

信用评级公告

联合〔2021〕2236号

联合资信评估股份有限公司通过对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年四月一日



深圳前海联捷商业保理有限公司

2021年度第二期茂信资产支持票据信用评级报告

评级结果

票据名称	金额 (万元)	占比 (%)	信用等级
优先级资产支持票据	15,800.00	99.37	AAA _{sf}
次级资产支持票据	100.00	0.63	NR
合计	15,900.00	100.00	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2021 年 4 月 1 日前获得的评级资料所评定，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR-未予评级

交易概览

委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：深圳前海联捷商业保理有限公司

债务人：中国金茂控股集团有限公司下属公司

流动性支持方/上海金茂：上海金茂投资管理集团有限公司

受托人/发行载体管理机构/云南信托：云南国际信托有限公司

资金保管机构：中信银行股份有限公司重庆分行

主承销商/簿记管理人/中信建投：中信建投证券股份有限公司

基础资产：由委托人为设立财产信托而根据《信托合同》信托予受托人的委托人对供应商、债务人、债权人享有的应收账款债权及其附属权益

优先级资产支持票据还本付息方式：到期一次性还本付息

法定到期日：2024 年 4 月 13 日

评级时间

2021 年 4 月 1 日

本次评级使用的评级方法：

名称	版本
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对基础资产进行了现金流分析。

本交易的基础资产债务人为中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）下属公司，流动性支持方为上海金茂。上海金茂信用水平极高，其作为流动性支持方提供的流动性支持有效保障了基础资产质量，从而对优先级资产支持票据本息偿付起到主要的信用支撑作用。同时联合资信关注到我国宏观经济增速放缓及新冠疫情对行业造成了一定负面冲击；金茂投资 2020 年结转毛利率明显下滑，在建项目后续所需资金规模大、少数股东权益占比高等因素对其信用水平产生的不利影响。

此外，联合资信通过现金流分析得出，当优先级资产支持票据的发行利率不超过 4.40% 的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据预期支出的覆盖能达到 1.00 倍（含）以上。故本报告的评级结论只适用于优先级资产支持票据发行利率不高于 4.40% 的情形。

综合上述因素，联合资信评定“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AAA_{sf}。该评级结果反映了优先级资产支持票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

流动性支持方主要财务指标：

上海金茂投资管理集团有限公司（合并口径）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
现金类资产（亿元）	141.84	199.27	192.27	565.44
资产总额（亿元）	1,700.98	2,225.68	2,931.24	3,869.94
所有者权益（亿元）	388.04	492.53	570.65	629.86
短期债务（亿元）	246.99	203.15	177.78	229.20
长期债务（亿元）	219.53	366.16	402.82	551.48
全部债务（亿元）	466.52	569.31	580.60	780.68
营业收入（亿元）	284.83	323.97	297.91	167.43
利润总额（亿元）	65.01	84.04	82.02	49.88
EBITDA（亿元）	77.18	108.64	103.06	--
经营性净现金流（亿元）	-306.45	-187.46	136.04	215.16
营业利润率（%）	27.63	34.03	24.96	19.95
净资产收益率（%）	12.03	12.39	11.37	--
资产负债率（%）	77.19	77.87	80.53	83.72
全部债务资本化比率（%）	54.59	53.62	50.43	55.35
流动比率（%）	131.97	139.43	126.34	127.12
经营现金流动负债比（%）	-28.84	-14.04	7.09	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.98	1.08	2.47
EBITDA 利息倍数（倍）	3.65	3.16	3.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.04	5.24	5.63	--

注：数据单位除特别说明外均为人民币

分析师：

李 洋 张高瞩

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

1. **基础资产合格标准较为严格。**本交易制定了较为严格的基础资产合格标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人对到期应付义务的书面确认，且债务人不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分已经债务人确认的应付账款的权利。
2. **流动性支持方上海金茂信用水平极高。**金茂投资控股股东中国金茂为中国中化集团有限公司旗下房地产业务唯一投资运营平台，金茂投资作为中国金茂主要业务运营主体，在融资及土地获取上具备优势，土地储备区位较好，签约销售金额快速增长，整体履约能力极强，其作为流动性支持方对应收账款的到期偿付提供不可撤销的流动性支持对优先级资产支持票据具有主要的信用支撑作用。

关注

1. **存在一定的利率风险。**若届时发行利率高于4.40%或发行后相关费率高于届时相关评级报告披露的最高值，基础资产现金流可能不足以覆盖优先级资产支持票据本息及由信托财产承担的其他预期支出。
2. **房地产行业风险。**本交易债务人为中国金茂下属公司，关联度高且均属房地产行业，行业风险较为集中。
3. **上海金茂在建项目存在一定支出压力，一级开发收入波动较大，部分财务指标有待改善。**上海金茂2020年结转毛利率明显下滑，在建项目规模大，存在一定的资金支出压力；土地一级开发受项目规划调整或拆迁工作影响较大，不确定性较高；上海金茂作为中国金茂在境内的资金归集平台，关联方资金拆借规模大；少数股东权益占比高，权益稳定性弱。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构/受托人提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为发起机构深圳前海联捷商业保理有限公司提供了咨询服务。由于联合资信与关联公司联合咨询之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方/发行人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象的信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

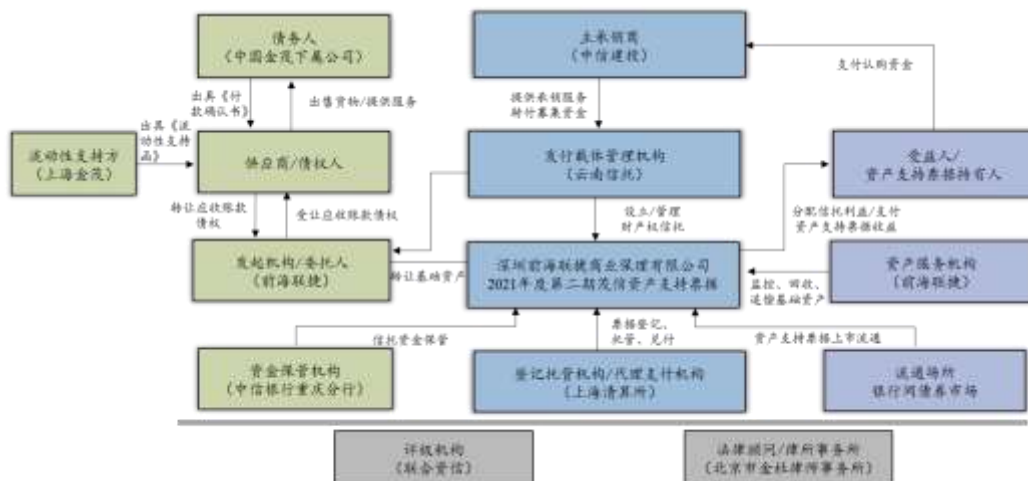
1. 交易结构

本交易的委托人/发起机构深圳前海联捷商业保理有限公司（以下简称“前海联捷”）将债权人因申请保理服务而转让予发起机构的应收账款债权及其附属权益¹作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给受托人云南国际信托有限公司（以下简称“云南信托”）并设立“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”，云南信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据（以下简称“优先级票据”）和次级资产支持票据（以

下简称“次级票据”），投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。前述目标应收账款债权的付款义务均已获得债务人中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”）下属公司²出具的《付款确认书》³予以确认。流动性支持方上海金茂投资管理集团有限公司（以下简称“上海金茂”）出具《流动性支持函》⁴，就债务人的每一笔应收账款债权提供不可撤销的流动性支持。

本交易以基础资产形成的属于信托财产的全部资产和收益，按约定向本期资产支持票据持有人还本付息。

图 1 交易安排



资料来源：主承销商提供整理

2. 资产支持票据

本期资产支持票据发行规模为 15,900.00 万元，其中，优先级票据发行规模为 15,800.00 万元，次级票据 100.00 万元。优先级票据采用固定利率，存续期间为 360 天，到期一次性还本付息；次级票据不设票面利率，优先级票据

及资产服务机构服务费偿付完毕后仍有剩余的，剩余信托财产（无论货币形式或其他）归次资产支持票据持有人所有。本交易法定到期日为信托最晚结束的日期，即自信托生效日起 36 个月届满之日。

¹ 附属权益：系指与应收账款债权有关的、为前海联捷的利益而设定的任何担保或其他权益，包括但不限于基于应收账款债权产生的赔偿金以及其他收益。

² 就每一笔拟入池的应收账款债权而言，指基础交易合同项下的工程发包方、总包方或相关贸易的买方，具体以《基础资产清单》中载明的中国金茂下属公司为准。

³ 指由债务人出具的承诺履行付款义务并于“债务人还款日”足额清偿应收账款债权的付款确认书及其所有变更或补充的合称。

⁴ 就每一笔应收账款债权而言，指由流动性支持方向应收账款债权人出具的确认其对中国金茂下属公司对到期清偿应付账款义务提供差额补足义务的书面文件。

表 1 本期资产支持票据概况 (单位: 万元、%)

票据名称	金额	占比	预期到期日	还本付息方式
优先级票据	15,800.00	99.37	2022 年 4 月 8 日	到期一次性还本付息
次级票据	100.00	0.63	2022 年 4 月 8 日	信托账户内资金在满足优先级票据本息及信托费用分配后仍有剩余的信托资产
合计	15,900.00	100.00	--	--

资料来源: 受托人提供, 联合资信整理

3. 基础资产合格标准

本交易制定了较为明确、严格的基础资产合格标准⁵。

本交易基础资产系指委托人为设立信托而根据《信托合同》信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属权益。

根据本交易约定, 就每一笔基础资产的应收账款债权而言, 在基准日和信托生效日满足以下要求:

(1) 债权人、债务人均系根据适用法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构;

(2) 基础交易合同项下债权人具有订立基础交易合同所需的资质、许可、批准和备案(如适用法律规定为必需);

(3) 债权人与债务人之间的交易具有真实的交易背景, 债权人与债务人双方订立的基础交易合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效; 并且, 债权人在向保理商转让其享有的应收账款债权前, 真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权;

(4) 保理商已根据《保理合同》的约定自行或委托第三方向债权人支付该笔应收账款转让对价;

(5) 债权人已经完全、适当履行基础交易合同项下的合同义务且债务人中国金茂下属公司已向债权人出具《付款确认书》确认其对基础交易合同项下的应付款负有到期支付义务, 并且不享有商业纠纷抗辩权。该等《付款确认书》在适用法律下均合法、有效;

(6) 上海金茂已向债权人出具《流动性支持函》, 且该等《流动性支持函》在适用法律下均合法、有效;

(7) 债务人在基础交易合同项下不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利(为避免疑义, 前述扣减、减免或抵销应付款的权利包括但不限于债务人因债权人提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利);

(8) 保理商为债权人提供的保理服务真实、合法、有效, 保理商与债权人双方签署的《保理合同》及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效; 并且, 保理商向债权人受让其享有的应收账款债权后, 真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权;

(9) 该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利, 亦无其他权利负担, 但保理商因提供保理服务受让该笔应收账款债权而通过中登网进行转让登记的除外;

(10) 基础资产可以进行合法有效的转让, 且无需取得债权人、债务人或其他主体的同意;

(11) 基础交易合同及适用法律未对债权人转让该笔应收账款债权作出禁止性或限制性约定; 或者, 在基础交易合同对债权人转让该笔应收账款债权作出限制性约定的情况下, 转让条件已经成就;

(12) 《保理合同》及适用法律未对保理商受让该笔应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定; 或者, 在《保理合同》对保理商再行转让该笔债权作出限制性约定的情况下, 转让条件已经成就;

(13) 债权人、保理商已将该笔应收账款债权转让予保理商并最终将由保理商信托予本信托的事宜向中国金茂下属公司及上海金茂发

⁵ 委托人对基础资产的陈述和保证详见《信托合同》。

出书面通知并已取得中国金茂下属公司及上海金茂出具的书面回执；

(14) 基础资产均来源于债权人转让予保理商的应收账款债权，不存在再转让的情形；

(15) 应收账款债权由债权人转让予保理商已在中国人民银行征信中心动产融资统一登记系统完成应收账款转让登记；

(16) 同一《保理合同》项下尚未清偿的应收账款债权全部入池；

(17) 基础资产项下债务人的清偿责任、付款义务不会因基础资产转让而被全部或部分免除；

(18) 基础资产不涉及国防、军工或其他国家机密；

(19) 基础资产项下的债权人、债务人不涉及地方政府或地方政府融资平台公司；

(20) 基础资产所对应的任一份《保理合同》项下的应收账款债权在基准日尚未到期且尚未清偿，并且不存在任何实质性的重大违约情况；

(21) 基础资产项下的债权人、债务人在委托人处均不存在违约、逾期等不良保理记录；

(22) 基础资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序；

(23) 应收账款债权的债权到期日应晚于信托生效日，但早于优先级票据的预期到期日；

(24) 对于基础资产项下债权人为上海金茂关联方的关联交易资产，该等基础资产未偿价款余额占全部基础资产未偿价款余额总额的比例不超过15%。

4. 现金流收付机制

(1) 现金流归集

本交易现金流主要来自于在应收账款到期日债务人支付的回收款以及流动性支持方支付

的流动性支持资金（如有），相关交易文件对账户设置、现金流归集及划付做出了明确安排。

本交易在资金保管机构开立独立的人民币信托专用账户作为信托账户，并作为受托人指定的发行收入缴款账户。资产服务机构应当在每个应收账款到期日⁶前 30 天、10 天、5 天分别向债务人提示各笔应收账款债权的到期付款时间，通知其按《付款确认书》中确定的时间将足额的债权回收款项直接支付至信托账户。在每个债务人还款日（T⁷-7 日）15:00 前，中国金茂下属公司应将《保理合同》、基础交易合同、《付款确认书》项下应收账款的未偿价款余额足额划付至信托账户；如债务人未能在上述时间前足额清偿应收账款债权，流动性支持方上海金茂应于流动性支持方支付日（T-6 日）14:00 前将金茂下属公司未能足额偿付的应付账款金额直接支付至信托账户。

在信托期限内，如委托人、受托人或者资产服务机构发现不合格基础资产⁸，则发现不合格基础资产的一方应在发现不合格基础资产后 5 个工作日内通知前述其他方，委托人应当按照信托合同约定向受托人支付赎回价格用以赎回不合格基础资产。如受托人提出赎回相应的不合格基础资产的书面要求或委托人根据本条款提出赎回并经受托人同意的，委托人应于受托人确定赎回价格后的 2 个工作日内将待赎回不合格基础资产的赎回价格款项⁹总和支付至信托账户。

(2) 分配资金划付

到期分配

受托人应于每个分配公告日（T-5 日）下午三点（15:00）前，向资金保管机构发出指令要求其将信托账户中与付息兑付通知单相符的资金划转至支付代理机构指定的资金账户，用于兑付资产支持票据的本息。受托人应于每个支

⁶ 流动性支持方支付日/应收账款到期日：系指《付款确认书》、《流动性支持函》中确定的各笔应收账款到期之日，流动性支持方应于流动性支持方支付日向信托账户划付等额于中国金茂下属公司未能足额偿付的应收账款金额，即支付日前的第 6 个工作日（T-6 日）。

⁷ 支付日/T 日：就财产信托每次分配而言，系指支付代理机构向资产支持票据持有人实际支付资产支持票据本息之日。支付日按以下规则确定：在信托期限内，为资产支持票据的预期到期日或提前到期日；在信托终止日后，为

信托财产按照生效的清算方案清收后，由受托人确定的信托财产分配日。

⁸ 系指于基准日、信托生效日不符合合格标准及资产保证的基础资产。

⁹ 不合格基础资产的赎回价格等于赎回起算日二十四时（24:00），该笔不合格基础资产的未偿价款余额。系指委托人根据《信托合同》约定赎回相应不合格基础资产的价格，即在赎回起算日日终该等不合格基础资产的未偿价款余额。

付日（T 日）下午三点（15:00）前，指令资金保管机构于当日将信托账户中相应数额的资金划转至指定账户，用于支付信托财产应付的税收、费用、报酬及其他财产信托负债。信托期限内，受托人应对信托账户内的资金按照以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付）：

（a）以现金形式缴纳到期应纳的信托税费（如有）；

（b）以现金形式支付登记托管机构、支付代理机构收取的资产支持票据登记、票据收益支付等相关手续费；

（c）以现金形式支付到期应付的受托人的信托报酬（如有）、资金保管费（如有）及其他应付信托费用（资产服务机构的浮动服务费除外）；

（d）以现金形式向优先级票据持有人支付计息期间的预期收益，直至优先级票据持有人累计获得足额的预期收益；

（e）以现金形式向优先级票据持有人支付截至该支付日止的未获偿付的优先级票据本金，直至优先级票据持有人累计获得足额的本金；

（f）信托账户内资金在满足第（a）至（e）

项分配后仍有剩余的，剩余的信托资产（无论货币形式或其他）归次资产支持票据持有人所有。优先级票据持有人得到足额分配前，不得向次级票据持有人分配任何本金和收益（如有）。

清算分配

受托人应于信托终止日后 60 日（或资产支持票据持有人会议同意的其他更晚日期）内完成信托财产的清算。清算小组按照生效的清算方案对信托剩余资产进行清理、处置和分配，并将清算后的信托财产按下列顺序清偿（若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项应受偿金额的比例支付）：

（a）支付清算费用；

（b）交纳到期应纳的信托税费；

（c）清偿未受偿的除上述第（a）、（b）项外的其他根据本合同约定的信托费用；

（d）支付优先级票据持有人未受偿的预期收益（如有）；

（e）支付优先级票据持有人未受偿的本金（如有）；

（f）剩余的信托资产（无论货币形式或其他）原状分配给次级票据持有人。

二、交易结构分析

1. 流动性支持

流动性支持方上海金茂信用水平极高，其对应收账款到期支付提供的不可撤销的流动性支持对优先级票据本息的偿付起到主要的信用支撑作用。

本交易每笔应收账款均获得由流动性支持方上海金茂出具的《流动性支持函》，同意就目标应收账款债权提供流动性支持，确认对目标应收账款债权不存在任何商业纠纷抗辩事由，不享有任何扣减、减免或抵销全部或部分目标应收账款债权金额的权利（为避免疑义，前述扣减、减免或抵销全部或部分目标应收账款债

权金额的权利包括但不限于中国金茂下属公司因供应商提供的产品或服务不符合约定的产品或服务要求而对应付账款主张扣减、减免或抵销的权利），承诺不以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，直至目标应收账款债权获得全额清偿。

鉴于基础资产合格标准较为明确、严格，且考虑到上海金茂主要业务运营主体，在融资及土地获取上具备优势，土地储备区位较好，签约销售金额快速增长，整体履约能力极强，其作为流动性支持方对应收账款的偿付提供不可撤销的流动性支持对优先级票据本息的偿付

起到主要的信用支撑作用。

2. 利率风险

本交易通过折价购买及优先级/次级受偿顺序来保障基础资产现金流对优先级票据本息预期支出及相关税费的覆盖，但从现金流测算情况来看，存在一定利率风险，联合资信将对发行利率保持持续关注。

本期基础资产池所对应的应收账款余额合计为本期优先级票据募集总额的 104.69%，通

过应收账款的折价购买来保障优先级票据预期收益的支付。本次优先级票据存续期为 360 天，根据基础资产回收现金流对优先级票据预期支出的覆盖测算，在发行时确认的优先级票据利率不超过 4.40%，各项费用不超过下文列示（详见四、定量分析部分）的情况下，基础资产回收现金流可以实现对优先级票据本息的足额覆盖。该交易设置实现了现金流对优先级票据本息偿付的保障。

三、基础资产分析

发起机构根据本期资产支持票据发行规模结合基础资产合格标准提取了应收账款作为基础资产池，联合资信对该资产池进行了分析。

1. 基础资产概况

本期资产池涉及的基础资产均为供应商与中国金茂下属公司在日常经营活动中形成的应收账款，共计 154 笔，应收账款余额共计 16,540.72 万元，共涉及 57 户债务人，127 户债权人。本期入池资产中不涉及关联交易。

表 2 资产池概况

应收账款余额总计（万元）	16,540.72
应收账款笔数（笔）	154
债务人户数（户）	57
债权人户数（户）	127
单笔应收账款最小余额（万元）	1.37
单笔应收账款最大余额（万元）	1,845.06

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

2. 应收账款类型分布

基础资产池入池应收账款主要为工程类。

从应收账款形成的来源来看，入池的应收账款为工程类（占 94.36%）、供货类（占 2.74%）、设计类（占 2.51%）、咨询类（占 0.35%）和监理类（占 0.05%）。

表 3 基础资产池应收账款分类（单位：笔、万元、%）

种类	笔数	应收账款余额	金额占比
工程类	128	15,607.67	94.36

供货类	11	453.63	2.74
设计类	12	414.50	2.51
咨询类	2	57.21	0.35
监理类	1	7.72	0.05
合计	154	16,540.72	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

3. 应收账款单笔余额分布

基础资产单笔应收账款余额较小。

从应收账款单笔金额分布来看，入池应收账款单笔余额分布在 300.00 万元（不含）以下的合计金额占入池应收账款总额的 58.31%，基础资产单笔应收账款余额较小。具体情况如下。

表 4 资产池应收账款余额分布（单位：笔、万元、%）

余额	笔数	应收账款余额	金额占比
[0,300)	143	9,644.28	58.31
[300,600)	7	2,679.90	16.20
[600,900)	2	1,410.09	8.52
900 以上	2	2,806.46	16.97
合计	154	16,540.72	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 债务人集中度分布

基础资产池涉及的债务人均为中国金茂下属公司，债务人集中度尚可。

从基础资产债务人分布情况来看，基础资产池共涉及 57 户中国金茂下属公司作为债务人，单户债务人涉及的应收账款余额最大为 1,988.54 万元，占 12.02%；前五大债务人应收账款余额共计 6,492.20 万元，占 39.25%，债务

人集中度尚可。具体情况如下。

表5 基础资产池前五大债务人（单位：笔、万元、%）

债务人	笔数	应收账款余额	金额占比
天茂文化发展（江阴）有限公司	2	1,988.54	12.02
深圳福茂置业有限公司	5	1,722.05	10.41
福州滨茂房地产有限公司	2	972.72	5.88
佛山迅茂房地产开发有限公司	10	971.92	5.88
天津津辉置业有限公司	7	836.98	5.06
合计	26	6,492.20	39.25

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

5. 债权人集中度分布

基础资产池债权人集中度尚可。

从债权人集中度分布情况来看，基础资产池共涉及 127 户债权人，单户债权人涉及的应

收账款余额最大为 1,988.54 万元，占 12.02%；前五大债权人应收账款余额共计 5,470.46 万元，占 33.07%，债权人集中度尚可。具体情况如下。

表6 基础资产池前五大债权人（单位：笔、万元、%）

债权人	笔数	应收账款余额	金额占比
中建四局第六建设有限公司	2	1,988.54	12.02
深圳市飞奔土石方工程有限公司	2	1,179.34	7.13
中建四局建设发展有限公司	2	972.72	5.88
南通五建控股集团有限公司	2	687.95	4.16
湖南省第五工程有限公司	1	641.91	3.88
合计	10	5,470.46	33.07

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

四、定量分析

本交易基础资产池涉及的流动性支持方上海金茂主体信用水平极高，有效保障了基础资产信用质量；根据交易偿付安排，在既定利率情景下基础资产现金流能够足额覆盖优先级票据预期支出。联合资信会对未来的发行利率保持持续关注。

本交易涉及的直接还款来源为底层应收账款。根据交易结构的安排，本交易每笔应收账款均取得由流动性支持方上海金茂出具的《流动性支持函》。联合资信根据入池资产的相关资料，包括流动性支持方的股东背景、经营、财务等资料，结合流动性支持方所属区域经济发展情况、行业景气度等外部因素做了相关信用评级。本次基础资产池涉及的流动性支持方上海金茂的信用等级为与优先级票据的预设信用等级一致。鉴于此，现金流分析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足优先级票据预期本息的支付。

联合资信测算了在优先级票据发行利率不超过 4.40%，付息兑付服务费为资产支持票据本息支出的 0.00175%，资金保管费为本交易发行规模的 0.01%，并考虑跟踪评级费、清算审计

费、年度审计费合计 6.8 万元，本交易增值税税率为 3%（另附加税费包括 7%的城市维护建设税、3%的教育费附加和 2%的地方教育费附加）的情况下，应收账款偿付安排对优先级票据到期预期支出的保障程度。假设本期优先级票据存续期间为 360 天，假定优先级票据发行利率分别为下表中预期收益率所设值，测算的保障比率如下表所示。

表7 不同预期收益率下优先级票据的保障倍数

（单位：%、万元、倍）

优先级票据预期收益率	预期支出	保障倍数
4.10	16,468.48	1.0044
4.20	16,484.06	1.0034
4.30	16,499.65	1.0025
4.40	16,515.23	1.0015

注：预期支出=优先级票据本金×（1+预期收益率×（存续期间/365））+由信托财产承担的合计费用；保障倍数=基础资产现金流入/预期支出；假设本专项计划预期设立日为2021年4月13日，存续期间为360天，若专项计划实际设立日与预期设立日不符，预期支出与保障倍数将与上表存在偏差
资料来源：联合资信整理

测算结果表明，在优先级票据发行时确认的收益率不高于 4.40%，信托财产承担的各项税费及费用不超过上文列示的情况下，基础资产预期现金流对优先级票据本息及由信托财产

承担的其他预期支出的保障程度在 1.00 倍(含)以上,基础资产回收现金流能够足额覆盖优先

级票据预期支出。联合资信会对未来的发行利率保持持续关注。

五、流动性支持方信用分析

本专项计划流动性支持方上海金茂的主体长期信用等级为 AAA_{pi}¹⁰,评级展望为稳定,其对入池应收账款到期支付提供的流动性支持有效保障了基础资产质量,从而对优先级票据本息偿付起到主要的信用支撑作用。

1. 企业概况

上海金茂是由中国金茂(港股上市公司,股票代码“0817.HK”)于2007年11月15日设立的外资企业,设立时注册资本为800.00万美元,初始名称为方兴地产(中国)有限公司,2016年2月26日,更为现名。截至2020年9月底,上海金茂实收资本5,865.20万元,控股股东中国金茂持有上海金茂100.00%股权,实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会(以下简称“国务院国资委”)。

上海金茂经营范围包括:受中国金茂和其所投资企业及关联企业的委托,提供经营决策和管理咨询,财务管理咨询,协助或代理采购及咨询,质量监控和管理咨询,市场营销服务,信息服务,管理服务,产品生产,销售和市场营销过程中的技术支持、员工培训和企业内部人事管理服务,为实施管理人事新产品及高新技术的研究开发,转让或许可其研究开发成果,并提供相应的技术服务。

截至2020年6月底,上海金茂内设总裁办公室、人力资源部、战略运营部、财务管理部、资本市场部、投资发展部、产城发展部、产品管理中心等职能部门。

上海金茂注册地址:上海市静安区广中西路359、365号2305-2307室;法定代表人:李从瑞。

2. 行业分析

上海金茂主要收入来源于房地产开发与销售,属于房地产行业。

(1) 行业概况

房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响,房地产投资增速在2017年后均保持高位,但2019年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。受新冠疫情影响,2020年一季度,房地产开发投资首次出现负增长;但随着陆续复工,于上半年恢复正增长。

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业,在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过二十几年的发展,中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作,房地产业的发展方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看,2017年,我国房地产开发投资109,798.53亿元,同比增长7.04%,受密集调控政策影响,增速较上年微增0.16个百分点,整体投资热情仍旧较高。2018年,全国房地产开发投资120,263.51亿元,同比增长9.50%,增速较前11个月回落0.20个百分点,但仍高于2017年水平,在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持高位。2019年,全国房地产开发投资132,194.26亿元,同比增长9.90%,增速较上年上升0.40个百分点,总体仍维持高位,但从2019年4月开始已连续8个月下降,主要系土地购置费进一步降速所致。2020年1—3月,全国房地产开发投资累计完成21,962.61亿元,累计同比下降7.70%,在新冠疫情影响下首次出现负增长;随着3月

¹⁰ “pi”代表本评级结果为主动评级(公开评级)结果,评级资料主要来源于公开信息或相关方提供,与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在一定

局限性。主动评级(公开评级)信用等级设置及含义详见本报告附件。

以来陆续复工，投资情况明显好转，2020年1—6月，全国房地产开发投资累计完成额同比增长1.90%，累计增速于年内首次转正。

图2 2016—2019年及2020年1—6月全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合资信整理

（2）市场供需

土地供应状况

2017年，受土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低；2020年1—6月，受疫情影响，土地市场先抑后扬，房企拿地更加聚焦一二线城市。

土地是房地产开发企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

根据中指数据统计的全国300个城市土地市场数据，2017年，全国300个城市土地成交面积95,036万平方米，同比增长8%；土地出让金总额为40,623亿元，同比增长38%。其中，住宅用地成交面积35,433万平方米，同比增长24%；商办类用地成交土地面积10,225万平方米，同比减少10%。分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随

之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018年，土地供应量继续上扬，全国300个城市土地供应量128,440万平方米，同比增长20%；土地成交面积105,492万平方米，同比增长14%。其中，住宅用地成交面积38,931万平方米，同比增长10%；土地出让金总额为41,773亿元，同比微增2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018年，一线城市供地节奏放缓，同比下降12%，成交指标均降，其中出让金总额下降12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019年，全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增

长明显，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长 28%和 18%，溢价率较上年同期增加 1 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

2020 年 1—6 月，全国 300 个城市土地供应同比微增，成交面积小幅下降，各线城市楼面均价上扬带动整体楼面均价同比增长 16%，

进而土地出让金总额收涨一成，土地溢价率继续走低。受疫情影响，全国土地市场上半年先抑后扬，3 月后土地市场热度较高，房企拿地更加聚焦一二线城市。分城市看，一线城市在北京、上海和广州优质地块出让带动下，土地市场主要指标除溢价率小幅下滑外均同比增长，其中土地出让金同比大幅增长 57%；二线城市土地供求同比较稳定，但溢价率同比下滑 4 个百分点；三四线城市供应同比基本不变，但成交面积下降 11%，成交均价同比走高，上涨 18%。

表 8 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
推出面积	111,907	128,440	129,816	58,180
同比	8	20	1	1
成交面积	95,036	105,492	106,568	46,535
同比	8	14	-1	-7
出让金	40,623	41,773	50,294	25,422
同比	38	2	19	10
楼面均价	2,374	2,159	2,507	2,871
同比	26	-11	17	16
土地平均溢价率	29	13	13	15
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点	下降 3 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合资信整理

开发资金来源状况

2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。2020 年 1—6 月，房企在销售下滑和融资环境不放松双重影响下，资金压力仍较大。

2016 年宽松信贷政策后，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,241.76 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；

个人按揭贷款 23,906.31 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

2019 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 4 月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开

始有所收紧；2019年5月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019年，房地产开发企业到位资金178,608.59亿元，同比增长7.60%，增速较上年提高1.20个百分点。其中国内贷款资金同比增长5.10%，自2019年8月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长10.70%和15.10%，增速较前11月有所回升。

2020年3月3日，央行会同财政部、银保监会召开电视电话会，再次强调：坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位和“不将房地产作为短期刺激经济的手段”要求，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性；4月17日的中央政治局会议也重申“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。预计2020年房企融资环境很难出现大幅松动。2020年1—6月，房地产开发企业到位资金83,344.37亿元，同比下降1.90%，主要系定金及预收款的下滑，在融资环境不放松及受疫情影响销售下滑双重影响下，房企面临较大的资金压力，但随着销售逐步回暖，房企到位资金将有所改善。

市场供需情况

2017年之后政策环境由松趋紧，调控政策密集发布；2018年，商品房销售增速在持续调控下继续回落，景气度有所下滑，一二线城市销售增速有所企稳，但三四线城市下滑趋势明显。2019年，房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额继续创新高。2020年1—6月，房地产销售受新冠疫情影响降幅明显，但复工以来销售逐步回归正常。

2017年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积169,407.82万平方米，同比增长7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分

化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长5.30%，办公楼销售面积增长24.30%，商业营业用房销售面积增长18.70%；住宅销售额增长11.30%，办公楼销售额增长17.50%，商业营业用房销售额增长25.30%。从供应来看，2017年房地产开发企业房屋施工面积781,483.73万平方米，同比增长3.00%；房屋竣工面积101,486.41万平方米，同比减少4.40%；商品房待售面积58,923.00万平方米，同比减少15.30%，其中住宅待售面积同比减25.10%，办公楼待售面积同比增加0.90%，商业营业用房待售面积同比减少4.00%。

2018年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，房地产销售面积及销售金额同比增速处于2015年6月以来的相对较低位。2018年，全国房地产销售面积171,654.36万平方米，同比增长1.30%，增速较上年下滑6.40个百分点；全国房地产销售金额149,972.74亿元，同比增长12.20%，增速较上年下滑1.50个百分点。2018年，房地产开发企业房屋施工面积822,300.24万平方米，同比增长5.20%；房屋竣工面积93,550.11万平方米，同比减少7.80%；商品房待售面积52,414万平方米，较2017年末减少11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图3 一、二、三四线城市商品房销售面积累计同比（单位：%）



注：二线城市数据用 Wind 40 大中城市数据中的二线城市代替，三四线城市数据用全国数据扣减 40 大中城市中的一、二线数据进行代替

资料来源：Wind，联合资信搜集整理

2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。总体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

2020 年初新冠疫情引发的售楼处关闭、建筑工地停工、限制人口流动等较严格的防控措施对房地产的开工建设及销售造成较大影响。2020 年 1—3 月，全国商品房销售面积同比下降 26.30%、销售金额同比下降 24.70%，下降幅度为近二十年来新高，但好的一面是 3 月以来的逐步复工，销售面积累计增速快速回升，降幅较前两月收窄 13.60 个百分点。随着疫情得到控制，前期积压的购房需求逐步释放以及房企的大力推盘，至 5 月，楼市已现强劲复苏，5 月单月销售面积同比增长 9.66%，基本回归至常态水平。2020 年 1—6 月，全国商品房销售面

积同比下降 8.40%、销售金额同比下降 5.40%，下降幅度进一步缩窄。

销售价格情况

2017 年和 2018 年，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二、三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。2020 年 6 月，一线和三线城市价格有所抬升，二线城市价格小幅调整。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018

年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

2020 年 6 月，百城住宅价格指数上涨 3.16%，增幅较上年同期下降 0.71 个百分点，保持收窄趋势。其中一线城市住宅价格指数上涨幅度较去年底提升 0.88 个百分点，三线城市住宅价格指数同比有所反弹，二线城市继续小幅向下调整。

(3) 行业竞争

随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长、企业分化加剧、行业集中度不断提

高的发展态势。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.16%和 32.46%，分别较上年提高 5.44 和 7.23 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%，分别较上年提高 2.84 和 3.82 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

表 9 2017-2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源：Wind，联合资信整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；保利发展、绿地控股、中海地产迈入 3,000 亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入 2,000 亿元阵营，另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

表 10 2020 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利发展
2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股

4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

(4) 行业政策

2017年以来，政府继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016 年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定、“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019 年以来政府对房

地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表 11 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住房和城乡建设部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 8 月	《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发<北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）>的通知》面向社会公开征求意见
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	山东省菏泽市取消住宅限售，广州放宽商服类物业销售限制
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”
2019 年 1 月	习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”
2019 年 3 月	2019 年 3 月《政府工作报告》提出“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”及“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”
2019 年 4 月	中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制”
2019 年 5 月	银保监会发布《“巩固治乱成果 促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23 号），严查房地产违规融资
2019 年 7 月	中央政治局会议提到“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段”
2019 年 8 月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64 号，要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019 年 12 月	中央经济工作会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，全面落实因城施策，稳地价、稳房价、稳预期的长效管理调控机制，促进房地产市场平稳健康发展”
2020 年 3 月	国务院发布了《关于授权和委托用地审批权的决定》，主要把两种审批权“下放”，一是将永久基本农田以外的农用地转为建设用地的审批权限“下放”到省、市、自治区；二是将永久基本农田转为建设用地和国务院批准土地征收审批权限“下放”到部分试点区域，首批试点省份为北京、天津、上海、江苏、浙江、安徽、广东、重庆，试点期限 1 年
2020 年 5 月	2020 年两会《政府工作报告》提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展”

资料来源：联合资信搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”。2017年12月，中央经济工作会议指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市

场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”。2017年，国家坚持“房住不炒”，并提出分类调控，因城因地施策。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上

涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。2018年12月，中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。临近2018年末，部分城市调控政策微调，但政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房

住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。2020年5月，两会《政府工作报告》中再提“房住不炒”及“因城施策”。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。2020年7月上旬，杭州、东莞及宁波相继出台政策加强楼市调控；2020年7月15日，深圳市住建局出台《关于进一步促进我市房地产市场平稳健康发展的通知》，涉及调整商品住房限购年限、完善差别化住房信贷等调控措施，深圳楼市政策收紧。

（5）行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，且2020年突发的新冠疫情形成了较大的负面冲击，行业违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房地产开发企业融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但2016年10月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私

募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产开发企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产开发企业存续债务可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。此外，2020年突发的新冠疫情对房地产行业销售甚至整个宏观经济都形成了较大的冲击，房企现金流吃紧，进一步加剧了行业违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

行业兼并重组有向上趋势，后地产开发时代已来临

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，甚至部分高杠杆的大型房企也在加大资产抛售力度，行业整合趋势明显，“大鱼吃小鱼”已演化升级为“大鱼吃大鱼”。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

(6) 未来发展

调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

3. 重大事项

上海金茂股东中国金茂引入战略投资者，募集资金充实了中国金茂流动性，同时业务上与上海金茂有望产生一定协同效应。

2019年8月，中化香港（集团）有限公司（以下简称“中化香港”）以每股4.81港元向中国平安人寿保险股份有限公司（以下简称“平安人寿”）转让178,707.74万股中国金茂股份。同时，中化香港认购中国金茂以每股4.81港元发行的15,393.42万股股份。股份转让和认购完成后，中化香港对中国金茂的持股比例由49.71%下降至35.10%，平安人寿成为中国金茂新股东且为持股第二大股东，持股比例为15.20%。

平安人寿对中国金茂的投资为长期的财务性投资，其股东中国平安保险（集团）股份有限公司在房地产项目财务性投资和养老健康地产等方面亦有布局，有望与上海金茂业务产生一定协同效应。

4. 经营分析

(1) 经营概况

2017—2019年，上海金茂营业收入波动增长，营业收入中物业销售和土地一级开发收入占比较高，但土地一级开发收入波动较大；上海金茂主营业务毛利率处于较高水平。2020年1—9月，上海金茂收入同比增长，但当期结转项目地价成本较高，主营业务毛利率大幅下降。

中国金茂为中国中化集团有限公司（以下简称“中化集团”）旗下唯一房地产投资开发平台，而上海金茂为中国金茂旗下房地产投资开发主要运营主体。2017—2019年，上海金茂营业收入波动增长，年均复合增长2.27%，主要系一级土地开发收入波动所致。2019年，上海金茂实现营业收入297.91亿元，其中，主营业务收入占比98.42%，主营业务十分突出。2017—2019年，上海金茂净利润持续增长，年均复合增长17.94%，主要系投资收益和营业外收入增加所致。2019年，上海金茂实现净利润64.91亿元。

从收入构成看，上海金茂主营业务包含物业销售、土地一级开发、租赁、酒店运营及物业管理，其中物业销售为上海金茂业务收入主要

来源，2017—2019年该板块收入占主营业务收入均超过70.00%。2017—2019年，上海金茂物业销售收入年均复合增长2.95%，主要系结转规模扩大所致。土地一级开发业务为上海金茂收入带来补充，但出让节奏变化导致该板块收入波动较大。租赁业务2017—2019年收入持续小幅增长，给上海金茂收入带来一定补充。上海金茂其他收入规模较小。

从毛利率看，2017—2019年，上海金茂物业销售业务毛利率分别为26.89%、33.50%和26.86%，波动较大，2019年同比下降主要系结算项目土地成本偏高所致；上海金茂土地一级开发业务毛利率水平整体处于较高水平，主要系该业务盈利包含固定收益和土地增值收益分成两部分，2017—2019年毛利率水平持续下滑主要系近年来推地价格有所下滑所致。其他业务板块收入占比较小，对上海金茂整体毛利率水平影响较小。随着毛利率较高的土地一级开发收入占比的波动，2017—2019年上海金茂主营业务毛利率波动下降，但仍处于较高水平，分别为34.41%、38.96%和31.21%。

表12 2017—2019年及2020年1—9月上海金茂主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
物业销售	224.09	78.94	26.89	227.19	70.85	33.50	237.49	81.00	26.86	110.55	68.53	9.02
土地一级开发	49.02	17.27	59.82	81.42	25.39	49.82	42.91	14.64	43.59	42.17	26.14	43.04
租赁	8.81	3.10	83.31	9.68	3.02	75.31	10.12	3.45	77.37	7.50	4.65	84.30
酒店运营	1.68	0.59	39.86	1.84	0.57	44.66	1.99	0.68	49.31	0.87	0.54	41.13
物业管理	0.29	0.10	28.28	0.54	0.17	27.06	0.69	0.24	27.90	0.23	0.14	40.25
合计	283.88	100.00	34.41	320.67	100.00	38.96	293.20	100.00	31.21	161.32	100.00	21.63

资料来源：上海金茂审计报告

2020年1—9月，上海金茂实现营业收入167.43亿元，同比增长27.45%；其中主营业务收入161.32亿元。当期主营业务毛利率较上年大幅下降，主要系当期结转房地产项目地价成本较高所致。

(2) 房地产开发及销售

中化集团为获得国务院国资委批准的以

地产开发和酒店经营为主业的中央国有企业之一，中国金茂为中化集团旗下唯一的房地产开发平台，且中化集团给予中国金茂关于房地产业务的上市不竞争承诺。房地产开发及销售业务为中国金茂五大主业（城市运营、物业开发、酒店经营、商务租赁和零售商业）之一，上海金茂为中国金茂旗下房地产开发及销售业务主要

投资运营平台。

经过多年发展，中国金茂现已形成以“金茂广场”为代表的高端公建产品系列和以“府、悦、墅、山、湖、湾”为代表的住宅产品系列，在全国范围内积累了丰富的项目开发经验，并逐步确立了品质领先的高端地产开发商形象。近年来，上海金茂依托“金茂”品牌，加快业务扩张，实现了销售业绩及营业收入的增长。

土地储备情况

上海金茂土地储备区位较好，主要分布在一二线城市；2017—2019 年获取土储面积波动增加，城市运营项目一二级联动使得上海金茂土地成本有所降低。

在城市选择方面，上海金茂重点布局一线、二线及强三线城市。上海金茂土地获取以招拍挂为主，协议收购为辅。为降低土地获取成本，上海金茂加强与国内知名地产开发商的合作。

2017—2019 年，上海金茂土地储备增长较快，土储平均成本波动下降，主要系 2019 年城市运营项目一二级联动所致。具体情况如下表所示。

表 13 2017—2019 年及 2020 年 1—3 月上海金茂土地储备获取情况（单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
项目数量	32	51	52	5
规划建筑面积	1,220.46	943.64	1,975.30	194.86
权益建筑面积	787.51	431.34	1,128.13	148.97
土地储备总地价	907.21	808.73	1,017.50	105.33
楼面均价	0.74	0.86	0.52	0.54

注：表中土地储备总地价为全口径，其余为并表口径；表中包含一级开发项目
数据来源：公开资料

截至 2020 年 3 月末，上海金茂土地储备规划建筑面积 449.57 万平方米，主要位于一二线城市。2019 年上海金茂开发力度较大，未开发的土地储备面积相对偏小。

表 14 截至 2020 年 3 月底上海金茂土地储备情况（单位：平方米）

序号	项目名称	地点	占地面积	规划建筑面积
1	郑州市北龙湖 14 号地	河南省郑州市郑东新区	55,225	129,499
2	北京市海淀区四季青镇中坞北地块	北京市海淀区	44,507	74,201
3	三亚南繁科技城项目首期①②③④号地	海南省三亚市崖州区	124,167	547,390
4	福州市滨海新城城市运营项目首批地	福建省福州市长乐区	302,618	983,142
5	福州市长乐区滨海新城城市运营项目二批地	福建省福州市长乐区	295,627	946,480
6	南昌市汽车大道 105 地块项目	江西省南昌市南昌县	69,928	207,848
7	贵阳市观山湖区交职院项目	贵州省贵阳市观山湖区	256,939	662,795
8	青岛中欧国际城项目三批地	山东省青岛市北岸新城核心区	76,190	311,370
9	岳阳洞庭生态创新城一批地第一期（4、5、6 地块）	湖南省岳阳市东风湖新区	94,000	441,665
10	金茂大厦（长沙梅溪湖 F13 地块）	湖南省长沙市湘江新区	18,546	191,264
合 计			1,337,747	4,495,654

注：土地储备为拟建并表口径，无一级开发项目
数据来源：上海金茂提供

项目开发建设情况

2017—2019 年，上海金茂新开工面积快速增长，竣工面积远小于新开工面积，从而期末在建面积快速上升；在建项目尚需支出较大。

从上海金茂房地产开发建设情况看，随着土地储备规模的扩大，上海金茂加大开工力度，

2017—2019 年项目开发情况如表 15 所示。上海金茂新开工面积快速增长，期末在建面积亦随之增长。

表 15 2017—2019 年上海金茂项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	352.63	756.99	1,018.47

竣工面积	98.31	179.03	393.50
期末在建面积	740.18	1,318.14	1,943.11

注：统计数据为全口径数据，且不包含土地一级开发业务
数据来源：上海金茂提供

从上海金茂在建项目的投资情况看，截至2020年3月底，上海金茂在建项目计划总投资额2,078.51亿元，已完成投资额1,290.22亿元，尚需投资788.29亿元，上海金茂在建项目资金需求较大。

房地产销售情况

近年来，上海金茂签约销售面积及金额均大幅增长，为后续确认收入提供保障。

上海金茂销售和结转情况如表16所示。从项目销售情况看，2017—2019年，上海金茂销售面积呈快速增长态势，年均复合增长105.95%；得益于上海金茂开发项目良好的区位分布及较高的品牌溢价，上海金茂签约销售均价处于较高水平，销售金额亦快速增长，年均复合增长94.27%。从结转收入情况看，随着竣工节奏变化，上海金茂结转面积持续减少，但受益于单价提升，结转金额呈逐年增长态势。

表16 2017—2019年上海金茂项目销售及结转情况
(单位：万平方米、亿元、万元/平方米)

项目	2017年	2018年	2019年
签约销售面积	161.28	328.57	684.08
签约销售金额	401.46	828.73	1,515.17
签约销售均价	2.49	2.52	2.21
结转面积	114.15	100.14	85.00

表17 截至2020年3月底上海金茂土地一级开发项目开发情况(单位：万平方米、亿元)

项目	总规划建筑面积	总投资额	已投资额	未出让面积
南京青龙山国际生态新城项目	379.80	176.89	137.09	225.53
长沙梅溪湖国际新城项目一期长沙东片区	940.23	185.09	182.10	84.60
长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区	1,268.00	/	9.77	1,268.00
长沙梅溪湖国际新城A组团地块	82.90	/	6.64	82.90
宁波生命科学城项目	428.00	159.58	20.36	386.74
嘉善上海之窗智慧科学城	181.04	46.82	13.85	174.18
合计	3,279.97	568.38	369.81	2,221.96

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及长沙梅溪湖国际新城A组团地块尚未形成总投资预算金额；未出让面积指上海金茂未完成土地招拍挂的面积；受四舍五入影响，分项数总计与合计存在细微差异
资料来源：公开资料

结转收入	224.09	227.19	237.49
结转均价	1.96	2.27	2.79

注：签约销售面积及签约销售金额均为全口径数据，包含土地一级开发业务；结转面积和结转收入为并表口径
数据来源：公开资料

(3) 土地一级开发业务

上海金茂土地一级开发业务收入随着出让节奏变化波动较大，考虑到滚动开发的特点，后续集中投资压力不大；在手项目待出让面积较大，可为上海金茂未来低成本土地储备转化提供一定保障力量。

上海金茂在土地一级开发项目方面积累了丰富的经验，同时将其作为一项核心业务模式，以获取潜在土地储备供应。上海金茂通过与地方政府捆绑发展，深度参与区域规划和新城开发，主导区域推地和开发节奏，在二级市场获得操作空间，提升了上海金茂的区域综合开发能力，与当地政府建立的良好合作关系使上海金茂更易于获得优质的土地资源。2017—2019年，上海金茂土地一级开发收入分别为49.02亿元、81.42亿元和42.91亿元，波动较大。

截至2020年3月底，上海金茂共6个并表的一级开发项目，若不考虑长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区和长沙梅溪湖国际新城A组团地块预计总投资情况，尚需投资198.57亿元，支出压力一般。一级开发未完成土地出让面积较大，如上海金茂摘得部分地块二级开发权，则能为上海金茂带来可观的土储资源。

(4) 自持物业

上海金茂自持物业区位较好，出租率较高，可提供较为稳定的现金流入；投资性房地产受限占比较高，再融资空间一般。

上海金茂自持物业主要为写字楼物业、商业物业及酒店，其中，写字楼物业主要包含北京凯晨世贸中心和中化大厦，建造时间较早，

且均位于西长安街，区位较好；酒店主要包含南京威斯汀大酒店和长沙金茂梅溪湖酒店，上海金茂坚持高端酒店经营的发展战略，主要通过与世界著名的国际酒店管理公司合作，委托酒店管理公司管理酒店日常运营，以提升酒店整体竞争实力及品牌影响力。

表 18 截至 2019 年底上海金茂主要自持物业情况（单位：万平方米、亿元、%）

项目	建筑面积	可租赁面积	租金收入			出租率		
			2017	2018	2019	2017	2018	2019
北京凯晨世贸中心	19.45	11.13	6.19	6.55	6.72	100.00	99.60	100.00
中化大厦	4.91	4.04	1.10	1.08	1.11	100.00	100.00	100.00
南京玄武湖金茂广场一期项目（含酒店）	22.58	5.74	0.67	0.62	0.71	98.40	88.50	86.20
长沙梅溪湖研发中心	13.29	1.09	0.11	0.11	0.10	100.00	100.00	100.00
合计	60.23	22.00	8.07	8.36	8.64	--	--	--

资料来源：公开资料

2017—2019 年，上海金茂来自物业租赁、酒店运营及物业管理的收入分别为 10.78 亿元、12.06 亿元和 12.80 亿元，呈逐年增长态势，可为上海金茂提供较为稳定的现金流入。截至 2019 年底，投资性房地产入账价值 119.35 亿元，公允价值变动 82.80 亿元，增值率 69.38%；受限投资性房地产 104.46 亿元，受限占比 87.52%，再融资空间不大。

5. 财务分析

(1) 财务概况

上海金茂提供的 2018—2019 年度合并财务报表由天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）出具了标准无保留意见的审计结论。上海金茂 2020 年三季度财务数据未经审计。

合并范围方面，2018 年，上海金茂新纳入合并范围公司 67 家，不再纳入合并范围公司 12 家。2019 年，上海金茂新纳入合并范围公司 102 家，不再纳入合并范围公司 10 家。2020 年 1—9 月，上海金茂新纳入合并范围子公司 39 家，不再纳入合并范围子公司 5 家。上海金茂主业未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，上海金茂合并资产总额

2,931.24 亿元，所有者权益 570.65 亿元（含少数股东权益 401.85 亿元）；2019 年，上海金茂实现营业收入 297.91 亿元，利润总额 82.02 亿元。

截至 2020 年 9 月底，上海金茂合并资产总额 3,869.94 亿元，所有者权益 629.86 亿元（含少数股东权益 434.32 亿元）；2020 年 1—9 月，上海金茂实现营业收入 167.43 亿元，利润总额 49.88 亿元。

(2) 资产质量

近年上海金茂资产规模增长较快，资产以流动资产为主；货币资金较为充足，投资性房地产资产质量较高。上海金茂作为中国金茂境内资金归集平台，关联方往来款规模大；资产受限比例一般，整体资产质量较高。

2017—2019 年末，上海金茂合并资产总额连续增长，年均复合增长 31.27%。截至 2019 年底，上海金茂合并资产总额 2,931.24 亿元，较上年底增长 31.70%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 82.76%，非流动资产占 17.24%，资产以流动资产为主。

流动资产

2017—2019 年末，上海金茂流动资产连续增长，年均复合增长 31.53%。截至 2019 年底，上海金茂流动资产 2,425.78 亿元，较上年底增长

30.35%，主要系存货和其他应收款增加所致。上海金茂流动资产主要由货币资金（占7.88%）、其他应收款（占28.83%）和存货（占56.74%）构成。

2017—2019年末，上海金茂货币资金波动增长，年均复合增长16.30%。截至2019年底，上海金茂货币资金191.24亿元，较上年底下降3.65%。货币资金中有48.71亿元受限资金，受限比例为25.47%，主要为预售监管资金。

2017—2019年末，上海金茂其他应收款持续增长，年均复合增长61.92%。截至2019年底，上海金茂其他应收款699.37亿元，较上年底增长36.68%，主要系应收关联方往来款增加所致。上海金茂为中国金茂在境内的资金归集平台，部分项目的盈余资金集中归集平台后，通过往来款或委托贷款的方式划拨给中国金茂关联方子公司使用。其他应收款累计计提坏账准备0.02亿元，前五名欠款方账面余额215.71亿元，占比30.83%，集中度一般。

2017—2019年末，上海金茂存货持续增长，年均复合增长33.99%。截至2019年底，上海金茂存货1,376.51亿元，较上年底增长32.48%，主要系项目增加所致。存货中在建房地产开发产品占91.38%，已完工房地产开发产品占8.56%。存货累计计提跌价准备0.10亿元。考虑到上海金茂存货区位较好，跌价风险不大。

非流动资产

2017—2019年末，上海金茂非流动资产持续增长，年均复合增长30.05%。截至2019年底，上海金茂非流动资产505.46亿元，较上年底增长38.62%，主要系长期股权投资增加所致。上海金茂非流动资产主要由长期股权投资（占39.50%）、投资性房地产（占39.99%）和其他非流动资产（占6.71%）构成。

2017—2019年末，上海金茂长期股权投资持续增长，年均复合增长94.03%。截至2019年底，上海金茂长期股权投资199.67亿元，较上年底增长85.21%，主要系合作项目增加所致。2019年，上海金茂处置长期股权投资产生投资收益

10.84亿元，权益法核算的长期股权投资收益11.31亿元。

上海金茂投资性房地产以公允价值模式计量。2017—2019年末，上海金茂投资性房地产波动增长，年均复合增长2.89%。截至2018年底，上海金茂投资性房地产184.14亿元，较上年底小幅减少3.58%，主要系上海金茂处置部分投资性房地产所致。截至2019年底，上海金茂投资性房地产202.15亿元，较上年底增长9.78%，主要系存货转入所致。投资性房地产入账价值119.35亿元，公允价值变动82.80亿元，增值率69.38%，上海金茂的投资性房地产为写字楼物业、商业物业及酒店，主要位于北京、南京、青岛及长沙等城市。

2017—2019年末，上海金茂其他非流动资产持续增长，年均复合增长753.99%。截至2019年底，上海金茂其他非流动资产33.92亿元，较上年底年初增长220.10%，主要系投资理财产品规模增加所致。其他非流动资产全部为理财产品。

受限资产方面，截至2019年底，上海金茂所有权和使用权受到限制的资产合计674.80亿元，资产受限比例23.02%，受限比例一般。

表19 截至2019年底上海金茂资产受限情况（单位：亿元）

项目	期末账面价值	受限原因
存货	520.83	借款抵押
投资性房地产	104.46	借款抵押
货币资金	48.71	主要为预售监管资金
固定资产	0.80	融资租赁
合计	674.80	--

资料来源：上海金茂提供

截至2020年9月底，上海金茂合并资产总额3,869.94亿元，较上年底增长32.02%，流动和非流动资产均有所增长。其中，流动资产占86.79%，非流动资产占13.21%。上海金茂资产构成以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。截至2020年9月底，上海金茂货币资金564.19亿元，较上年底大幅增长1.95倍，主要系经营活动净流入规模扩大和筹资活动净额较上年由负转正所致；其他非流动资产0.34亿元，

较上年底减少 98.99%，主要系理财产品减少所致。

(3) 资本结构

所有者权益

上海金茂所有者权益持续增长，所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

2017—2019年末，上海金茂所有者权益持续增长，年均复合增长21.27%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至2019年底，上海金茂所有者权益合计570.65亿元，较上年底增长15.86%。其中，归属于母公司所有者权益占比为29.58%，少数股东权益占比为70.42%。归属于母公司所有者权益168.80亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占0.35%、15.53%、3.64%、0.79%、0.01%和79.69%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，且少数股东权益比例很高，上海金茂权益结构稳定性较弱。

截至2020年9月底，上海金茂所有者权益合计629.86亿元，较上年底增长10.38%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为31.04%，少数股东权益占比为68.96%。实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占所有者权益的0.09%、4.16%、0.63%、0.24%和25.92%。所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，权益结构稳定性较弱。

负债

上海金茂负债以流动负债为主，流动负债中关联方往来款规模较大；2017年以来，上海金茂负债总额和全部债务持续增长，且2020年1—9月债务增长较快，但总体债务负担尚属适中水平。

2017—2019年末，上海金茂负债总额持续增长，年均复合增长34.09%。截至2019年底，上海金茂负债总额2,360.59亿元，较上年底增长36.20%，主要系流动负债增长所致。其中，流

动负债占81.34%，非流动负债占18.66%，负债以流动负债为主。

2017—2019年末，上海金茂流动负债连续增长，年均复合增长34.43%。截至2019年底，上海金茂流动负债1,920.05亿元，较上年底增长43.85%，主要系预收款项和其他应付款增加所致。上海金茂流动负债主要由应付账款（占6.66%）、预收款项（占26.99%）、其他应付款（占52.55%）和一年内到期的非流动负债（占5.63%）构成。

2017—2019年末，上海金茂应付账款连续增长，年均复合增长30.69%。截至2019年底，上海金茂应付账款127.94亿元，较上年底增长50.79%，主要系项目增加，应付工程款增加所致。应付账款账龄以1年以内为主（占99.11%）。

2017—2019年末，上海金茂其他应付款连续增长，年均复合增长46.28%。截至2019年底，上海金茂其他应付款1,009.07亿元，较上年底增长40.40%，主要系合作项目增加所致。其他应付款主要为关联方往来款（占82.38%）、外部单位往来款（占9.36%）和应付少数股东款项（占6.42%）。其他应付款中账龄以一年以内的为主（占73.38%）。

2017—2019年末，上海金茂预收款项连续增长，年均复合增长52.39%。截至2019年底，上海金茂预收款项518.21亿元，较上年底增长87.72%。预收款项账龄以一年以内为主，占比98.89%。

2017—2019年末，上海金茂一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长30.95%。截至2019年底，上海金茂一年内到期的非流动负债108.05亿元，较上年底下降5.26%。

2017—2019年末，上海金茂非流动负债连续增长，年均复合增长32.61%。截至2019年底，上海金茂非流动负债440.54亿元，较上年底增长10.59%，主要系应付债券增长所致。上海金茂非流动负债主要由长期借款（占82.65%）、应付债券（占8.63%）和递延所得税负债（占8.56%）构成。

2017—2019年末，上海金茂长期借款连续增长，年均复合增长35.74%。截至2019年底，上海金茂长期借款364.12亿元，较上年底增长0.69%。长期借款中保证借款占36.95%，抵押借款占50.82%，信用借款占8.98%，质押借款占3.24%。

2017—2019年末，上海金茂全部债务连续增长，年均复合增长11.56%。截至2019年底，上海金茂全部债务580.60亿元，较上年底增长1.98%，较上年底变化不大。其中，短期债务占30.62%，长期债务占69.38%，以长期债务为主；短期债务177.78亿元，较上年底下降12.49%；长期债务402.82亿元，较上年底增长10.01%。2017—2019年末，上海金茂资产负债率分别为77.19%、77.87%和80.53%，连续上升，主要系预收账款规模增加所致；全部债务资本化比率分别为54.59%、53.62%和50.43%，连续下降，主要系所有者权益规模快速上升所致；长期债务资本化比率分别为36.13%、42.64%和41.38%，波动上升，主要系2018年末长期债务上升速度较快所致。

如将永续债调入长期债务，2017—2019年末，上海金茂全部债务分别为492.67亿元、615.46亿元和606.81亿元，年均复合增长10.98%。偿债指标方面，2017—2019年，上海金茂资产负债率分别为78.72%、79.94%和81.43%；全部债务资本化比率分别为57.65%、57.96%和52.71%；长期债务资本化比率分别为40.44%、48.02%和44.07%。上海金茂债务负担适中。

截至2020年9月底，上海金茂负债总额3,240.08亿元，较上年底增长37.26%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占81.54%，非流动负债占18.46%。上海金茂负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年9月底，上海金茂全部债务780.68亿元，较上年底增长34.46%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占29.36%，长期债务占70.64%，以长期债务为主。

其中，短期债务229.20亿元，较上年底增长28.92%；长期债务551.48亿元，较上年底增长36.90%。从债务指标来看，截至2020年9月底，上海金茂资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为83.72%、55.35%和46.68%，较上年底分别提高3.19个百分点、提高4.91个百分点和提高5.30个百分点。

如将永续债（26.21亿元）调入长期债务，截至2020年9月底，上海金茂全部债务增至806.89亿元。债务结构方面，短期债务229.20亿元（占28.41%），长期债务577.69亿元（占71.59%）。从债务指标来看，截至2020年9月底，上海金茂资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为84.40%、57.20%和48.90%，较调整前分别上升0.68个百分点、1.86个百分点和2.22个百分点。

（4）盈利能力

2017—2019年，随着结转规模扩大，上海金茂营业收入和利润总额波动增长，各项盈利指标尚可。投资收益对利润影响较大，但主要来自合作项目，有一定可持续性。

2017—2019年，上海金茂营业收入波动增长，年均复合增长2.27%，营业成本连续增长，年均复合增长4.80%。同期，上海金茂利润总额分别为65.01亿元、84.04亿元、82.02亿元，波动增长，年均复合增长12.33%。2017—2019年，上海金茂净利润分别为46.67亿元、61.01亿元和64.91亿元，连续增长，年均复合增长17.94%。

从期间费用来看，2017—2019年，上海金茂费用总额波动增长，年均复合增长15.33%。具体来看，随着房地产项目销售及开发进度的加快，2017—2019年上海金茂销售费用和管理费用持续增长，年均复合增长率分别为35.37%和45.15%；财务费用波动下降，年均复合下降88.03%，主要系2019年上海金茂利息收入大幅增长所致。

2017—2019年，上海金茂的投资收益分别为7.50亿元、9.69亿元和28.47亿元，快速增长，主要系合作开发项目确认利润所致。2017—

2019年投资收益占当期营业利润比重分别为11.58%、11.59%和36.35%，投资收益主要来自未并表的合作项目，有一定可持续性。

从盈利指标看，2017—2019年，上海金茂营业利润率分别为27.63%、34.03%和24.96%，波动下降，主要系毛利率高的一级开发收入波动所致。2017—2019年，上海金茂总资本收益率分别为6.75%、7.94%和7.34%，三年加权平均值分别为7.40%，波动增长；净资产收益率分别为12.03%、12.39%和11.37%，三年加权平均值为11.81%，波动下降。从与同业公司比较来看，上海金茂销售毛利率和总资产报酬率处于下游水平，净资产收益率处于上游水平。

表20 2019年房地产上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

公司	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
保利地产	34.96	5.63	20.12
建发房地产	32.78	5.10	22.04
万科	36.25	5.05	22.61
金地集团	40.50	6.38	20.04
上海金茂	31.19	3.15	29.61

注：为便于同业比较，表中数据统一引自Wind，与附件公式有一定出入
资料来源：Wind

2020年1—9月，上海金茂实现营业收入167.43亿元，同比增长27.45%，主要系物业销售结转收入增加所致；营业利润率为19.95%，同比下降13.00个百分点，主要系当期结转房地产项目毛利率较低所致。

（5）现金流

2017—2019年，随着销售回款规模的增加，上海金茂经营活动现金流逐步转为净流入；随着合作项目增加，投资活动现金流保持净流出；随着债务偿还规模上升，上海金茂筹资活动净额由正转负。2020年1—9月，上海金茂经营活动和筹资活动净流入规模较大。

从经营活动来看，2017—2019年，金茂投资经营活动现金流入波动增长，年均复合增长26.54%，主要系收回往来款增加所致；经营活动现金流出波动增长，年均复合增长7.58%，主要系支付往来款规模波动所致。2017—2019年，金茂投资经营活动现金净额由净流出转为净流

入。

从投资活动来看，2017—2019年，金茂投资投资活动现金流入波动增长，年均复合增长34.98%，主要系收回给联合营公司的委托贷款波动增加所致；投资活动现金流出波动增长，年均复合增长35.47%，主要系金茂投资对联合营公司的委托贷款和长期股权投资波动增长所致。2017—2019年，金茂投资投资活动现金流均为净流出。

从筹资活动来看，2017—2019年，金茂投资筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长1.92%；筹资活动现金流出连续增长，年均复合增长61.60%，主要系偿还债务支付的现金持续增长所致。2017—2019年，金茂投资筹资活动现金净额由净流入转入净流出。

2020年1—9月，上海金茂经营活动现金流量净额为215.16亿元，投资活动现金流量净额为-86.48亿元，筹资活动现金流量净额为171.96亿元。

（6）偿债能力

上海金茂偿债能力指标较强，考虑到上海金茂股东背景实力强，具有良好的品牌影响力，优质土地储备可产生较大规模销售回款，且融资渠道畅通，上海金茂整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，上海金茂流动比率分别为131.97%、139.43%和126.34%，三年加权平均值为131.39%，波动下降；速动比率分别为59.81%、61.59%和54.65%，三年加权平均值为57.76%，波动下降。上海金茂流动资产对流动负债的保障程度一般。2017—2019年，上海金茂经营现金流流动负债比率分别为-28.84%、-14.04%和7.09%，三年加权平均值为-6.44%，持续增长。2017—2019年末，上海金茂现金短期债务比分别为0.57倍、0.98倍和1.08倍，持续增长，现金类资产对短期债务的保障程度一般。截至2020年9月底，上海金茂的流动比率和速动比率分别为127.12%和53.17%，现金类资产对短期债务的保障程度为2.47倍。整体看，上海金茂短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，上海金茂EBITDA分别为77.18亿元、108.64亿元和103.06亿元，波动增长。2017—2019年，上海金茂EBITDA利息倍数分别为3.65倍、3.16倍和3.51倍，波动下降，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA分别为6.04倍、5.24倍和5.63倍，波动下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。整体看，上海金茂长期债务偿债能力较强。

截至2020年9月底，上海金茂对外担保余额226.69亿元，占净资产的35.99%，全部为对个人购房按揭贷款担保，或有负债风险小；上海金茂无重大未决诉讼。

截至2020年9月底，上海金茂合计授信额度1,051.63亿元，已使用659.02亿元，未使用392.61亿元，上海金茂间接融资渠道通畅。

(7) 母公司财务分析

母公司资产规模不大，货币资金少，负债率高。母公司层面无实际业务，利润主要来源于利息收入。

截至2019年末，母公司资产总额457.40亿元，较年初增长192.97%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产396.96亿元（占86.79%），非流动资产60.43亿元（占13.21%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占97.00%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占45.30%）和其他非流动资产（占54.61%）构成。截至2019年末，母公司货币资金为3.75亿元。

截至2019年末，母公司负债总额434.89亿元，较年初增长268.19%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债323.71亿元（占74.43%），非流动负债111.18亿元（占25.57%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占86.28%）和一年内到期的非流动负债（占10.67%）构成，非流动负债主要由长期借款（占65.82%）和应付债券（占34.18%）构成。母公司2019年底资产负债率为95.08%，较2018年上升19.43个百分点，全部债务资本化比率为87.36%，较上年上升15.36个百分点。

截至2019年末，母公司所有者权益为22.51亿元，较年初下降40.78%，主要系其他权益工具减少所致。其中，实收资本为0.59亿元（占2.61%）、其他权益工具26.21亿元（占116.44%）、资本公积合计0.82亿元（占3.63%）、未分配利润合计-5.12亿元（占-22.76%）、盈余公积合计0.02亿元（占0.09%），所有者权益中其他权益工具占比高，权益稳定性弱。

2019年，母公司无营业收入，实现投资收益1.28亿元；实现净利润5.80亿元，主要来源于利息收入。

2019年，母公司经营活动现金流入量和流出量分别为512.86亿元和492.87亿元，经营活动产生的现金流量净额19.99亿元；投资活动产生的现金流量净额-46.61亿元；筹资活动产生的现金流量净额27.12亿元。经营活动主要为其他与经营活动有关的现金往来。

截至2020年9月底，母公司资产总额1,090.53亿元，所有者权益为24.82亿元，负债总额1,065.71亿元；母公司资产负债率97.72%；全部债务300.69亿元，全部债务资本化比率92.38%。2020年1—9月，母公司营业收入0.22亿元，利润总额3.55亿元，投资收益-0.05亿元。2020年1—9月，母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额和筹资活动现金流净额分别为69.27亿元、-29.17亿元和184.09亿元。截至2020年9月底，母公司资产占合并口径的28.18%；母公司负债占合并口径的32.89%；母公司所有者权益占合并口径的3.94%。2020年1—9月，母公司营业收入占合并口径的0.13%；母公司利润总额占合并口径的7.11%；母公司全部债务占合并口径的38.52%。

综上所述，上海金茂作为中国金茂旗下房地产开发业务的主要运营主体，在融资及土地获取上具备优势，土地储备区位较好，签约销售金额快速增长，自持物业可提供稳定现金流入补充。同时，联合资信也关注到上海金茂2020年结转毛利率明显下滑，在建项目后续所需资金规模大、土地一级开发收入波动较大、关联

方资金拆借规模大、少数股东权益占比高等因

素对其信用水平产生的不利影响。

六、法律风险分析

金杜律所为本次交易出具法律意见书。基于其法律意见，发起机构前海联捷具备作为发起机构的主体资格，发行载体合法合规，抽样基础资产满足合格标准有关基础资产真实、合法、有效、完整、权属明确以及无权利负担的要求，信用增进安排合法、有效。

北京市金杜（广州）律师事务所（以下简称“金杜律所”）依据《中华人民共和国民法典》《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国企业破产法》《中华人民共和国信托法》《信托公司管理办法》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引（修订稿）》（以下简称“《资产支持票据指引》”）等法律、行政法规和中国银行间市场交易商协会（下称“交易商协会”）颁布的规章、规范性文件出具本模式法律意见。

发起机构前海联捷具有非金融企业法人资格和交易商协会会员资格，历史沿革合法合规，依法有效存续，根据法律、法规、规范性文件及公司章程，不存在应当终止的情形，具备作为发起机构的主体资格。发起机构关于本项目的股东决定的内容合法有效，本项目向交易商协会注册后方可发行。发行文件合法合规。发行载体合法合规，参与机构具备相关资质，除资产服务机构由发起机构担任以外，其他参加机构与发起机构不存在关联关系。抽样基础资产满足本法律意见书所列的合格标准，符合《资产支持票据指引》有关基础资产真实、合法、有效、完整、权属明确以及无权利负担的要求，抽样基础资产就全部拟入池基础资产而言具有一定代表性；发起机构已采取有效措施确保基础资产在资产支持票据存续期内产生的现金流作为偿付支持；发起机构可依据《信托合同》的约定向受托人合法有效转让基础资产，《信托合同》一经发起机构与受托人合法有效地签署、

交付并履行后，将构成对签署方合法有效并具有约束力的文件，自信托生效日委托人向受托人交付信托财产后，基础资产的转让即在前海联捷与发行载体之间发生法律效力，发行载体可以取得基础资产，基础资产的转让合法、有效。本项目的交易结构不存在损害发起机构的股东、债权人利益的不当安排；本项目已制定了现金流归集和管理措施，该等措施符合法律法规规定，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，能够对资产产生的现金流进行有效控制；本项目已制定了资金混同风险的防范措施，交易文件中对于上述防范措施的相关约定符合法律法规规定，在各方严格履行交易文件有关约定的前提下，具备一定的风险隔离效果；本项目已经按照《资产支持票据指引》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具持有人会议规程（2019年版）》等有关规则指引约定了合法有效的投资者保护机制。本项目的信用增进安排合法、有效。发起机构募集资金的用途合法合规，符合国家相关产业政策以及规则指引的规定。除《募集说明书》中所列示的重大事项外，不存在影响资产支持票据投资者利益的其他重大事项。

金杜律所对拟入池基础资产进行了抽样尽职调查，抽样基础资产的应收账款总额占拟入池基础资产应收账款总金额的比重不低于30%，抽样基础资产的笔数占拟入池基础资产总笔数的比重不低于10%。抽样方法如下：1）将拟入池基础资产按单笔应收账款债权金额从大到小进行排序，选取金额最大的前10笔进入样本池，共抽取样本10笔。2）将拟入池基础资产按照债务人所在区域进行分类，从债务人所在各区域中抽取金额最高的单笔应收账款进入样本池，与已抽取的样本重复的不另行抽取，共新抽取样本4笔。3）将拟入池基础资产按照

债权类型进行分类，将工程类应收账款债权金额从大到小进行降序排列，选取金额最大的前 5 笔进入样本池，将其他各类应收账款债权金额从大到小进行降序排列，各类选取金额最大的 1 笔进入样本池，与已抽取的样本重复的不另行抽取，共新抽取样本 4 笔。4) 将拟入池基础资产按照所归属的债务人进行分类，抽取入池金额最高的前 10 大债务人金额最高的单笔应收账款进入样本池，与已抽取的样本重复的

不另行抽取，共新抽取样本 3 笔。5) 将拟入池基础资产按照所归属的债权人进行分类，抽取入池金额最高的前 10 大债权人各自金额最高的单笔应收账款债权进入样本池，与已抽取的样本重复的不另行抽取，共新抽取样本 1 笔。根据上述抽样标准，金杜律所共抽取了 22 笔资产。金杜律所认为抽样基础资产真实、合法、有效、完整、可特定化，抽样基础资产就全部拟入池基础资产而言具有一定代表性。

七、其他参与机构尽职能力分析

1. 委托人/发起机构/资产服务机构/保理商

本交易的发起机构前海联捷成立时间较短，业务发展较快，盈利指标波动较大，联合资信将对其保持关注。

前海联捷成立于 2016 年 11 月 24 日，注册资本为 55,000 万元。股东方为联易融数字科技集团有限公司的全资子公司深圳前海环融联易商业保理有限公司，最终母公司为 Linklogis Financial Holdings Inc.。前海联捷的实际主营业务为供应链金融业务（保理业务、金融资产转让及金融资产管理服务）。

截止 2019 年末，前海联捷资产总额 481,106.81 万元，较 2018 年末增长 106.78%；负债总额 425,511.79 万元，较上年末增长 142.94%。2019 年，前海联捷实现营业收入 57,253.16 万元，同比增长 74.80%；实现净利润 -2,328.36 万元，同比下降 180.75%。截止 2020 年 9 月末，前海联捷资产总额 509,871.96 万元，较上年末增长 5.98%；负债总额 448,548 万元，较上年末增长 5.41%。2020 年 1—9 月，前海联捷实现营业收入 56,091.32 万元，同比增长 9.27%；实现净利润 5,604.86 万元，同比增长 2,954.24%。

前海联捷制定了风险管理政策和相关指引以识别和分析其面临的风险，对特定风险进行明确规定，涵盖市场风险、信用风险和流动性风险管理等诸多方面。前海联捷定期评估市场

环境及经营活动的变化以决定是否对风险管理政策及系统进行更新。在信用风险方面，前海联捷会定期对客户信用记录进行监控，针对信用不良用户，前海联捷会采取书面催款、缩短信用期、取消信用期等方式以确保公司整体信用风险在可控范围。在流动性风险方面，前海联捷持续监控长短期资金需求，确保维持充裕的现金储备和可变现有价证券；持续监控借款协议规定。

2. 资金保管机构

本交易的资金保管机构为中信银行重庆分行。中信银行经营财务状况稳定，风控体系较完善，资产托管经验丰富，作为本交易的托管银行，履职能力很强。

本交易的资金保管机构为中信银行股份有限公司重庆分行。中信银行股份有限公司（以下简称“中信银行”）成立于 1987 年，是中国的全国性商业银行之一，总部位于北京。2007 年 4 月，中信银行在上海证券交易所和香港联合交易所 A+H 股同步上市。截至 2020 年末，中信银行注册资本 489.35 亿元，实际控制人为招商局集团有限公司。

截至 2019 年末，中信银行总资产为 67,504.33 亿元，较上年末增长 11.27%；贷款和垫款总额 39,979.87 亿元，较上年末增长 10.80%；负债总额 62,179.09 亿元，较上年末增长 10.76%；客户存款总额 40,388.20 亿元，较上年末增长 11.68%。2019

年，中信银行实现营业收入 1,875.84 亿元，同比增长 13.79%；归属于母公司净利润 480.15 亿元，同比增长 7.87%。截至 2019 年末，中信银行不良贷款率 1.65%，较上年末下降 0.12 个百分点；不良贷款拨备覆盖率 175.25%，较上年末提高 17.27 个百分点；贷款拨备率 2.90%，较上年末提高 0.10 个百分点。截至 2020 年末，中信银行资产总规模 75,111.61 亿元，较上年末增长 11.27%；负债总额 69,511.23 亿元，较上年末增长 11.79%。2020 年，中信银行实现营业收入 1,947.31 亿元，同比增长 3.81%；归属母公司净利润 489.80 亿元，同比增长 2.01%。

2019 年，中信银行成功中标中央及 25 个省级行政区职业年金计划托管人资格，已上线 14 支职业年金计划，托管规模达 254.27 亿元。2019 年，中信银行托管业务累计实现收入 31.06 亿元，托管规模突破 9 万亿大关，攀升至 9.14 万亿。2019 年，中信银行实现托管及其他受托业务佣金 38.35 亿元。

3. 受托人

本交易的受托人云南信托业务经验较为丰富，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性较小。

本交易受托人为云南国际信托有限公司（以下简称“云南信托”）。云南信托成立于 1997 年，截至 2019 年底，注册资本人民币 12.00 亿

元，实缴资本人民币 12.00 亿元。云南信托经营范围：资金信托；动产信托；不动产信托；有价证券信托；其他财产或财产权信托；作为投资基金或基金管理公司的发起人从事投资基金业务；经营企业资产的重组、购并及项目融资、公司理财、财务顾问等业务；受托经营国务院有关部门批准的证券承销业务；办理居间、咨询、资信调查等业务；代保管及保管箱业务；以存放同业、拆放同业、贷款、租赁、投资方式运用固有财产；以固有财产为他人提供担保；从事同业拆借；法律法规规定或中国银行业监督管理委员会批准的其他业务；注册地址：云南省昆明市南屏街云南国托大厦；法定代表人：甘煜。

截至 2019 年底，云南信托资产总额 35.88 亿元，所有者权益合计 30.23 亿元；2019 年，云南信托实现营业收入为 8.84 亿元，净利润 4.03 亿元。截至 2020 年 9 月底，云南信托资产总额 40.96 亿元，所有者权益合计 32.50 亿元；2020 年 1—9 月，云南信托实现净利润 2.27 亿元。截至 2020 年 9 月底，云南信托信托管理规模为 2,442.31 亿元。

2015 年 3 月，经中国银监会批复，云南信托获得特定目的信托受托机构资格，准予进入银行间交易市场发行资产支持证券。截至 2019 年年底，云南信托在银行间市场和交易所市场发行的资产证券化产品规模总计 116.66 亿元。

八、评级结论

联合资信对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对基础资产进行了现金流分析。

本交易的基础资产债务人为中国金茂下属公司，流动性支持方为上海金茂。上海金茂信用水平极高，其作为流动性支持方提供的流动

性支持有效保障了基础资产质量，从而对优先级资产支持票据本息偿付起到主要的信用支撑作用。同时联合资信关注到我国宏观经济增速放缓及新冠疫情对行业造成了一定负面冲击；金茂投资 2020 年结转毛利率明显下滑，在建项目后续所需资金规模大、少数股东权益占比高等因素对其信用水平产生的不利影响。

此外，联合资信通过现金流分析得出，当优先级资产支持票据的发行利率不超过 4.40%

的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据预期支出的覆盖能达到 1.00 倍（含）以上。故本报告的评级结论只适用于优先级资产支持票据发行利率不高于 4.40% 的情形。

综合上述因素，联合资信评定“深圳前海

联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”项下优先级票据的信用等级为 AAA_{sf}。该评级结果反映了优先级票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

附件 1 上海金茂投资管理集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	141.84	199.27	192.27	565.44
资产总额（亿元）	1,700.98	2,225.68	2,931.24	3,869.94
所有者权益（亿元）	388.04	492.53	570.65	629.86
短期债务（亿元）	246.99	203.15	177.78	229.20
长期债务（亿元）	219.53	366.16	402.82	551.48
全部债务（亿元）	466.52	569.31	580.60	780.68
营业收入（亿元）	284.83	323.97	297.91	167.43
利润总额（亿元）	65.01	84.04	82.02	49.88
EBITDA（亿元）	77.18	108.64	103.06	--
经营性净现金流（亿元）	-306.45	-187.46	136.04	215.16
财务指标				
流动资产周转次数（次）	0.25	0.20	0.14	--
存货周转次数（次）	0.30	0.22	0.17	--
总资产周转次数（次）	0.20	0.17	0.12	--
现金收入比（%）	111.13	111.79	171.78	332.17
营业利润率（%）	27.63	34.03	24.96	19.95
总资本收益率（%）	6.75	7.94	7.34	--
净资产收益率（%）	12.03	12.39	11.37	--
长期债务资本化比率（%）	36.13	42.64	41.38	46.68
全部债务资本化比率（%）	54.59	53.62	50.43	55.35
资产负债率（%）	77.19	77.87	80.53	83.72
流动比率（%）	131.97	139.43	126.34	127.12
速动比率（%）	59.81	61.59	54.65	53.17
经营现金流动负债比（%）	-28.84	-14.04	7.09	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.98	1.08	2.47
EBITDA 利息倍数（倍）	3.65	3.16	3.51	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.04	5.24	5.63	--

注：数据单位除特别说明外均为人民币

附件 2 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
流动资产周转次数	营业收入/平均流动资产总额
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3-1 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。其中：一等为投资级，包括AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}级；二等为投机级，包括BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}级；三等为破产级，包括C_{pi}级。联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期信用等级符号及其含义如下：

信用等级设置	含 义
AAA _{pi}	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 _{pi}	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A _{pi}	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB _{pi}	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{pi}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

注：除 AAA_{pi} 级和 CCC_{pi} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，分别表示略高于、略低于本等级

附件 3-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4 资产支持票据信用等级设置及其含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）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。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

联合资信评估股份有限公司关于深圳前海联捷商业保理 有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳前海联捷商业保理有限公司/云南国际信托有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于资产服务报告、受托人报告、年度财务报告以及影响信托财产或“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，受托人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”相关信息，如发现“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳前海联捷商业保理有限公司/云南国际信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期茂信资产支持票据”项下优先级资产支持票据信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与深圳前海联捷商业保理有限公司/云南国际信托有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

