



# 上海金茂投资管理集团有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0231 号

---

## 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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司  
2023 年 5 月 23 日

**本次跟踪发行人及评级结果**      上海金茂投资管理集团有限公司      **AAA/稳定**

**本次跟踪债项及评级结果**      “20 金茂投资 MTN002”、“21 金茂投资 MTN001”、  
“21 金茂投资 MTN002”、“22 金茂投资 MTN001”、  
“23 金茂投资 MTN001”、“22 金茂 01”、“22 金茂  
02”、“22 金茂 03”、“22 金茂 04”和“23 金茂 01”      **AAA**

**评级观点**

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于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”）可得到中国中化控股有限责任公司（以下简称“中国中化”）和中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）很强的支持，自身较强的规模优势、城市运营项目可提供土地资源、持有物业可提供稳定租金收入和融资支持及较高的经营稳健度等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业风险及合联营项目资金往来规模较大等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

**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。

**调级因素**

**可能触发评级上调因素：** 不适用。  
**可能触发评级下调因素：** 股东定位及支持力度大幅减弱，行业地位显著下滑，杠杆比例大幅上升，盈利及偿债能力大幅弱化。

- | 正 面 |   |
|-----|---|
| ■   | 中国金茂是中国中化旗下唯一的房地产开发平台，金茂投资作为其最重要运营主体，在产业资源和资金方面可得到中国中化和中国金茂很强支持 |
| ■   | 公司在销售、土地储备和资产方面具有突出的规模优势  |
| ■   | 公司城市运营项目经验丰富，可通过一二级联动等方式获取一定土地资源                                |
| ■   | 持有物业可为公司提供稳定租金收入及融资支持   |
| ■   | 融资渠道通畅且融资成本合理，经营稳健度较高   |
| 关 注 |   |
| ■   | 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战  |
| ■   | 合联营项目资金往来规模较大，需关注款项收回风险   |

项目负责人：吴艳名 ymwu01@ccxi.com.cn  
项目组成员：柳华逸 hylu.Leo@ccxi.com.cn

评级总监：  
电话：(010)66428877  
传真：(010)66426100

## 财务概况

金茂投资（合并口径）	2020	2021	2022	2023.1~3/2023.3
资产总计（亿元）	3,685.31	3,692.01	3,435.04	3,697.34
所有者权益合计（亿元）	885.52	951.75	915.81	953.93
负债合计（亿元）	2,799.79	2,740.26	2,519.22	2,743.41
总债务（亿元）	666.53	695.48	779.50	867.67
营业总收入（亿元）	566.80	855.24	781.15	51.15
净利润（亿元）	67.91	62.03	13.09	1.57
EBITDA（亿元）	70.42	111.48	17.83	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	286.49	44.22	-17.27	-59.09
营业毛利率（%）	21.14	18.35	16.23	16.09
净负债率（%）	37.47	48.35	61.68	57.09
总债务/EBITDA（X）	9.47	6.24	43.72	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.47	2.18	0.32	--

注：1、中诚信国际根据金茂投资提供的其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 2021~2022 年度审计报告整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“\*”指标已经年化处理，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款、其他权益工具和少数股东权益中的带息债务。

## 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	23 金茂投资 MTN001（AAA）	2022/12/29	吴艳名、柳华逸	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2022_05</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	22 金茂投资 MTN001（AAA）	2022/07/18	吴艳名、李佳荫	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 金茂投资 MTN002（AAA） 21 金茂投资 MTN001（AAA） 21 金茂投资 MTN002（AAA）	2022/05/23	吴艳名、李佳荫	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	21 金茂投资 MTN002（AAA）	2021/09/27	田梓慧、吴艳名	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	21 金茂投资 MTN001（AAA）	2021/04/07	付晓东、战宇迪、田梓慧	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 金茂投资 MTN002（AAA）	2020/06/09	曹润、杨萱	<a href="#">中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04</a>	<a href="#">阅读全文</a>

注：中诚信国际口径

## 同行业比较

2022 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)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转率 (X)	总债务/销售商品提供 劳务收到的现金 (X)
绿城房地产	2,118.57	5,343.45	49.81	2.89	1197.29	8.16	0.32	0.90
大悦城	568.00	2,144.32	104.35	2.29	395.79	-5.62	0.30	2.41
金茂投资	1,545.01	3,435.04	61.68	2.15	781.15	1.68	0.37	1.30

中诚信国际认为，与同行业同级别企业相比，金茂投资资产规模及销售业绩处于中等水平；公司项目储备充裕，周转效率优于可比企业；相对可比企业，公司经营稳健度较高，在杠杆水平、偿债能力方面处于中等水平。

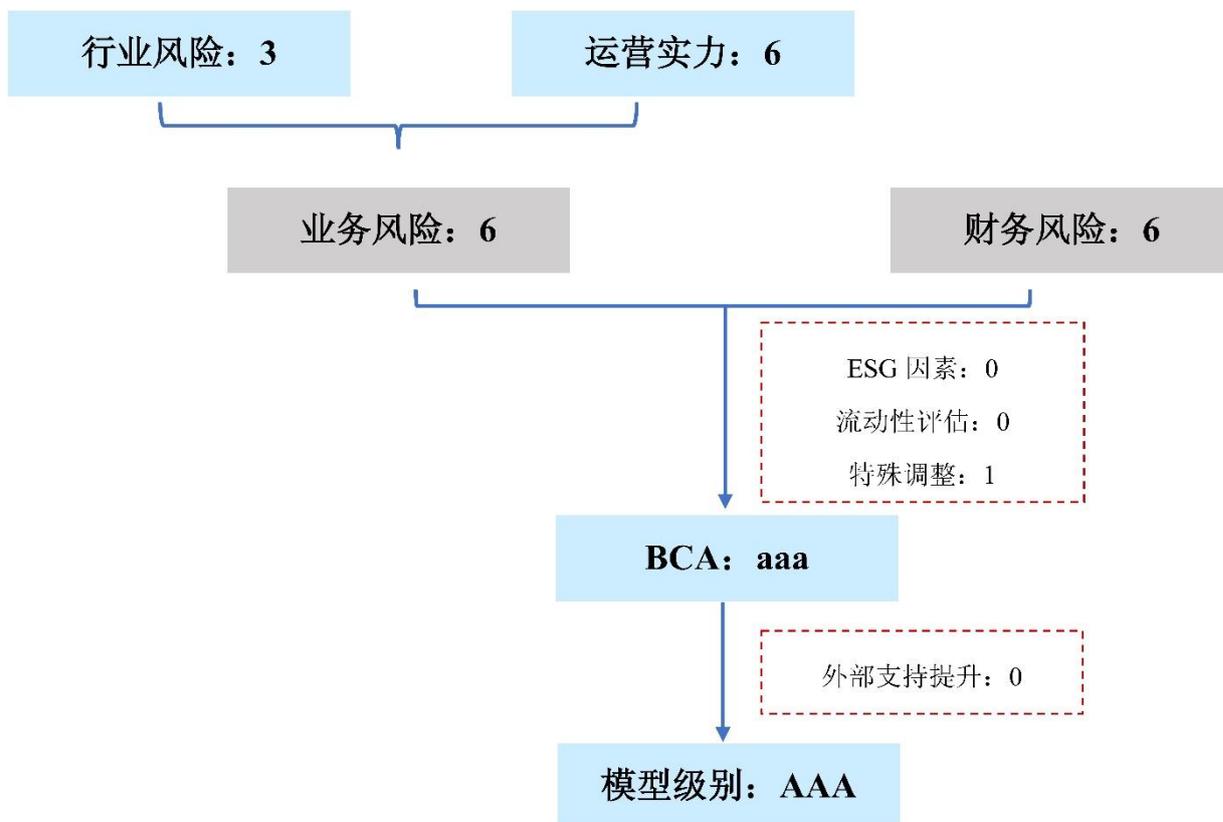
注：绿城房地产为“绿城房地产集团有限公司”简称，大悦城为“大悦城控股集团股份有限公司”简称。

## 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评 级结果	上次债项评 级结果	上次评级时 间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 金茂投 MTN002	AAA	AAA	2022/05/23	25.00	25.00	2020/07/10~2023/07/10	--
21 金茂投 MTN001	AAA	AAA	2022/05/23	30.00	30.00	2021/04/16~2024/04/16	--
21 金茂投 MTN002	AAA	AAA	2022/05/23	20.00	20.00	2021/10/14~2024/10/14	--
22 金茂投 MTN001	AAA	AAA	2022/07/18	20.00	20.00	2022/07/27~2025/07/27	--
23 金茂投 MTN001	AAA	AAA	2022/12/29	25.00	25.00	2023/04/14~2026/04/14	--
22 金茂 01	AAA	AAA	2022/05/23	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	2022/05/23	15.00	15.00	2022/03/25~2027/03/25 (3+2)	回售,票面利率 选择权
22 金茂 03	AAA	AAA	2022/06/15	20.00	20.00	2022/07/08~2027/07/08 (3+2)	回售,票面利率 选择权
22 金茂 04	AAA	AAA	2022/08/30	20.00	20.00	2022/09/29~2027/09/29 (3+2)	回售,票面利率 选择权
23 金茂 01	AAA	AAA	2022/12/28	17.00	17.00	2023/02/20~2028/02/20 (3+2)	回售,票面利率 选择权

## 评级模型

### 上海金茂投资管理集团有限公司评级模型打分(2023\_01)



## 方法论

中诚信国际房地产行业评级方法与模型 C200100\_2022\_05

### ■ 业务风险:

金茂投资属于房地产行业，行业风险评估为中等；金茂投资在房地产开发方面具有突出的规模优势，城市运营业务优势不断凸显且融资渠道畅通，经营稳健度较高，业务风险评估为很低。

### ■ 财务风险:

金茂投资盈利能力下滑，EBITDA 对利息覆盖倍数一般，但财务杠杆处于合理水平，且销售回款对债务本息保障能力较强，财务风险评估为很低。

### ■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，金茂投资具有 aaa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和很低的财务风险，以及土地一级开发收入和租赁收入对其的有利影响。

### ■ 外部支持:

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”）是中国中化控股有限责任公司（以下简称“中国中化”）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，在业务拓展、项目获取以及资金安排等方面得到中国中化的有力支持。受个体信用状况的支撑，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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 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 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。截至报告出具日，“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 3 月 25 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。截至报告出具日，“22 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（第三期）（债券简称：“22 金茂 03”、债券代码：“185967”）于 2022 年 7 月 8 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 2027 年 7 月 8 日，利率为 3.28%。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。截至报告出具日，“22 金茂 03”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（第四期）（债券简称：“22 金茂 04”、债券代码：“137679”）于 2022 年 9 月 29 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 2027 年 9 月 29 日，利率为 3.6%。募集资金用途与募集说明书的相关承诺一致。截至报告出具日，“22 金茂 04”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 2023 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称：“23 金茂 01”、债券代码：“138864”）于 2023 年 2 月 20 日起息，实际发行规模为 17 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 2028 年 2 月 20 日，利率为 3.8%。募集资金用途于 2023 年 3 月 8 日发生调整。截至报告出具日，“23 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。

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

## 近期关注

**中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。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。**

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39% 和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为**，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，国央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际**

认为，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；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。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

**中诚信国际认为，公司具有很强的综合实力和行业地位，在房地产开发方面具有突出的规模优势；虽然 2022 年以来受行业下行影响，开发、销售和投资活动均有所放缓，但通过聚焦高能级城市、维持通畅的融资渠道和较低的融资成本，公司保持较高的经营稳健度；依托丰富的项目经验和产业导入能力，公司在城市运营方面的竞争优势不断凸显，一二级联动为项目储备提供一定支撑。**

*随着前期股东项目注入及自身多年发展，公司形成突出的规模优势；但受行业景气度下降及新增投资减少的影响，2022 年开发及销售规模有所下滑；2023 年一季度销售有所回暖。*

中国金茂自 2015 年定位转型为“城市运营商”后实现规模上的快速发展，七年销售金额复合增速达 26%，形成极强规模优势。公司作为中国金茂唯一的房地产开发平台及境内资金归集平台，具有丰富的房地产开发经验，随着前期项目注入及自身多年不断发展，自 2020 年后销售占中国金茂比例已接近 100%。2022 年，受新增投资减少等因素影响，公司开发进度放缓，新开工面积同比大幅下降；随在建项目正常推进，竣工面积基本持平。

**表 1：近年来公司房地产开发运营情况（万平方米、亿元、万元/平方米）**

	2020	2021	2022
新开工面积	1,104	1,230	700
竣工面积	605	1,215	1,222

注：以上数据不包含土地一级开发项目。

数据来源：金茂投资提供，中诚信国际整理

2022 年，受整体市场需求疲软的影响，公司销售金额和销售面积同比下滑 34.42%和 41.22%，其中城市运营签约金额占比上升 6 个百分点达到 25%，对销售业绩贡献度有所上升。销售区域方面，公司坚持聚焦一二线城市的战略布局，在北京、南京、苏州、青岛等地保持一定深耕优势，销售维持在百亿规模。受城市运营项目带动，嘉兴销售贡献明显提升。随着公司区域布局进一步收缩，前五大城市销售占比达 42.48%，集中度进一步提升。2023 年一季度，中国金茂实现签约销售额 442.30 亿元，同比增幅为 39.70%。

**表 2：中国金茂及金茂投资全口径房地产开发销售情况（万平方米、亿元、万元/平方米）**

		2020	2021	2022
中国金茂	销售金额	2,311.00	2,356.03	1,550.01
	销售面积	1,129.10	1,320.47	776.19
金茂投资	销售金额	2,311.00	2,356.03	1,545.01
	销售均价	2.05	1.78	1.99

注：销售数据含土地一级开发

数据来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 3：公司全口径销售前十五大城市分布情况（亿元）**

城市	2021		城市	2022	
	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%	北京	192.81	12.48%
南京	233.15	9.90%	上海	156.01	10.10%
杭州	151.74	6.44%	苏州	106.36	6.88%
上海	151.50	6.43%	嘉兴	101.64	6.58%
青岛	127.13	5.40%	南京	99.46	6.44%
宁波	110.90	4.71%	青岛	97.53	6.31%
苏州	105.44	4.48%	武汉	65.92	4.27%
温州	102.05	4.33%	广州	62.70	4.06%
广州	100.84	4.28%	成都	57.25	3.71%
武汉	93.20	3.96%	天津	41.63	2.69%
重庆	66.21	2.81%	长沙	36.78	2.38%
济南	54.71	2.32%	郑州	36.54	2.37%
天津	54.40	2.31%	宁波	36.13	2.34%
义乌	51.28	2.18%	杭州	32.78	2.12%
嘉兴	46.99	1.99%	佛山	32.28	2.09%
<b>合计</b>	<b>1,725.85</b>	<b>73.25%</b>	<b>合计</b>	<b>1,155.83</b>	<b>74.81%</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

### 公司项目储备充裕，区域分布均衡。

土地储备方面，截至 2022 年末，金茂投资二级项目土地储备合计为 2,856.85 万平方米<sup>1</sup>，权益占比为 66%，能够满足未来约 2~3 年销售需求。区域上以华东和环渤海为主，华南、华中和西部为辅，其中一二线城市占比为 63.31%，区域布局较好；截至 2022 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 50.26%，集中度有一定上升，仍处于较好水平。

**表 4：2022 年末金茂投资土地储备前十大城市分布情况（万平方米）**

	未售面积	占比
青岛	271.07	9.49%
武汉	204.42	7.16%
南京	175.89	6.16%
福州	164.22	5.75%
南昌	122.51	4.29%
广州	112.82	3.95%
北京	106.74	3.74%
西安	95.01	3.33%
温州	92.70	3.24%
重庆	90.57	3.17%
<b>合计</b>	<b>1,435.95</b>	<b>50.26%</b>

注：上表数据为全口径数据，不包含一级项目。

数据来源：金茂投资提供，中诚信国际整理

<sup>1</sup> 土地储备口径为拟建面积+在建未售面积+竣工未售面积。

2022 年以来土地投资力度明显放缓，拓展区域进一步聚焦高能级城市，城市运营项目为公司土地补充提供有力支撑；公司融资渠道通畅且具有一定成本优势，投融资平衡能力较强，经营稳健度较高。

跟踪期内，公司仍坚持高能级城市深耕的投资策略，随着公司在中国金茂中经营比重的上升，其投资规模和投资力度与中国金茂趋于一致。2022 年，公司通过招拍挂、股权收购等方式新增 13 个储备项目，其中来自城市运营项目的占比（按土地购置金额口径）为 31%，为公司土地补充提供有力支撑。在行业进入下行周期的背景下，公司投资策略趋于谨慎，投资节奏亦有所放缓；受南京、青岛项目权益比例较低的影响，新增项目权益比例有所下降。从区域看，公司新增项目全部位于一二线城市，其中位于北京、上海的项目楼面价格较高，带动整体拿地楼面均价同比大幅上升。

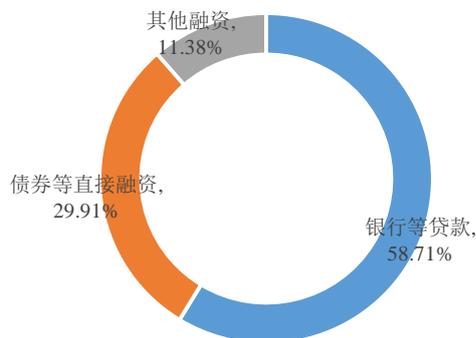
表 5：中国金茂及金茂投资新增土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

中国金茂	2020	2021	2022
新拓展项目	59	62	13
新增土地面积	1,150	1,071	179
新增土地金额	1,030	1,129	277
新增土地购置金额/销售金额	45%	48%	18%
城市运营项目贡献	44%	36%	31%*
金茂投资	2020	2021	2022
新拓展项目	59	61	13
新增土地储备面积（全口径）	1,150	1,061	179
新增土地储备面积权益比例	69.26%	68.14%	67.48%
新增土地购置金额（全口径）	1,030.00	1,098.69	276.89
新增土地楼面均价	8,956.52	10,359.30	15,468.72
新增土地购置金额/销售金额	44.57%	46.63%	17.92%

注：1、新增土地储备未包含一级土地开发项目；2、2020 年、2021 年城市运营项目贡献为按面积占比，2022 年为按拿地金额占比。  
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

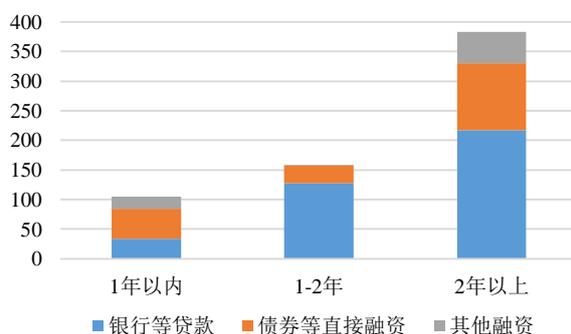
融资方面，中国金茂主要通过银行借款、境外美元债、资产证券化产品、永续债等方式进行融资，融资方式较为多元化。公司作为中国金茂境内经营和融资主体，主要通过银行借款、公开市场融资等外部渠道满足融资需求，亦可从中国金茂获得一定资金支持，债务期限结构较为合理且具有一定成本优势。中诚信国际认为，公司内外部融资渠道畅通，公司融资能力对投资开发活动支撑力度较强，经营稳健度较高。

图 1：截至 2022 年末公司总债务<sup>2</sup>构成



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司债务<sup>3</sup>到期分布情况（亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司持续布局城市运营项目，土地一级开发项目储备充足；依托其丰富的项目经验和产业资源禀赋，公司在城市运营方面保持很强的竞争优势，但较高的不确定性及房企拿地需求下滑亦对其经营管理能力提出较高要求。

城市运营业务方面，公司集合中国中化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，并通过滚动开发、分批投入的方式加快资金周转，减少资金占用。截至 2022 年末，公司土地一级开发总规划建筑面积 3,179 万平方米，未出让面积为 1,652.56 万平方米<sup>4</sup>，一级项目储备充足。中诚信国际认为，公司在城市运营项目获取、产业资源落地等方面可与中国中化形成良好的资源协同效应，叠加梅溪湖等标杆项目的开发运营经验，公司已在城市运营领域形成很强的竞争优势。同时，公司城市运营项目主要位于二线城市或长三角区域部分优质三线城市，当前房企在这类区域拿地意愿不足，亦对土地出让周期和挂牌价格形成一定压力。

表 6：截至 2022 年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	总投资金额	已投资金额	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	188.00	168.38	10.37
南京青龙山国际生态新城项目	80%	306	198.00	139.3	148.20
宁波生命科学城项目	80%	428	160.00	46.55	302.90
嘉善上海之窗智慧科学城	3.2%	181	47.00	27.45	103.66
金华东湄未来科学城项目	80%	217	86.00	29.40	144.54
温州副中心鳌江新城项目	80%	105	21.00	14.04	--
赣江新区中医药国际生态科技小镇	80%	877	113.00	10.13	867.12
湖州金茂南太湖未来之窗	80%	125	34.00	5.39	75.7723
合计	--	3,179	847.00	440.64	1,652.56

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

<sup>2</sup> 未含永续借款和应付票据

<sup>3</sup> 未含永续借款和应付票据

<sup>4</sup> 截至 2022 年末，中国金茂一级开发土储面积为 4,595 万平方米，其中廊坊项目（中国宏泰）土储为 2,291 万平方米。

写字楼物业租赁和酒店运营为公司提供一定收入补充，2022 年写字楼出租率较为稳定，酒店运营收入同比小幅下滑。

公司写字楼物业租金收入主要来自北京凯晨世贸中心和西城金茂中心等写字楼物业，2022 年公司写字楼出租率保持较高水平，租金收入小幅上升。

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		
			2020	2021	2022	2020	2021	2022
北京凯晨世贸中心	19.45	11.13	6.71	6.74	6.79	100	97.7	100.00
西城金茂中心 <sup>5</sup>	4.91	4.91	1.13	1.17	1.09	96.1	100	100.00
南京玄武湖金茂广场一期	22.58	13.98	0.74	0.50	0.56	93.2	91.6	89.32
长沙梅溪湖研发中心	13.29	1.50	0.10	0.10	0.10	100	100	100.00
合计	60.23	31.51	8.68	8.51	8.54	--	--	--

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，目前公司经营酒店主要为南京威斯汀大酒店和长沙金茂梅溪湖酒店。跟踪期内，公司旗下酒店平均房价及入住率均同比小幅下滑，2022 年实现营业收入 1.45 亿元。

## 财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内金茂投资资产负债规模呈收缩态势，财务杠杆有所上升，仍处于合理水平；营业总收入及毛利率水平有所下滑，盈利能力进一步弱化；跟踪期内，债务规模小幅增加，经营获现能力有所下降，EBITDA 及销售回款对债务本息保障能力均有所弱化。

*跟踪期内，公司营业总收入及毛利率水平下滑，经营性业务利润进一步收缩，盈利能力有所弱化。*

房地产开发及土地一级开发是公司的主要收入来源，二者占营业收入的比重维持在 96% 以上。跟踪期内，随着开工进度放缓及土地投资规模下降，公司两大业务板块收入均有所下滑，带动营业收入随之下降。受结算项目土地成本较高及限价等政策调控的影响，公司房地产开发板块毛利率进一步下滑，对综合毛利率造成一定拖累，期间费用率的抬升使得经营性业务利润进一步收缩。跟踪期内，受市场下行影响，公司对天津、佛山、重庆、南昌和汕头等城市的项目计提了较大规模的资产减值损失，且对应收关联方款项计提 15.88 亿元信用减值损失，对利润形成侵蚀。尽管其合联营项目股权投资收益、处置股权收益及投资性房地产和金融资产形成的公允价值变动收益为其利润带来一定补充，公司净利润及净利润率仍明显下降。2023 年一季度，由于结算规模下降叠加一定规模的期间费用，公司经营性业务利润由正转负。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
物业销售	475.16	16.12	768.78	15.29	719.56	12.82
土地一级开发	69.84	46.65	59.15	37.79	30.73	51.12
物业租赁	10.18	79.94	10.79	79.16	10.51	78.96
酒店运营	1.09	31.40	1.65	41.48	1.57	-40.74

<sup>5</sup>原“中化大厦”更名为“西城金茂中心”。

物业管理	1.35	20.44	1.02	-5.86 <sup>6</sup>	2.51	25.52
其他	9.18	20.88	13.84	57.11	16.27	57.71
<b>营业总收入/营业毛利率</b>	<b>566.80</b>	<b>21.14</b>	<b>855.23</b>	<b>18.35</b>	<b>781.15</b>	<b>16.23</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022	2023.1~3
期间费用率	4.74	6.80	8.09	22.59
经营性业务利润	81.42	74.70	44.16	-4.25
资产减值损失	42.47	9.94	59.47 <sup>7</sup>	--
投资收益	39.60	41.92	27.54	6.72
公允价值变动收益	8.70	-18.50	28.41	0.05
利润总额	89.18	88.31	41.17	2.60
净利润	67.91	62.03	13.09	1.57
净利润率（%）	11.98	7.25	1.68	3.07

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**公司资产负债规模均呈收缩态势，存货周转率随当年结转规模减少而降低；预收款项对未来收入保障程度有所弱化；有息债务规模持续上升，拉动财务杠杆有所增加，但仍处于合理水平。**

随着新增项目的减少以及开发进度的放缓，公司总资产呈收缩态势。流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成。截至 2022 年末，存货占总资产比例为 48.81%，较上年末有所下降；其中开发产品占比为 11.74%，由于当年结转规模减少，公司存货周转率随之降低。公司承担了中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；跟踪期内，随着并表比例提升以及应收关联方款项的收回，其他应收款规模随之下降。公司在 2022 年度对应收关联方款项计提一定规模信用减值损失，需关注其回收风险。非流动资产方面，因增加对嘉兴、南京、青岛等合联营项目的投入，长期股权投资小幅上升。2023 年一季度，在公开市场融资及销售回款的共同作用下，公司货币资金增幅明显，带动总资产规模有所上升。

公司负债主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成，跟踪期内，总负债规模亦呈收缩态势。由于并表口径销售回款下降及保持一定规模的收入结算，公司预收类款项较上年末降幅明显；截至 2022 年末，公司预收类款项为当年物业销售收入的 0.76 倍，同比显著下降，对未来收入保障程度一般。2022 年，公司公开市场融资规模有所增加，带动有息债务较上年末有所上升。受与关联方及合作方往来款较多影响，其他应付款保持在较大规模；跟踪期内，公司偿付部分关联方往来款项，使得其他应付款规模明显下降。2023 年一季度，公司债务规模进一步增加，叠加销售回款形成的预收款项增加，总负债规模亦随之上升。

公司所有者权益主要由未分配利润和少数股东权益构成，因归母净利润亏损及利润分配等原因，公司所有者权益小幅下降。由于对部分前期股东注入项目持股比例较低<sup>8</sup>、子公司存续 74 亿元永续借款及合作项目影响，少数股东权益占比较高，截至 2022 年末少数股东权益占比为 83.37%。在债务规模持续上升的影响下，公司净负债率进一步上升，但仍处于合理水平。

<sup>6</sup> 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。

<sup>7</sup> 含 15.88 亿元信用减值损失。

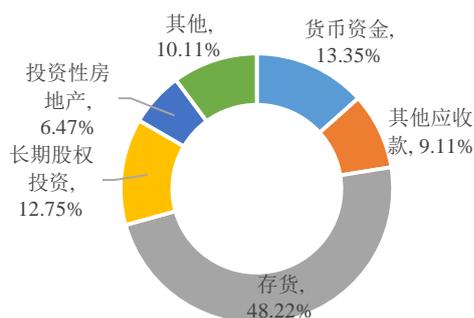
<sup>8</sup> 前期股东中国金茂将其持有的资产及项目注入公司控制、管理的下属子企业，公司直接持股比例低但拥有实际表决权。

表 10: 近年来公司资产质量相关指标 (亿元)

	2020	2021	2022	2023.3
总资产	3,685.31	3,692.01	3,435.04	3,697.34
货币资金	442.22	333.74	333.79	493.43
其他应收款	702.76	574.01	360.21	336.90
存货	1,674.67	1,889.70	1,676.61	1,782.76
开发产品/存货 (%)	6.76	12.31	11.74	--
存货周转率 (X)	0.27	0.39	0.37	0.10*
长期股权投资	271.03	405.03	468.22	471.26
投资性房地产	213.97	195.48	239.27	239.08
总负债	2,799.79	2,740.26	2,519.22	2,743.41
预收款项	813.31	803.60	593.40	716.58
其他应付款	994.70	719.00	629.37	605.87
所有者权益合计	885.52	951.75	915.81	953.93
未分配利润	157.61	188.91	151.15	143.65
少数股东权益	703.53	759.91	763.54	810.07
总债务	666.53	695.48	779.50	867.67
净负债率 (%)	37.47	48.35	61.68	57.09

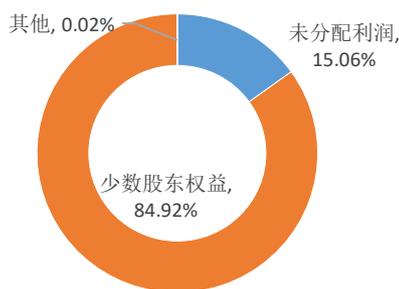
资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

图 1: 截至 2023 年 3 月末公司总资产构成



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

图 2: 截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源: 公司财务报表, 中诚信国际整理

**跟踪期内, 公司获现能力有所下降, 经营活动净现金流转负; EBITDA 及销售回款对债务本息保障能力均有所弱化, 但非受限货币资金对短期债务保障能力仍较强。**

跟踪期内, 由于并表口径销售回款减少, 公司经营活动净现金流由正转负; 随着公司收回合联营项目往来款, 投资活动净现金流转为净流入; 同期, 公司新增借款及债务偿还均同比增加, 筹资活动净现金流延续净流出态势, 净流出规模同比收窄。整体来看, 公司仍可维持资金平衡, 货币资金保持稳定水平。2023 年一季度, 公司销售回款同比增加, 使得经营活动现金流出规模同比收窄; 投资活动净现金流保持净流入态势; 随着净融资增加, 公司筹资活动净现金流同比明显上升。

跟踪期内, 公司债务规模有所增加, 短期债务占比随一年内到期长期债务转入小幅上升, 债务期限结构仍处于合理水平。偿债能力方面, 随着盈利水平和回款规模的下降, EBITDA 及销售回款对债务本息保障能力均有所弱化; 公司短期债务小幅增长, 非受限货币资金对短期债务覆盖能力虽有所下滑但仍处于较好水平, 短期偿债压力可控。

**表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2020	2021	2022	2023.1~3/2023.3
销售商品、提供劳务收到的现金	865.75	843.30	600.86	136.10
经营活动净现金流	286.49	44.22	-17.27	-59.09
投资活动净现金流	17.37	-66.07	75.29	44.81
筹资活动净现金流	-107.05	-74.90	-62.14	118.98
总债务	666.53	695.48	779.50	867.67
短期债务占比	18.15%	12.00%	19.93%	20.31%
非受限货币资金/短期债务	2.98	3.17	1.68	2.07
总债务/EBITDA	9.47	6.24	43.72	--
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.77	0.82	1.30	1.59*
EBITDA 利息倍数	1.47	2.18	0.32	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产合计为 830.96 亿元，占当期末总资产的 24.19%，其中包括存货 611.28 亿元、投资性房地产 129.77 亿元、货币资金 73.53 亿元，其中受限的货币资金主要为预售监管资金。

截至 2022 年末，公司及其合并范围内子公司对外担保为 228.54 亿元，占净资产比例为 24.95%，其中个人购房按揭贷款担保 196.40 亿元，为控股股东、实际控制人及其他关联方提供担保的金额为 32.14 亿元，占净资产比例分别为 21.45%和 3.51%。同期，公司不存在重大未决诉讼情况。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2023 年 4 月 13 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。

## 假设与预测<sup>9</sup>

### 假设

- 2023 年，金茂投资销售规模较 2022 年增长 10%。
- 2023 年，金茂投资全口径土地投资规模约为销售金额的 30%。
- 2023 年，金茂投资营业收入小幅下滑。

### 预测

**表 12：预测情况表**

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
净负债率（%）	48.35	61.68	43~49
总债务/销售商品提供劳务收到的现金（X）	0.82	1.30	1.2~1.1

资料来源：中诚信国际整理

## 调整项

**中诚信国际认为，金茂投资流动性来源较为充裕，可对未来一年内流动性需求形成覆盖。**

<sup>9</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

跟踪期内，公司销售获现能力有所下降，并表口径回款规模有所收缩；融资方面，公司与金融机构关系良好，截至 2022 年末，公司共获得银行授信额度 810.95 亿元，其中尚有未使用银行授信额度 358.52 亿元，在公开市场亦具有较为通畅的融资渠道；此外，作为中国金茂最重要的运营主体和资金归集平台，公司在资金调拨和直接融资等方面可持续获得中国金茂较大力度支持。

公司资金流出主要用于获取土地、项目工程建设、各项税费支出及偿付债务本息。公司投资策略较为保守，经营支出与销售回款可实现较好平衡，且短期债务到期压力不大，再融资能力较强。综上所述，公司流动性较为充裕，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

## ESG 分析<sup>10</sup>

**中诚信国际认为，公司将绿色战略作为公司主战略之一，并建立了完备的质量控制体系，积极履行企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司法人治理结构较为完善，内部控制制度体系较为健全，ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，作为房地产开发企业，公司面临着建设施工对环境产生损害的问题。对此，公司积极相应国家双碳战略目标，以绿色战略作为公司的主战略之一，持续优化能源利用和资源使用，减少资源浪费和污染排放，保障“十四五”期间各项节能减碳及节约用水相关举措的有效落地。

社会方面，公司已建立从投资到产品交付全过程、全系统、全员参与的质量管理体系，推动设计质量、材料质量、工程质量及交付运营质量的系统提升，确保工程质量 100% 验收合格。员工发展方面，公司建立公平高效的激励机制，定期对所有员工进行绩效考核，并不断完善人才培养培训体系，以“多梯队培训”形式分级统筹，全面提升员工职业技能和专业素养。

公司治理方面，公司根据《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。

## 特殊事项

公司持有物业主要为北京凯晨世贸中心和西城金茂中心，均位于北京西城区核心地段，且近年来出租率和平均租金保持在较高水平。2022 年公司获得物业租赁收入 10.51 亿元，对收入形成良好补充。2022 年以来，公司以持有物业为底层资产发行了超过 150 亿元 ABS 产品，为公司提供了良好融资支持。凭借城市运营优势，公司土地一级开发业务发展至一定规模，除形成一二级联动优势外，亦对公司收入和项目资源等方面形成良好补充。

## 外部支持

**公司控股股东中国金茂是中国中化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**

<sup>10</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

### 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国中化控股有限责任公司（简称中国中化，英文简称 Sinochem Holdings）是由中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司联合重组而成，于 2021 年 5 月 8 日正式揭牌成立，为国务院国资委监管的国有重要骨干企业业务范围覆盖生命科学、材料科学、石油化工、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，是全球规模领先的综合性化工企业。

中国中化是国资委首批确定的 16 家以房地产为主业的央企之一，是中国领先的城市运营商和绿色建筑科技服务商。中国金茂为中国中化旗下唯一的房地产开发平台，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国中化的有力支持。公司作为中国金茂重要的境内运营主体，截至 2022 年末，公司资产总额占中国金茂总资产比重为 81.42%，2022 年全年口径销售金额占比为 99.68%。此外，公司作为中国金茂唯一的境内资金归集平台，在直接融资和资金调拨等方面亦可获得中国金茂的大力支持。

### 同行业比较

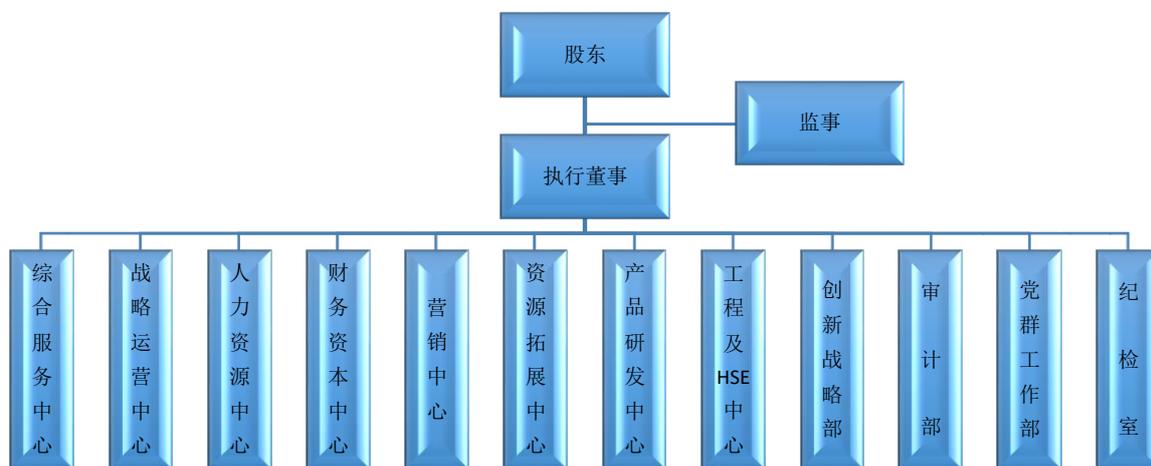
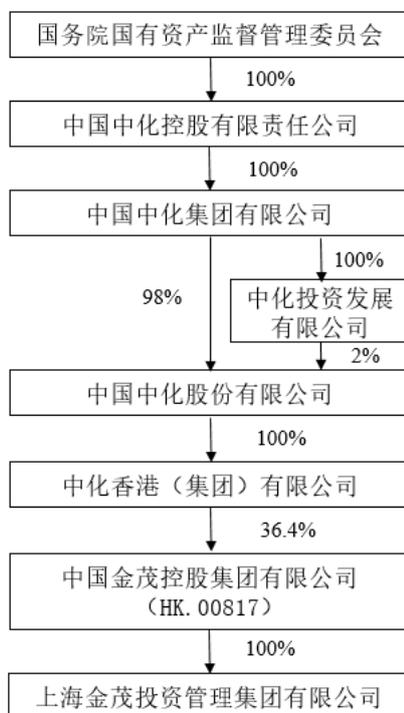
中诚信国际选取了绿城房地产集团有限公司（以下简称“绿城房地产”）、大悦城控股集团股份有限公司（以下简称“大悦城”，000031.SZ）作为金茂投资的可比公司，上述两家企业与公司在业务、财务和股东背景方面均具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，金茂投资资产规模和销售业绩高于大悦城，低于绿城房地产，处于中游水平；公司项目储备充裕，区域分布均衡，周转效率优于可比企业；公司投资策略谨慎，内外部融资渠道畅通，经营稳健度较高；相对可比企业，公司盈利能力较弱，在杠杆水平、偿债能力方面处于中等水平。**

### 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“20 金茂投资 MTN002”、“21 金茂投资 MTN001”、“21 金茂投资 MTN002”、“22 金茂投资 MTN001”、“23 金茂投资 MTN001”、“22 金茂 01”、“22 金茂 02”、“22 金茂 03”、“22 金茂 04”和“23 金茂 01”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 2023 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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	4,422,231.22	3,337,374.48	3,337,941.05	4,934,254.94
其他应收款	7,027,597.73	5,740,130.52	3,602,137.93	3,369,044.34
存货	16,746,715.46	18,896,988.16	16,766,072.96	17,827,589.05
长期投资	2,719,571.67	4,077,958.72	5,274,346.15	5,303,021.52
固定资产	176,410.28	185,832.34	306,244.33	402,476.64
在建工程	267,582.61	349,627.25	325,289.12	335,178.88
无形资产	46,853.60	59,098.75	79,401.23	126,738.88
投资性房地产	2,139,742.72	1,954,753.40	2,392,702.81	2,390,772.81
资产总计	36,853,091.50	36,920,132.80	34,350,361.69	36,973,427.12
预收款项	8,133,086.57	8,036,034.61	5,933,986.40	7,165,833.32
其他应付款	9,946,958.15	7,190,004.63	6,293,667.91	6,058,718.64
短期债务	1,209,685.82	834,530.65	1,553,653.49	1,762,029.37
长期债务	5,455,613.50	6,120,318.13	6,241,319.82	6,914,633.59
总债务	6,665,299.32	6,954,848.78	7,794,973.31	8,676,662.96
净债务	3,055,340.61	4,311,384.77	5,192,398.09	5,023,896.65
负债合计	27,997,915.29	27,402,592.86	25,192,236.03	27,434,094.95
所有者权益合计	8,855,176.21	9,517,539.94	9,158,125.66	9,539,332.16
利息支出	480,232.97	511,599.89	565,267.07	--
营业总收入	5,667,992.78	8,552,355.02	7,811,542.85	511,453.01
经营性业务利润	814,179.87	747,028.28	441,624.10	-42,516.52
投资收益	396,033.83	419,227.79	275,404.48	67,155.20
净利润	679,114.94	620,286.91	130,909.64	15,701.63
EBIT	690,672.10	1,080,543.84	139,740.76	--
EBITDA	704,178.08	1,114,820.21	178,282.74	--
销售商品、提供劳务收到的现金	8,657,541.88	8,433,041.31	6,008,649.25	1,360,986.86
经营活动产生的现金流量净额	2,864,859.73	442,200.72	-172,656.20	-590,935.26
投资活动产生的现金流量净额	173,723.75	-660,686.16	752,942.36	448,085.55
筹资活动产生的现金流量净额	-1,070,501.74	-749,016.98	-621,406.46	1,189,768.59
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率（%）	21.14	18.35	16.23	16.09
期间费用率（%）	4.74	6.80	8.09	22.59
EBITDA 利润率（%）	12.42	13.04	2.28	--
净利润率（%）	11.98	7.25	1.68	3.07
净资产收益率（%）	8.71	6.75	1.40	0.67
存货周转率（X）	0.28	0.39	0.37	0.10*
资产负债率（%）	75.97	74.22	73.34	74.20
总资本化比率（%）	44.97	43.82	48.08	49.65
净负债率（%）	37.47	48.35	61.68	57.09
短期债务/总债务（%）	18.15	12.00	19.93	20.31
非受限货币资金/短期债务（X）	2.98	3.17	1.68	2.07
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.36	-0.01	-0.09	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	1.97	-0.08	-0.47	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	5.97	0.86	-0.31	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金（X）	0.77	0.82	1.30	1.59*
总债务/EBITDA（X）	9.47	6.24	43.72	--
EBITDA/短期债务（X）	0.58	1.34	0.11	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	1.47	2.18	0.32	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款及少数股东权益科目的有息部分调整至长期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收款项，将研发费用计入管理费用；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
盈利能力	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	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	经调整的经营活 动产生的现金流 量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	流动比率	流动资产/流动负债
偿债能力	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息保障 倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“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；2、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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn