金、经营留存资金可覆盖部分投资、偿债需求，且融资空间大，公司偿债能力极强。

除个人贷款外，公司无其他对外担保，或有负债风险可控

资产抵质押方面，公司受限资产主要为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 2021 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计 928.26 亿元，占同期末总资产的 22.24%，其中受限存货 726.44 亿元，占同期末存货账面价值的 34.93%。

或有事项方面，截至 2021 年 9 月末，除为个人购房按揭贷款担保外，公司无其他对外担保事项。此外，截至 2021 年 9 月末，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《历史违约记录情况表》及相关资料，2018~2021 年 11 月 4

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

发行人外部支持情况较最新主体报告无变化。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定“上海金茂投资管理集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于上海金茂投资管理集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券（第二期）的跟踪评级安排

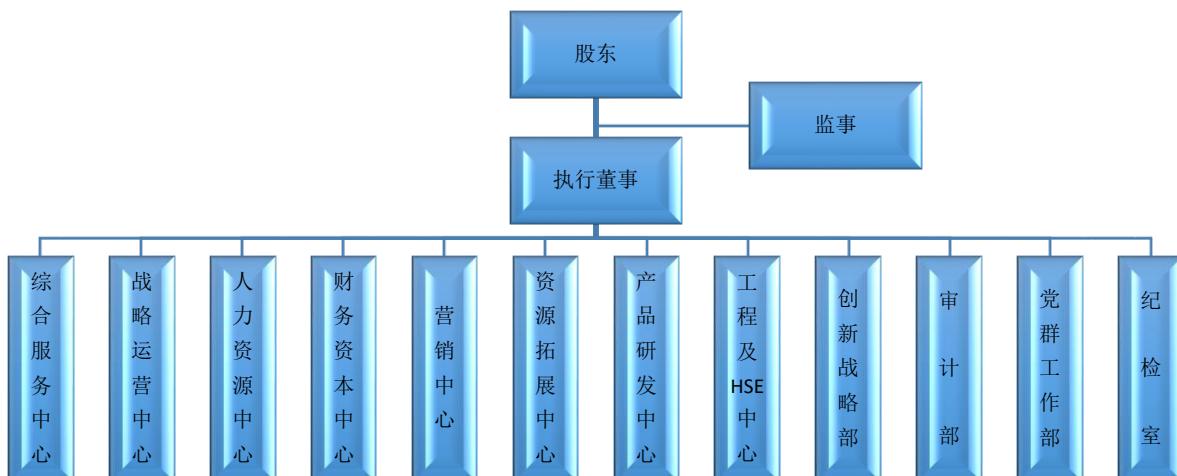
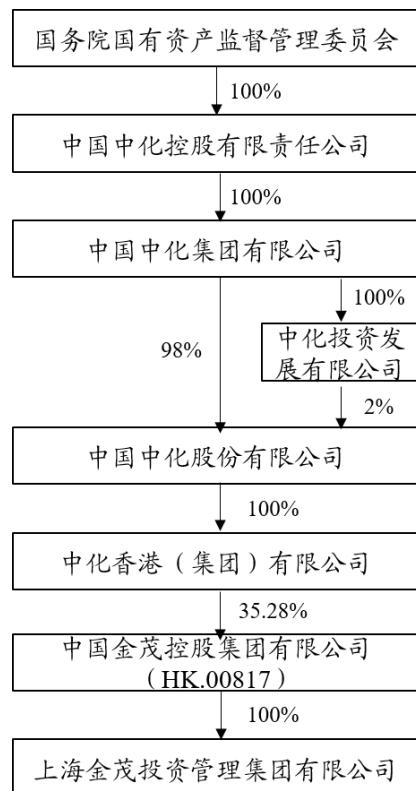
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日起（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次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）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次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.ccxi.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及组织结构图（截至 2021 年 9 月末）



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	2021.9
货币资金	1,984,904.56	1,912,357.69	4,422,231.22	3,518,933.19
其他应收款	5,300,917.68	7,267,914.24	7,091,000.01	8,369,049.19
存货净额	10,390,231.22	13,765,076.62	16,746,715.46	20,796,053.80
长期投资	1,096,032.97	2,014,674.00	2,707,717.74	3,517,089.65
固定资产	140,509.64	162,238.36	176,410.28	185,316.46
在建工程	231,948.45	245,013.84	267,582.61	281,585.00
无形资产	33,064.48	40,537.83	46,853.60	50,446.42
投资性房地产	1,841,372.21	2,021,498.27	2,139,742.72	2,213,730.68
总资产	22,256,764.38	29,312,405.13	36,694,561.95	41,734,499.46
预收款项	2,760,560.11	5,182,053.46	8,863,272.07	11,285,255.47
其他应付款	7,367,491.60	10,660,690.08	9,976,979.55	10,880,595.94
短期债务	2,031,526.03	1,777,818.22	1,181,586.36	1,350,844.04
长期债务	3,661,570.33	4,028,189.23	4,656,742.55	4,475,259.64
总债务	5,693,096.35	5,806,007.45	5,838,328.91	5,826,103.68
净债务	3,708,191.79	3,893,649.76	1,416,097.69	2,307,170.49
总负债	17,331,430.39	23,605,905.89	27,886,687.67	32,536,174.54
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	9,198,324.92
营业总收入	3,239,666.97	2,979,069.29	5,667,992.78	3,687,498.85
经营性业务利润	726,081.07	456,975.52	814,179.87	277,637.94
投资收益	96,882.66	284,711.61	396,033.83	201,931.49
净利润	610,059.36	649,072.89	679,114.94	424,935.08
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	6,316,718.39
经营活动产生现金净流量	-1,874,562.03	1,360,376.83	2,864,859.73	507,785.24
投资活动产生现金净流量	-1,700,913.31	-1,061,651.82	173,723.75	-1,402,170.62
筹资活动产生现金净流量	4,005,969.18	-542,378.33	-1,070,501.74	2,550.90
财务指标	2018	2019	2020	2021.9
营业毛利率（%）	38.93	31.19	21.14	19.20
期间费用率（%）	11.64	9.71	4.74	9.52
EBITDA 利润率（%）	33.53	34.64	20.01	--
净利润率（%）	18.83	21.79	11.98	11.52
总资产收益率（%）	5.58	3.94	3.40	-
存货周转率(X)	0.22	0.17	0.29	0.21*
资产负债率（%）	77.87	80.53	76.00	77.96
总资本化比率（%）	53.62	50.43	39.86	38.78
净负债率（%）	75.29	68.23	16.08	25.08
短期债务/总债务（%）	35.68	30.62	20.24	23.19
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.33	0.23	0.49	0.12*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.92	0.77	2.42	0.50*
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	0.69*
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：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及未经审计 2021 年 1~9 月财务报表整理；公司 2021 年 1~9 月报表未经审计；因缺乏相关数据，2021 年 1~9 月部分指标无法计算；加“*”数据已经年化处理；已将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
	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
	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
	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-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
盈利能力	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
	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”。

附四：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。