

上海金茂投资管理集团有限公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：吴艳名 ymwu01@ccxi.com.cn

项目组成员：李佳荫 jyli01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 5 月 23 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。

■ 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，不存在因发行人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。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0304 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：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 金茂 02”、“22 金茂 01”、“22 金茂 02”、“20 金茂投资 MTN001”、“20 金茂投资 MTN002”、“21 金茂投资 MTN001”和“21 金茂投资 MTN002”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

二零二二年五月二十三日

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”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 金茂 02”、“22 金茂 01”、“22 金茂 02”、“20 金茂投资 MTN001”、“20 金茂投资 MTN002”、“21 金茂投资 MTN001”和“21 金茂投资 MTN002”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了股东背景雄厚、公司战略重要、保持领先的行业地位、土地储备区域布局良好、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、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（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	2,931.24	3,669.46	3,688.62
所有者权益合计（亿元）	570.65	880.79	951.45
总负债（亿元）	2,360.59	2,788.67	2,737.17
总债务（亿元）	580.60	583.83	625.64
营业总收入（亿元）	297.91	566.80	855.23
净利润（亿元）	64.91	67.91	62.12
EBITDA（亿元）	103.20	113.43	118.97
经营活动净现金流（亿元）	136.04	286.49	41.40
营业毛利率(%)	31.19	21.14	18.35
净负债率(%)	68.23	16.08	30.70
总债务/EBITDA(X)	5.63	5.15	5.26
EBITDA 利息倍数(X)	3.51	2.44	2.51

注：中诚信国际根据 2019-2021 年审计报告整理；将 2019-2021 年末长期应付款中的有息债务纳入长期债务核算。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：房地产住宅开发(C200100_2019_04)

上海金茂投资管理集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(40%)	总资产(亿元)	3,688.62	10
	合同销售金额	10	10
	项目储备	10	10
盈利能力与效率(24%)	预收款项/营业收入(X)	0.94	8
	净利润率(%)*	13.68	8
	存货周转率(X)*	0.29	8
偿债能力(36%)	净负债率(%)	30.70	10
	货币资金/短期债务(X)	4.04	10
	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	0.74	10
	经调整 EBIT 利息倍数(X)	2.87	7
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA

打分卡定性评估与调整说明：

受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别、预期调整、公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事项、财务政策、租赁及多元化产业和其他调整因素等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。

*指标采用 2019 年~2021 年三年平均值

正面

■ **股东背景雄厚，公司战略地位重要。**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，在股东体系内具有重要地位。

■ **保持领先的行业地位。**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，2021 年公司销售业绩处于行业领先水平，行业地位较为稳固。

■ **土地储备区域布局良好。**截至 2021 年末，公司拥有二级项目储备面积 3,289.04 万平方米；且主要分布在一、二线城市，区域布局良好。

■ **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；2021 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较高要求。

■ **合联营项目运营和资金管理情况。**公司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。**2021 年公司毛利率水平进一步下滑，加之计提一定规模资产减值损失及投资性房地产公允价值损失，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，土地一级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。

评级历史关键信息

上海金茂投资管理集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 金茂投资 MTN002 (AAA)	2021/09/27	田梓慧、吴艳名	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 金茂投资 MTN001 (AAA)	2021/05/20	田梓慧、王钰莹	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04	阅读全文
	20 金茂投资 MTN002 (AAA)				
	21 金茂投资 MTN001 (AAA)				
AAA/稳定	21 金茂投资 MTN001 (AAA)	2021/04/07	付晓东、战宇迪、田梓慧	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 金茂投资 MTN002 (AAA)	2020/06/09	曹闰、杨萱	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04	阅读全文
AAA/稳定	20 金茂投资 MTN001 (AAA)	2020/02/10	白茹、杨萱	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2021 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)
华润置地*	3,150	9,498.05	61.75	1.96	-	2,121.08	17.63	0.38
龙湖集团*	2,901	8,756.51	46.70	3.88	--	2,233.80	14.23	0.43
招商蛇口	3,268	8,562.03	36.43	1.80	0.93	1,606.43	9.46	0.31
中国金茂*	2,356	4,120.02	64.00	1.58	--	900.60	8.56	0.77
金茂投资	2,356	3,688.62	30.70	4.04	0.74	855.23	7.26	0.39

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

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
20 金茂投资 MTN001	AAA	AAA	2020/05/22	25.00	25.00	2020/03/13~2023/03/13	--
20 金茂投资 MTN002	AAA	AAA	2020/06/09	25.00	25.00	2020/07/10~2023/07/10	--
21 金茂投资 MTN001	AAA	AAA	2021/04/07	30.00	30.00	2021/04/16~2024/04/16	--
21 金茂投资 MTN002	AAA	AAA	2021/09/27	20.00	20.00	2021/10/14~2024/10/14	--
19 金茂 02	AAA	AAA	2021/05/20	20.00	20.00	2019/08/28~2024/08/28 (3+2)	回售,票面利率选择权
22 金茂 01	AAA	AAA	2022-01-27	18.00	18.00	2022-02-16~2027-02-16 (3+2)	回售,票面利率选择权
22 金茂 02	AAA	AAA	2022-03-21	15.00	15.00	2022-03-25~2027-03-25 (3+2)	回售,票面利率选择权

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。截至 2022 年 3 月末,“19 金茂 02”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

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(第一期)(债券简称:“22 金茂 01”、债券代码:“185378”)于 2022 年 2 月 16 日起息,实际发行规模为 18 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 2027 年 3 月 15 日,利率为 3.5%。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。截至 2022 年 3 月末,“22 金茂 01”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

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)(债券简称:“22 金茂 02”、债券代码:“185599”)于 2022 年 3 月 25 日起息,实际发行规模为 15 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 2027 年 2 月 16 日,利率为 3.2%。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。截至 2022 年 3 月末,“22 金茂 01”募集资金中,用于偿还到期债务的 4 亿元已使用完毕,用于并购的 11 亿元已使用 1.29 亿元。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%,

总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面,但低于去年同期两年复合增速,且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现,我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断,但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱,实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看,供需常态化趋势受疫情扰动影响较大,实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱,多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看,第二产业及工业增加值保持在常态增长水平,但疫情影响下月度数据逐月放缓;第三产业当季同比增速仍低于第二产业,服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看,政策性因素支撑较强的需求修复较好,表现为基建和高技术制造业投资延续高增长;政策性因素支撑较弱的需求相对疲软,表现为房地产投资持续回落,社零额增速延续放缓,替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看,社融规模增量同比高增,但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看,受食品价格低位运行影响,CPI 总体保持平稳运行,大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升,但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先,疫情扩散点多、面广、频发,区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次,内生增长动能不足经济下行压力加大,政策稳增长的压力也随之上升。第三,债务压力依然是经济运行的长期风险,重点区域重点领域的风险不容小觑;房地产市场依然处在探底过程中,不仅对投资增速修复带来较大拖累,并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时,尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四,全球大宗商品价格高位波动,输入型通胀压力有所加大,加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂,或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五,海外经济活

动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信

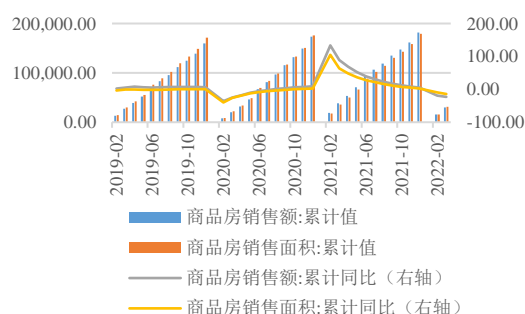
用风险事件发酵，2021 年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

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 年同期水平。2022 年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3 月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落 13.8% 和 22.7%。与此同时，2021 年下半年国房景气指数持续回落态势，2022 年一季度则保持 100 以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管 2021 年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态 2022 年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，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

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房价格来看，2022 年一季度全国商品房

住宅销售均价9,911.79元/平方米¹，较2021年全年下降约4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在4.3%~4.4%，增速较2021年12月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3月同比涨幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

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2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。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。

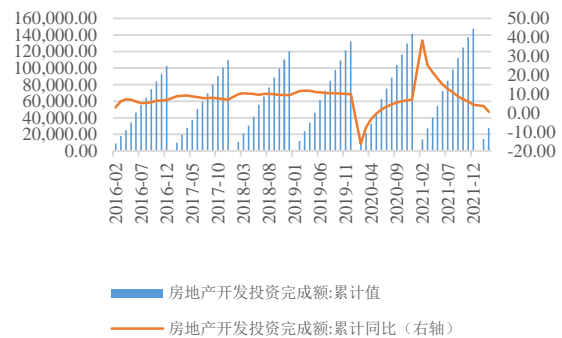
2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

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同期新高，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，叠加房企融资受限，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。2022年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3月，房地产开发投资增速降至0.7%。房屋新开工面积则自2021年7月持续回落，2021年全年同比回落11.4%。2022年一季度在前期高基数及局部地区

疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至17.5%。

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

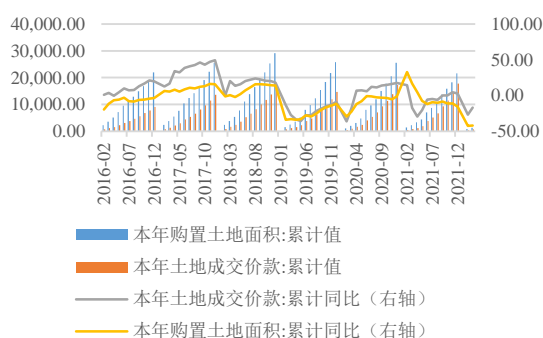
土地投资方面，2021年2月以来，22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从2021年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降15.5%和同比上升2.8%。

2022年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与2021年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降41.8%和16.9%。

¹ 按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%



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 年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营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逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点扩大工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；年内 LPR 下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整²。**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**

² 4 月 11 日，苏州对限购和限售政策同时进行了调整。其中，二手房限售期限由 5 年改为 3 年。非户籍居民家庭在苏州市区、昆山市、太仓市范围内申请购买首套住房时，社保(个税)由 3 年内连续缴满 24 个月改为累计 24 个月；非苏州户口居民卖房后 2 年内无需社保或税单可直接购房；4 月 12 日，南京市六合区房产交易管理中心确认，从当日

起，外地户籍购房者，可在南京市六合区限制购买一套住房，凭借户口本、身份证，已婚家庭携带结婚证等证明，即可前往当地开具购房证明。

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。

公司产权结构稳定，法人治理结构完善，内部控制制度体系较为健全

公司控股股东中国金茂为港股上市公司，股票代码 HK.00817。截至 2021 年末，中化香港（集团）有限公司对中国金茂持股比例为 35.28%，为中国金茂的控股股东，平安人寿及新华人寿分别持有中国金茂 14.09% 和 8.51% 的股权，分别为中国金茂第二大股东和第三大股东；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。

公司已根据《公司法》和《证券法》等有关规定建立法人治理结构。公司仅有一名股东，故不设股东会，公司的唯一股东为其权力机构。公司不设董事会，设执行董事一名，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。公司不设监事会，设一名监事，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。作为中国金茂旗下重要的资金归集管理主体，公司资金管理总体实行“集中管理、分级授权”的管理体制，遵照“战略导向、计划牵引、确保重点、融资统筹、头寸集中、安全高效”的管理原则。

经过多年的发展和经验积累，公司已经形成了比较健全、有效的内部控制制度体系。在重大事项决策、财务管理以及风险控制等方面建立了一系列的规章制度，形成了规范的管理体系。

2021 年公司销售业绩保持稳定，核心一、二线城市项目的销售贡献程度仍然较高，城市运营销售占比进一步提升；同期公司结算规模显著增长；仍需关注公司 2022 年以来销售业绩下滑的恢复情况

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，公司业务规模进一步扩大。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，2021 年，公司新开工面积同比增长 11.41%；随着往年项目集中到期，当年公司竣工面积同比大幅增长，已超过 2020 年的 2 倍。截至 2021 年末，公司在建面积合计 2,978 万平方米，主要分布于青岛、武汉、南京、北京、苏州等一线及核心二线城市。

表 1：近年来公司全口径房地产开发情况

（万平方米）

指标	2019	2020	2021
新开工面积	1,018	1,104	1,230
竣工面积	394	605	1,215

注：以上数据不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

项目销售方面，2021 年公司销售业绩保持稳定，当年全口径签约销售金额同比小幅增长 1.95% 至 2,356.03 亿元。销售区域方面，2021 年，公司长三角、环渤海、中西部及大湾区的销售金额占比分别为 49%、23%、15% 和 12%；同期一二线城市的二级开发销售占比保持在 70% 以上。从销售价格来看，2021 年，公司销售均价为 1.78 万元/平方米，同比有所下降，系一级开发销售面积占比达 30%，较 2020 年大幅上升所致。2021 年的销售额中城市运营签约比达到 26%，较 2020 年增长 5 个百分点，城市运营对公司销售贡献进一步提升。2022 年 1~3 月，受市场下行、疫情反复及前期基数较高等因素影响，公司签约销售金额同比减少 49.59% 至 316.58 亿元；当期销售面积同比减少 57.07% 至 160.09 万平方米。

表 2：近年来公司销售及结算情况

（万平方米、亿元、万元/平方米）

指标	2019	2020	2021
销售面积	684.08	1,129.10	1,320.47
销售金额	1,515.17	2,311.00	2,356.03
销售均价	2.21	2.05	1.78
结算面积	85.00	190.00	373.76
结算金额	237.49	475.16	778.11

结算均价	2.79	2.50	2.08
------	------	------	------

注：上表销售面积和销售金额数据为全口径，包含土地一级开发项目；结算数据为并表口径，未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

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。2021年公司销售金额共来自全国54个城市，其中在27个城市销售占比超1%，前15大城市合计占比73.25%，区域布局较好且集中度合理。

表 3：2021 年公司全口径二级开发项目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	276.30	11.73%
南京	233.15	9.90%
杭州	151.74	6.44%
上海	151.50	6.43%
青岛	127.13	5.40%
宁波	110.90	4.71%
苏州	105.44	4.48%
温州	102.05	4.33%
广州	100.84	4.28%
武汉	93.20	3.96%
重庆	66.21	2.81%
济南	54.71	2.32%
天津	54.40	2.31%
义乌	51.28	2.18%
嘉善	46.99	1.99%
合计	1,725.85	73.25%

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算情况来看，2021 年，随着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 63.76% 和 96.72% 至 778.11 亿元和 373.76 万平方米；当期结算的低价项目占比有所提高，使得结算均价有所下降。

2021 年，公司拿地力度保持在较高水平，新增项目向高能级城市集中带动拿地均价上升；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，2021 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、宁波及广州等多个城市共计获取 61 个二级项目，新增项目储备建筑面积 1,060.58 万平方米，其中约 36% 的建筑面积来自城市运营项目。从权益口径来看，2021 年公司新增项目储备权益口径建筑面积 722.65 万平方米，权益占比为 68%。从土地价款来看，2021 年公司新增项目总价款为 1,098.69 亿元，占当期销售金额的 46.63%，土地投资力度保持在较高水平；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，当期平均拿地成本上升至 1.04 万元/平方米³。

表 4：近年来公司全口径新增项目储备情况

(个、万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2019	2020	2021
新增项目	52	61	61
新增项目储备建筑面积	1,975.30	1,416.10	1,060.58
新增项目储备权益建筑面积	1,128.13	980.82	722.65
新增项目地价总额	1,017.50	1,030.00	1,098.69
新增项目均价	5,151.12	7,273.50	10,359.30

注：以上数据 2019 年~2020 年包含土地一级开发项目，2021 年末未包含土地一级开发项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

土地储备方面，截至2021年末，公司二级项目土地储备合计为3,289.04万平方米⁴。从城市能级分布来看，一、二线城市占比为63.35%，区域分布良好。截至2021年末，公司前十大城市二级开发土地储备建筑面积合计占比为47.87%，集中度处于合理水平。

表 5：截至 2021 年末公司土地储备前十大城市分布

(万平方米)

	未售面积	占比
青岛	259.37	7.89%
武汉	237.71	7.23%
南京	179.97	5.47%
福州	173.81	5.28%
南昌	144.69	4.40%
广州	136.25	4.14%
北京	118.15	3.59%

³2020 年新增项目数据含二级项目和一级项目，其中一级项目仅有计容建面数而无总地价数，因此 2020 年的新增项目均价较低，2020 年的新增二级项目均价为 8,957 元/平米。

⁴ 土地储备口径为拟建面积+在建未售面积+竣工未售面积。

重庆	117.11	3.56%
温州	108.00	3.28%
济南	99.35	3.02%
合计	1,574.42	47.87%

注：上表数据为全口径数据，不包含一级项目。

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 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。2021 年公司新

增赣江新区中医药国际生态科技小镇和湖州金茂南太湖未来之窗 2 个城市运营土地一级开发项目，新增规划建筑面积 1000.00 万平方米。2021 年以来公司城市运营项目土地一级开发面积保持增长态势，截至 2021 年末，土地一级开发总规划建筑面积为 4,215 万平方米⁵，未出让面积合计 2,713 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 974 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 万平方米。同期末，公司土地一级开发项目尚需投资 368 亿元。2021 年，公司一级开发项目出让金额为 187 亿元，同比大幅增长 75%。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。

表 6：截至 2021 年末公司土地一级开发情况

项目名称	权益比例	总规划建筑面积	总投资	已投资	(万平方米、亿元)
					未出让面积
长沙梅溪湖国际新城项目一期长沙东片区	80%	940	188	167	49
长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块	80%	83	7	7	-
长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区	100%	954	-	45	954
南京青龙山国际生态新城项目	80%	306	172	138	148
宁波生命科学城项目	80%	428	160	39	308
嘉善上海之窗智慧科学城	3.2%	181	47	23	150
金华东湄未来科学城项目	80%	217	86	22	142
温州副中心鳌江新城项目	80%	105	21	10	1
赣江新区中医药国际生态科技小镇	80%	877	113	5	877
湖州金茂南太湖未来之窗	80%	125	34	4	84
合计	--	4,215	826	458	2,713

注：上表数据为并表口径；总规划建面为根据政府最新规划的预计建面口径；未出让面积为未完成土地招拍挂的建筑面积；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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，2021 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。

2021 年，公司旗下的写字楼物业继续提供稳定的租金收入；疫情减缓带动公司酒店物业收入回升

2021 年，公司写字楼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，全年实现租金收入 8.51 亿元，同比小幅下降。2021 年整体

⁵ 数据为合并口径，下同。

写字楼物业租赁出租率仍保持在良好水平。

表 7：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		
			2019	2020	2021	2019	2020	2021
北京凯晨世贸中心	19.45	11.13	6.72	6.71	6.74	100	100	97.7
中化大厦	4.91	4.91	1.11	1.13	1.17	100	96.1	100
南京玄武湖金茂广场一期	22.58	13.98	0.71	0.74	0.50	86.2	93.2	91.6
长沙梅溪湖研发中心	13.29	1.50	0.10	0.10	0.10	100	100	100
合计	60.23	31.51	8.64	8.68	8.51	--	--	--

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，表中该项目建筑面积、可租赁面积为综合体的总面积，表中租金收入含写字楼及商业，表中出租率为写字楼部分。

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；2021 年，在疫情影响减缓的情况下，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回升，营业收入分别同比上升 25% 和 13% 至 0.55 亿元和 1.1 亿元。

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 2019~2021 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 2019~2021 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⁶，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。

2021 年公司毛利率水平进一步下滑，投资收益对利润提供有益补充；但期间费用同比大幅增长，叠加计提一定规模存货跌价损失和投资性房地产公允

价值损失，导致公司盈利水平下降

受物业销售确认收入大幅上升带动，2021 年公司营业总收入同比增长 50.89%；但受当期结转项目土地成本偏高影响，物业销售毛利率进一步下滑 0.83 个百分点，对其整体毛利率水平造成拖累。截至 2021 年末公司预收账款增至 803.60 亿元，为当期物业销售收入的 1.05 倍，能够为公司未来结转收入提供一定保障。

表 8：近年来金茂投资主要收入和毛利率构成（亿元、%）

收入	2019	2020	2021
物业销售	237.49	475.16	768.78
土地一级开发	42.91	69.84	59.15
物业租赁	10.12	10.18	10.79
酒店运营	1.99	1.09	1.65
物业管理	0.69	1.35	1.02
其他	4.71	9.18	13.84
合计	297.91	566.80	855.23
毛利率	2019	2020	2021
物业销售	26.86	16.12	15.29
土地一级开发	43.59	46.65	37.79
物业租赁	77.37	79.94	79.16
酒店运营	49.31	31.40	41.48
物业管理	27.90	20.44	-5.86 ⁷
其他	29.91	20.88	57.11
营业毛利率	31.19	21.14	18.35

资料来源：金茂投资提供，中诚信国际整理

从期间费用来看，2021 年，随着房地产项目销售及开发规模的增长，公司销售费用及管理费用增

⁶ 公司在 2020 年度发生的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。

⁷ 2021 年物业管理毛利率为负主要系中国金茂的物业板块分拆上市前，物业管理主要项目公司于 2021 年 4~5 月陆续完成从金茂投资合并范围的剥离重组，剥离前物管收入低于物管成本所致。

长较快；同期，拆出资金规模下降以及债务规模上升导致利息收入减少且利息支出增加，带动公司财务费用上升。受上述因素影响，2021年公司期间费用大幅增加，但期间费用率仍处于合理水平。

表 9：近年来金茂投资盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
销售费用	12.13	19.66	21.66
管理费用	16.68	21.83	28.35
财务费用	0.11	-14.60	8.07
期间费用合计	28.92	26.89	58.08
期间费用率(%)	9.71	4.74	6.79
经营性业务利润	45.70	81.42	74.82
资产减值损失	--	42.47	9.94
公允价值变动收益	4.13	8.70	-18.50
投资收益	28.47	39.60	41.92
营业外损益	3.70	1.93	0.12
利润总额	82.02	89.18	88.43
净利润	64.91	67.91	62.12
净利润率(%)	21.79	11.98	7.26

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和投资收益构成。2021 年，受物业开发收入大幅增长带动，毛利润水平同比有所提升，但因期间费用大幅增加，经营性业务利润同比小幅下降 8.11%。公司投资收益主要来自处置股权收益、合联营项目股权投资收益及公司作为集团资金平台获得的委托贷款收益；2021 年，公司通过出售股权及合联营项目股权投资分别实现 24.92 亿元、16.17 亿元投资收益，总体投资收益规模同比进一步增长。2021 年，因销售价格不及预期，公司对天津上东金茂悦项目计提 9.94 亿元存货跌价损失。同期，因南京河西鱼嘴项目建筑规划面积减少，投资性房地产公允价值下降约 18 亿元。受以上综合因素影响，当期公司净利润水平和净利润率小幅下降。

2021 年公司资产规模保持稳定；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

2021 年公司总资产规模较去年保持稳定，构成方面以流动资产为主。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。2021 年公司投资支出增加，货币资金较上年末下降 24.58%。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开展了较多合作项目，因而其他应收款规模较大，年末前五大其他应收单位款项合计占比为 13.64%。2021 年末公司其他应收款规模有所下降主要系合联营项目回款增加所致。存货主要由开发成本构成，2021 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 12.84%。

非流动资产方面，2021 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大幅增长 49.69%。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，2021 年因南京河西鱼嘴项目建筑规划面积减少导致公允价值下降。

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，随着结转规模的增加，2021 年末公司预收款项同比有所下降。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。同期公司偿付了较多应付关联方款项，其他应付款规模有所下降。年末公司对控股股东中国金茂的应付款项为 265.13 亿元，占比 36.90%。

所有者权益方面，随着公司合作项目增多及利润积累，2021 年末公司少数股东权益和未分配利润进一步增长，所有者权益规模随之增长。2021 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 0.06%、0.15%、19.86% 和 79.84%，所有者权益稳定性有待进一步提升。

财务杠杆方面，2021 年末公司债务规模增加且货币资金减少，净负债率有所上升，但仍处于较低水平。

表 10：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元）

	2019	2020	2021
货币资金	191.24	442.22	333.51
存货	1,376.51	1,674.67	1,889.70
其他应收款	726.79	709.10	578.26
长期股权投资	199.67	270.77	405.32
投资性房地产	202.15	213.97	195.48
总资产	2,931.24	3,669.46	3,688.62
预收款项	518.21	886.33	803.60
应付账款	127.94	227.97	293.35
其他应付款	1,066.07	997.70	718.56
总债务	580.60	583.83	625.64
总负债	2,360.59	2,788.67	2,737.17
少数股东权益	401.85	702.64	759.61

未分配利润	134.52	153.77	188.92
所有者权益	570.65	880.79	951.45
资产负债率(%)	80.53	76.00	74.21
净负债率(%)	68.23	16.08	30.70
总资本化比率(%)	50.43	39.86	39.67

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处于合理水平，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 2021 年末，分别占流动资产的 63.24%、11.16% 和 19.35%。

表 11：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2019	2020	2021
流动资产/总资产(%)	82.76	84.45	81.01
存货/流动资产(%)	56.74	54.04	63.24
货币资金/流动资产(%)	7.88	14.27	11.16
其他应收款/流动资产(%)	29.96	22.88	19.35
(存货+货币资金)/流动资产(%)	64.63	68.32	74.40
开发成本(亿元)	1,257.89	1,561.42	1,643.90
开发成本/存货(%)	91.38	93.24	86.99
开发产品(亿元)	118.62	113.15	232.67
开发产品/存货(%)	8.62	6.67	12.31

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，2021 年末开发产品占比由 6.67% 上升至 12.31%，主要系当年竣工但尚未结转项目较多所致。周转率方面，2021 年公司营业总收入规模大幅增长，存货周转率和总资产周转率均有所提升。总体来看公司经营效率良好，产品去化压力较小。

表 12：近年来公司周转率相关指标

	2019	2020	2021
存货周转率(次/年)	0.17	0.29	0.39
总资产周转率(次/年)	0.12	0.17	0.23

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

2021 年末短期债务规模明显下降，债务结构有所优化；公司销售回款保持在良好水平，偿债压力可控

从现金获取能力来看，公司并表口径回款较上年保持稳定。因作为资金归集平台，公司近年来均保持了较大规模的经营活动现金收支。由于合联营

项目回款减少，公司经营活动净现金流规模同比下降。得益于经营活动现金流保持净流入，公司筹资压力下降，筹资活动现金流持续呈净流出态势。

2021 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，短期债务规模下降，期末占总债务的比重下降至 13.20%，债务期限结构进一步优化。从债务结构来看，间接融资、直接融资和其他融资占比分别为 54.22%，39.83% 和 5.95%，融资结构良好。

2021 年，由于营业毛利率下降且存货跌价损失及公允价值变动损失较大，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保持在较好水平，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，2021 年末公司货币资金对短期债务覆盖倍数较高，短期偿债能力很强。

表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	136.04	286.49	41.40
销售商品、提供劳务收到的现金	511.75	865.75	843.17
投资活动净现金流	-106.17	17.37	-63.01
筹资活动净现金流	-54.24	-107.05	-75.29
总债务	580.60	583.83	625.64
短期债务	177.78	118.16	82.59
长期债务	402.82	465.67	543.05
短期债务/总债务(%)	30.62	20.24	13.20
EBITDA	103.20	113.43	118.97
总债务/EBITDA	5.63	5.15	5.26
EBITDA 利息倍数	3.51	2.44	2.51
货币资金/短期债务	1.08	3.74	4.04
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.13	0.67	0.74
经调整 EBIT 利息倍数	3.79	2.92	2.87

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 2021 年末，金茂投资在各家银授信总额为 931.46 亿元，其中未使用授信额度为 447.75 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 2021 年末，公司受限资产账面价值合计 905.30 亿元，占同期末总资产的 24.54%，

其中受限存货 714.41 亿元，占同期末受限资产账面价值的 78.91%。

或有事项方面，截至 2021 年末，公司对外提供的其他担保合计 391.23 亿元，其中个人购房按揭贷款担保余额为 386.28 亿元。此外，截至 2021 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》，2019~2021 年末，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 31 次进入《财富》全球 500 强，2021 年位列第 151 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 2021 年末，公司资产总额占中国金茂总资产的比重为 89.53%，2021 年全口径签约销售金额占比为 100.00%。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

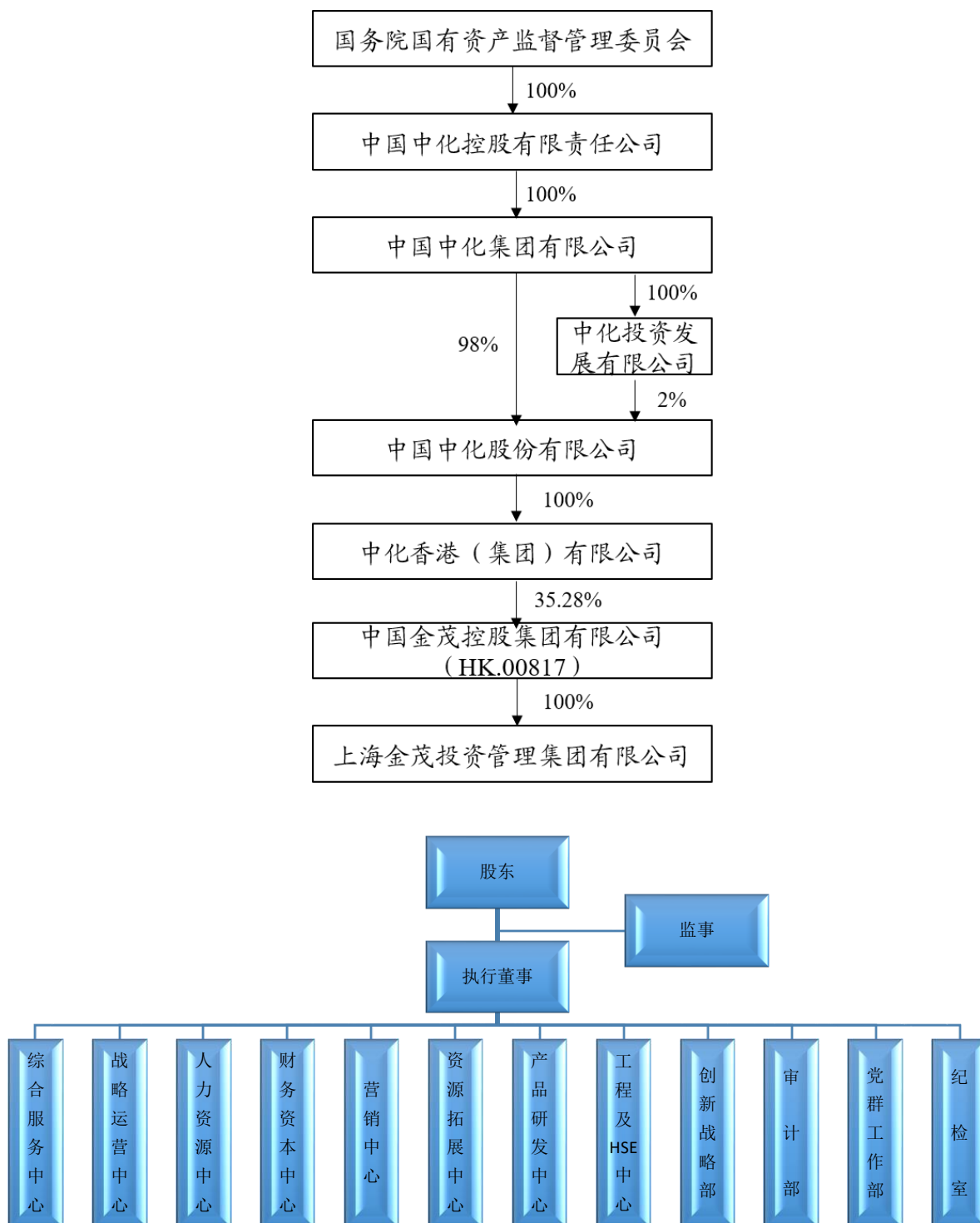
续获得中国金茂较大力度支持。2021 年末，公司应付中国金茂余额 265.13 亿元。整体来看，公司战略定位重要，可获得中国金茂和中化集团的有力支持。

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。2021 年 9 月 17 日，中国金茂发布公告，公司于 2021 年 9 月 16 日从中国中化处获悉，战略重组已完成。战略重组完成后，中化集团和中国化工已整体划入中国中化，中化集团继续为该公司的间接控股股东及国资委继续为该公司的实际控制人。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”、“22 金茂 01”、“22 金茂 02”、“20 金茂投资 MTN001”、“20 金茂投资 MTN002”、“21 金茂投资 MTN001”和“21 金茂投资 MTN002”的债项信用等级为 **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 2021 年末）



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）	2019	2020	2021
货币资金	1,912,357.69	4,422,231.22	3,335,111.43
其他应收款	7,267,914.24	7,091,000.01	5,782,629.71
存货净额	13,765,076.62	16,746,715.46	18,896,988.16
长期投资	2,014,674.00	2,707,717.74	4,080,908.72
固定资产	162,238.36	176,410.28	185,804.65
在建工程	245,013.84	267,582.61	278,877.35
无形资产	40,537.83	46,853.60	145,378.21
投资性房地产	2,021,498.27	2,139,742.72	1,954,753.40
总资产	29,312,405.13	36,694,561.95	36,886,193.46
预收款项	5,182,053.46	8,863,272.07	8,036,034.61
其他应付款	10,660,690.08	9,976,979.55	7,185,597.97
短期债务	1,777,818.22	1,181,586.36	825,934.95
长期债务	4,028,189.23	4,656,742.55	5,430,470.26
总债务	5,806,007.45	5,838,328.91	6,256,405.21
净债务	3,893,649.76	1,416,097.69	2,921,293.78
总负债	23,605,905.89	27,886,687.67	27,371,732.80
费用化利息支出	195,782.87	228,958.94	271,209.99
资本化利息支出	98,215.17	235,637.03	202,864.90
所有者权益合计	5,706,499.24	8,807,874.28	9,514,460.66
营业总收入	2,979,069.29	5,667,992.78	8,552,319.16
经营性业务利润	456,975.52	814,179.87	748,171.53
投资收益	284,711.61	396,033.83	419,227.79
净利润	649,072.89	679,114.94	621,158.87
EBIT	1,015,989.12	1,120,745.22	1,155,476.65
EBITDA	1,031,954.69	1,134,251.20	1,189,702.83
销售商品、提供劳务收到的现金	5,117,520.79	8,657,541.88	8,431,682.75
经营活动产生现金净流量	1,360,376.83	2,864,859.73	414,044.92
投资活动产生现金净流量	-1,061,651.82	173,723.75	-630,077.25
筹资活动产生现金净流量	-542,378.33	-1,070,501.74	-752,921.12
货币资金	1,912,357.69	4,422,231.22	3,335,111.43
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率（%）	31.19	21.14	18.35
期间费用率（%）	9.71	4.74	6.79
EBITDA 利润率（%）	34.64	20.01	13.91
净利润率（%）	21.79	11.98	7.26
总资产收益率（%）	3.94	3.40	3.14
存货周转率(X)	0.17	0.29	0.39
资产负债率（%）	80.53	76.00	74.21
总资本化比率（%）	50.43	39.86	39.67
净负债率（%）	68.23	16.08	30.70
短期债务/总债务（%）	30.62	20.24	13.20
经营活动净现金流/总债务（X）	0.23	0.49	0.07
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.77	2.42	0.50
经营活动净现金流/利息支出（X）	4.63	6.17	0.87
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	1.13	0.67	0.74
总债务/EBITDA（X）	5.63	5.15	5.26
EBITDA/短期债务（X）	0.58	0.96	1.44

注：为计算有息债务，中诚信国际将公司 2019~2021 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
	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
	净利润率	=净利润/营业总收入
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
偿债能力	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
	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。