

# 上海金茂投资管理集团有限公司 2022 年面向专业 投资者公开发行人公司债券（第四期）信用评级报告

---

项目负责人：吴艳名 ymwu01@cxi.com.cn

项目组成员：李佳荫 jyli01@cxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 8 月 30 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。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。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2022]2476D 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（第四期）”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

二零二二年八月三十日

**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 20 亿元（含 20 亿元）	3+2 年	按年付息，到期一次性偿还本金	拟用于偿还回售的公司债券本金或置换偿还公司债券本金的自有资金

**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（第四期）”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司股东背景雄厚和重要的战略地位、保持领先的行业地位、土地储备区域布局良好、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了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业风险、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	2022.3
总资产（亿元）	2,931.24	3,669.46	3,688.62	3,751.36
所有者权益合计（亿元）	570.65	880.79	951.45	929.00
总负债（亿元）	2,360.59	2,788.67	2,737.17	2,822.35
总债务（亿元）	580.60	583.83	625.64	728.03
营业总收入（亿元）	297.91	566.80	855.23	67.29
净利润（亿元）	64.91	67.91	62.12	0.37
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	-109.19
营业毛利率(%)	31.19	21.14	18.35	20.88
净负债率(%)	68.23	16.08	30.70	40.53
总债务/EBITDA(X)	5.63	5.15	5.26	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.51	2.44	2.51	--

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 2019~2021 年度财务报告以及公司提供的未经审计的 2022 年一季度财务报表整理。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，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。

## 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，股权重组已于 2020 年 12 月 31 日完成。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<sup>1</sup>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 亿港元运营资金。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 2022 年 3 月末，中国金茂的大股东中化香港持股比例为 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 20 亿元（含 20 亿元），发行期限为 3+2 年。本期债券为固定利率债券，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

<sup>1</sup> 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”）。

用于偿还回售的公司债券本金或置换偿还公司债券本金的自有资金。

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**

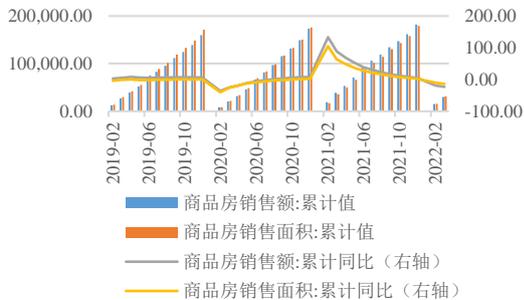
2021 年上半年房地产市场保持较高热度，1~6 月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长 38.9% 和 27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，下半年以来商品房销售市场明显降温。7 月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中 9 月以来商品房销售面积及销售额还低于 2019 年同期水平。2022 年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3 月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落 13.8% 和 22.7%。与此同时，2021 年下半年国房景气指数持续回落态势，2022 年一季度则保持 100 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<sup>2</sup>，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**

<sup>2</sup> 按住宅商品房销售额除以住宅商品房销售面积计算

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%。

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<sup>3</sup>。中诚信国际认

<sup>3</sup> 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

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

**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	2022.1~3
新开工面积	1,018	1,104	1,230	123.09
竣工面积	394	605	1,215	163.96

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	2022.1~3
销售面积	684.08	1,129.10	1,320.47	160.09
销售金额	1,515.17	2,311.00	2,356.03	316.58
销售均价	2.21	2.05	1.78	1.98
结算面积	85.00	190.00	373.76	34.68
结算金额	237.49	475.16	778.11	55.95
结算均价	2.79	2.50	2.08	1.61

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。2022年一季度，公司销售前十五大城市分布和集中度情况变化不大，其中嘉善销售贡献占比较高。

**表 3：公司全口径销售前十五大城市分布情况（亿元）**

城市	2021年		城市	2022.1~3	
	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	276.30	11.73%	嘉善	43.59	14.05%
南京	233.15	9.90%	北京	37.78	12.17%
杭州	151.74	6.44%	苏州	24.16	7.79%
上海	151.50	6.43%	青岛	23.74	7.65%
青岛	127.13	5.40%	南京	20.68	6.66%

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。

宁波	110.90	4.71%	广州	14.27	4.60%
苏州	105.44	4.48%	温州	9.7	3.13%
温州	102.05	4.33%	武汉	9.4	3.03%
广州	100.84	4.28%	上海	8.63	2.78%
武汉	93.20	3.96%	郑州	8.6	2.77%
重庆	66.21	2.81%	三亚	7.61	2.45%
济南	54.71	2.32%	福州	7.16	2.31%
天津	54.40	2.31%	杭州	6.68	2.15%
义乌	51.28	2.18%	佛山	6.6	2.13%
嘉善	46.99	1.99%	宁波	6.46	2.08%
<b>合计</b>	<b>1,725.85</b>	<b>73.25%</b>	<b>合计</b>	<b>235.06</b>	<b>75.75%</b>

注：上表数据不含土地一级开发。

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<sup>4</sup>。2022年一季度，公司在青岛和成都新增2个项目，土地获取力度有所放缓。受拿地地区位因素影响，新增项目均价大幅下降。

<sup>4</sup>2020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/平方米。

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	2022.1~3
新增项目	52	61	61	2
新增项目储备建筑面积（全口径）	1,975.30	1,416.10	1,060.58	24.75
新增项目储备建筑面积（权益口径）	1,128.13	980.82	722.65	17.93
新增项目地价总额（全口径）	1,017.50	1,030.00	1,098.69	14.01
新增项目均价	5,151.12	7,273.50	10,359.30	5,663.05

注：以上数据2019年~2020年包含一土地级开发项目，2021年及2022年一季度未包含一级土地开发项目。

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<sup>5</sup>，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年末公司全口径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%
重庆	117.11	3.56%
温州	108.00	3.28%
济南	99.35	3.02%
<b>合计</b>	<b>1,574.420</b>	<b>47.87%</b>

注：上表数据不包含一级土地开发项目。

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

<sup>5</sup>土地储备口径为拟建面积+在建未售面积+竣工未售面积。

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个城市运营一级土地开发项目，新增规划建筑面积1000.00万平方米。2021年以来

公司城市运营项目一级土地开发面积保持增长态势。2021年，公司一级土地开发项目出让金额为187.40亿元，同比大幅增长74.75%；2022年一季度实现出让金额6.32亿元。截至2022年3月末，公司一级土地开发总规划建筑面积4,189万平方米，未出让面积为2,666万平方米，一级项目储备资源充足。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 2022 年 3 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	总规划建筑面积	总投资	已投资	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	188	10.37
长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区	100%	954	57	45	954
南京青龙山国际生态新城项目	80%	306	177	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	23	142
温州副中心鳌江新城项目	80%	105	21	12	1
赣江新区中医药国际生态科技小镇	80%	877	113	4	877
湖州金茂南太湖未来之窗	80%	125	34	4	84
<b>合计</b>	--	<b>4,132</b>	<b>883</b>	<b>476</b>	<b>2,666</b>

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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，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。

### 疫情减缓带动公司酒店物业收入回升

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，2021年全年实现租金收入8.51亿元，同比小幅下降；2022年一季度实现租金收入2.14亿元。2021年以来公司写字楼物业出租率保持在良好水平。

### 公司旗下的写字楼物业继续提供稳定的租金收入；

**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	2022.1~3	2019	2020	2021	2022.1~3
北京凯晨世贸中心	19.45	11.13	6.72	6.71	6.74	1.64	100.00	100.00	97.70	98.00
中化大厦	4.91	4.91	1.11	1.13	1.17	0.33	100.00	96.10	100.00	100.00
南京玄武湖金茂广场一期	22.58	13.98	0.71	0.74	0.50	0.15	86.20	93.20	91.60	90.40
长沙梅溪湖研发中心	13.29	1.50	0.10	0.10	0.10	0.02	100.00	100.00	100.00	100.00
<b>合计</b>	<b>60.23</b>	<b>31.51</b>	<b>8.64</b>	<b>8.68</b>	<b>8.51</b>	<b>2.14</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。2022年一季度，受疫情反复影响，南京威斯汀大酒店和长沙金茂梅溪湖酒店平均房价及入住率均有所下滑，分别实现客房收入0.07亿元和0.08亿元。

### 近年来公司资产规模持续增长，往来款规模有所下降；受毛利率下滑、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影响，2021年公司盈利水平下降

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，其中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。2021年公司投资支出增加，货币资金较上年末下降24.58%；因合联营项目回款增加，公司其他应收款规模持续下降；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。

公司负债呈波动态势，主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成。随着结转规模的增加，2021年末公司预收款项同比有所下降。同期因偿付了一定规模应付关联方款项，其他应付款规模有所下降。截至2022年3月末，公司预收账款规模有所上升，其他应付款进一步下降。

所有者权益方面，公司所有者权益规模持续增长，但少数股东权益占比较高。2022年3月末，公司少数股东占所有者权益比例为79.29%，所有者权益稳定性有待加强。

近年来公司收入规模持续增长，但因结算项目土地成本偏高，使得营业毛利率持续下滑。公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。2021年因期间费用大幅增加，公司经营性业务利润

同比小幅下降8.11%；同期，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，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。2022年一季度，公司毛利率小幅回升，但因收入结转减少，管理费用和财务费用大幅增加，导致经营性业务出现亏损，虽然投资收益的大幅增长形成有益补充，但净利润仍同比下滑。

从现金获取能力来看，公司各项现金流均呈一定波动态势。2021年，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。2022年一季度，受销售回款大幅减少影响，公司经营活动净现金流呈大幅净流出态势，同期为实现资金平衡，公司筹资规模显著上升。

表8：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

项目	2019	2020	2021	2022.3
总资产	2,931.24	3,669.46	3,688.62	3,751.36
货币资金	191.24	442.22	333.51	351.55
存货	1,376.51	1,674.67	1,889.70	2,071.99
其他应收款	726.79	709.10	578.26	444.01
开发产品/存货	8.62	6.67	12.31	--
总负债	2,360.59	2,788.67	2,737.17	2,822.35
预收账款（含合同负债）	518.21	886.33	803.60	869.24
其他应付款	1,066.07	997.70	718.56	679.84
少数股东权益	401.85	702.64	759.61	736.56
所有者权益	570.65	880.79	951.45	929.00
存货周转率	0.17	0.29	0.39	0.11*
总资产周转率	0.12	0.17	0.23	0.07*
营业收入	297.91	566.80	855.23	67.29
营业毛利率	31.19	21.14	18.35	20.88
经营性业务利润	45.70	81.42	74.82	-5.93
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	6.50
净利润	64.91	67.91	62.12	0.37
净利润率	21.79	11.98	7.26	0.56
销售商品、提供劳务收到的现金	511.75	865.75	843.17	106.33

经营活动净现金流	136.04	286.49	41.40	-109.19
投资活动净现金流	-106.17	17.37	-63.01	32.80
筹资活动净现金流	-54.24	-107.05	-75.29	79.78

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

### 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

近年来公司债务规模不断上升，但资产负债率相对稳定，净负债率处于合理水平。近年来公司短期债务规模明显下降，截至 2022 年 3 月末，短期债务占比为 13.67%，期限结构进一步优化。

受营业毛利率下降、存货跌价损失及公允价值变动等因素影响，公司经调整 EBIT 利息倍数持续下降。但得益于销售回款保持在较好水平，2020 年以来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，公司货币资金对短期债务覆盖倍数维持在较高水平，短期偿债能力很强。

表 9：近年来公司偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
总债务	580.60	583.83	625.64	728.03
短期债务	177.78	118.16	82.59	99.49
资产负债率	80.53	76.00	74.21	75.24
净负债率	68.23	16.08	30.70	40.53
货币资金/短期债务	1.08	3.74	3.74	3.53
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	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.13	0.67	0.74	1.71*
经调整的 EBIT 利息保障倍数	3.79	2.92	2.87	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司与金融机构保持良好合作关系，截至 2022 年 3 月末，公司在各家银行授信总额度为 939.93 亿元，其中未使用授信额度为 396.97 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。

### 公司或有负债风险可控

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 2022 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 919.72 亿元，占同期末总资产的 24.52%，其中受限存货 714.41 亿元，占同期末存货账面价值的 34.48%。

或有事项方面，截至 2022 年 3 月末，公司对外提供的其他担保合计 466.31 亿元（其中个人购房按揭贷款担保余额为 461.36 亿元）。此外，截至 2022 年 3 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，2019~2022 年 3 月末，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（第四期）”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（第四期）的跟踪评级安排

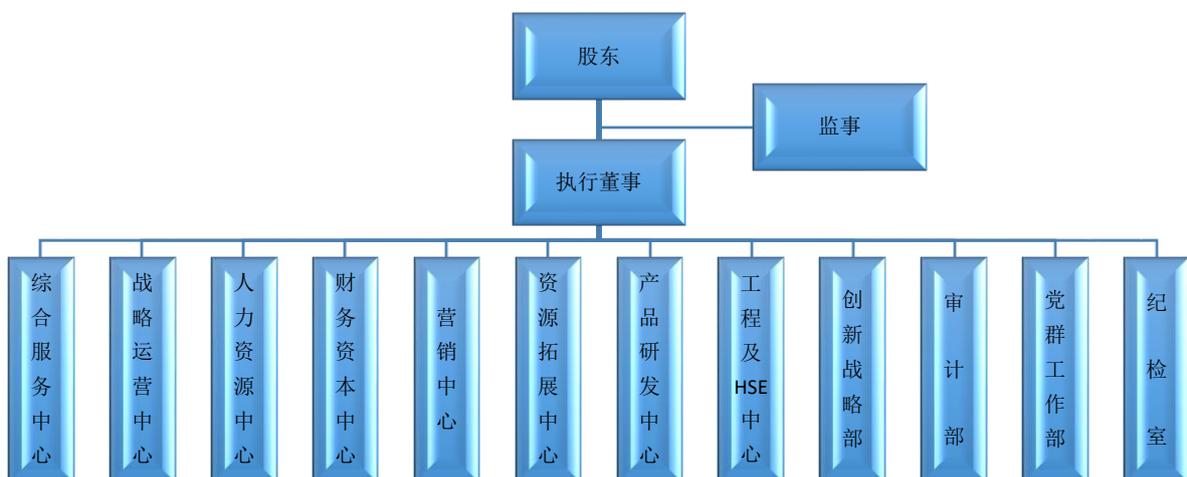
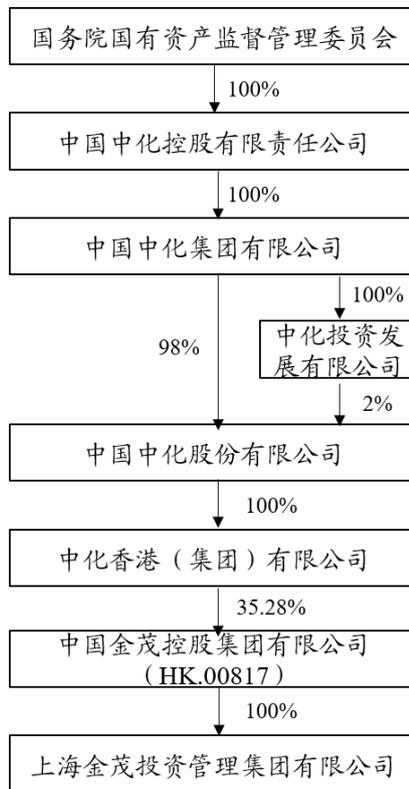
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，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](http://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 2022 年 3 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,912,357.69	4,422,231.22	3,335,111.43	3,515,452.40
其他应收款	7,267,914.24	7,091,000.01	5,782,629.71	4,440,134.73
存货净额	13,765,076.62	16,746,715.46	18,896,988.16	20,719,938.44
长期投资	2,014,674.00	2,707,717.74	4,080,908.72	3,900,902.85
固定资产	162,238.36	176,410.28	185,804.65	185,528.98
在建工程	245,013.84	267,582.61	278,877.35	361,257.76
无形资产	40,537.83	46,853.60	145,378.21	58,865.60
投资性房地产	2,021,498.27	2,139,742.72	1,954,753.40	1,954,753.40
总资产	29,312,405.13	36,694,561.95	36,886,193.46	37,513,575.95
预收款项	5,182,053.46	8,863,272.07	8,036,034.61	8,692,433.01
其他应付款	10,660,690.08	9,976,979.55	7,185,597.97	6,798,422.32
短期债务	1,777,818.22	1,181,586.36	825,934.95	994,932.18
长期债务	4,028,189.23	4,656,742.55	5,430,470.26	6,285,388.39
总债务	5,806,007.45	5,838,328.91	6,256,405.21	7,280,320.56
净债务	3,893,649.76	1,416,097.69	2,921,293.78	3,764,868.17
总负债	23,605,905.89	27,886,687.67	27,371,732.80	28,223,538.31
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	9,290,037.64
营业总收入	2,979,069.29	5,667,992.78	8,552,319.16	672,868.17
经营性业务利润	456,975.52	814,179.87	748,171.53	-59,286.73
投资收益	284,711.61	396,033.83	419,227.79	65,012.63
净利润	649,072.89	679,114.94	621,158.87	3,749.20
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	1,063,306.92
经营活动产生现金净流量	1,360,376.83	2,864,859.73	414,044.92	-1,091,902.58
投资活动产生现金净流量	-1,061,651.82	173,723.75	-630,077.25	328,014.94
筹资活动产生现金净流量	-542,378.33	-1,070,501.74	-752,921.12	797,777.20
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率（%）	31.19	21.14	18.35	20.88
期间费用率（%）	9.71	4.74	6.79	25.94
EBITDA 利润率（%）	34.64	20.01	13.91	--
净利润率（%）	21.79	11.98	7.26	0.56
总资产收益率（%）	3.94	3.40	3.14	--
存货周转率(X)	0.17	0.29	0.39	0.11*
资产负债率（%）	80.53	76.00	74.21	75.24
总资本化比率（%）	50.43	39.86	39.67	43.94
净负债率（%）	68.23	16.08	30.70	40.53
短期债务/总债务（%）	30.62	20.24	13.20	13.67
经营活动净现金流/总债务（X）	0.23	0.49	0.07	-0.60*
经营活动净现金流/短期债务（X）	0.77	2.42	0.50	-4.39*
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	1.71*
总债务/EBITDA（X）	5.63	5.15	5.26	--
EBITDA/短期债务（X）	0.58	0.96	1.44	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.51	2.44	2.51	--
经调整 EBIT 利息保障倍数（X）	3.79	2.92	2.87	--

注：2022 年一季度财务报表未经审计整理；因缺乏相关数据，2022 年一季度部分指标无法计算；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
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
<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。