

信用评级公告

联合〔2022〕6147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 年度第四期茂信资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第四期茂信资产支持票据”项下“21 茂信 ABN004 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十七日

深圳前海联捷商业保理有限公司2021年度第四期茂信资产 支持票据2022年跟踪评级报告

评级结果

资产支持票据 简称	未偿金额 (亿元)		占比		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
21 茂信 ABN004 优先	8.90	8.90	99.89%	99.89%	AAA _{sf}	AAA _{sf}
21 茂信 ABN004 次	0.01	0.01	0.11%	0.11%	NR	NR
总计	8.91	8.91	100.00%	100.00%	--	--

注：1.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；2.NR-未予评级

跟踪评级相关信息

起息日：2021 年 8 月 10 日

预期到期日：2022 年 8 月 8 日

法定到期日：2024 年 8 月 10 日

跟踪期间：2021 年 7 月 31 日 - 2022 年 7 月 27 日

流动性支持方/上海金茂：上海金茂投资管理集团有限公司

跟踪评级时间

2022 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

分析师：

李晓音 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

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 年度第四期茂信资产支持票据”（以下简称“本交易”）所涉及的基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持优先级资产支持票据“21 茂信 ABN004 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

跟踪期内，流动性支持方上海金茂信用水平仍极高。上海金茂为中国金茂控股集团有限公司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，上海金茂品牌知名度高。2021 年，上海金茂签约销售金额快速增长；自持物业可提供一定稳定现金流，上海金茂目前土地储备充足且区位优势较好。

关注

跟踪期内，仍需关注上海金茂相关运营风险。房地产行业下行压力大，土地一级开发周期长、收益波动大，对资金形成一定占用，上海金茂 2021 年毛利率下滑明显，盈利能力偏弱；上海金茂资本支出压力较大，一级开发业务周期长对资金形成一定占用；上海金茂合作开发规模较大，存在一定管理风险。

流动性支持方主要财务数据：

上海金茂投资管理集团有限公司（合并口径）			
项目	2019 年	2020 年	2021 年
现金类资产（亿元）	229.71	448.57	335.88
资产总额（亿元）	3214.82	3685.31	3688.62
所有者权益（亿元）	673.42	885.52	951.45
短期债务（亿元）	155.16	120.97	82.59
长期债务（亿元）	408.39	475.56	551.22
全部债务（亿元）	563.54	596.53	633.81
营业收入（亿元）	398.63	566.80	855.23
利润总额（亿元）	106.26	89.18	88.43
EBITDA（亿元）	129.58	113.43	118.97
经营性净现金流（亿元）	138.58	286.49	41.40
营业利润率（%）	25.01	18.96	15.23
净资产收益率（%）	12.18	7.67	6.53
资产负债率（%）	79.05	75.97	74.21
全部债务资本化比率（%）	45.56	40.25	39.98
流动比率（%）	130.15	136.53	147.27
经营现金流动负债比（%）	6.61	12.58	2.04
现金短期债务比（倍）	1.48	3.71	4.07
EBITDA 利息倍数（倍）	4.06	2.44	2.51
全部债务/EBITDA（倍）	4.35	5.26	5.33

注：1. 上海金茂合并报表中长期应付款中计息部分调入有息债务并计算相关指标；2. 尾数差异系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 财务数据中 2019 年度及 2020 年度数据分别采用 2020 年和 2021 年财务报告追溯调整后数据

资料来源：联合资信根据上海金茂财务报表整理

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受评级协议委托方委托所出具，引用的资料主要由委托方或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、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、档案管理等方面保持独立，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

一、交易概况

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”或“发行载体管理机构”）并设立“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第四期茂信资产支持票据信托”（以下简称“财产信托”），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资产支持票据（以下简称“本期资产支持票据”），具体分为优先级资产支持票据和次级资产支持票据，投资者通过购买

并持有本期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承诺。

本交易基础资产涉及的434笔应收账款已于2021年8月11日由前海联捷转让给受托人云南信托，登记期间为12个月，登记到期日为2022年8月10日。

二、票据兑付情况

截至本报告出具日，本交易尚未到兑付日。
截至本报告出具日，本交易存续期内发行优

先级资产支持票据如下表所示。

表1 截至本报告出具日本交易存续期内发行优先级资产支持票据情况（单位：亿元）

债券代码	债券简称	票面利率	起息日	预期到期日	还本付息方式	发行规模
082100739.IB	21 茂信 ABN004 优先	2.95%	2021/08/10	2022/08/08	到期一次性还本付息	8.90

资料来源：联合资信整理

三、基础资产池及现金流分析

1. 基础资产池分析

本交易基础资产符合入池合格标准，基础资产状况较首评无重大变化。

基础资产方面，截至本报告出具日，本交易基础资产涉及434笔应收账款尚未到期，应收账款金额为92486.35万元，基础资产涉及的债务人、应收账款合同性质等较设立日均未发生变化；基础资产均由上海金茂确认同意就目标应收账款债权提供流动性支持，且不享有任何扣减、减免、

抵销全部或部分目标应收账款债权金额的权利。

2. 资产池现金流分析

基础资产所涉应收账款金额能够覆盖优先级资产支持票据到期支出。

“21茂信ABN004优先”票据票面利率为2.95%，考虑兑息兑付服务费为0.0035%，资金保管费为0.01%，清算审计费和年度审计费合计1.80万元，本交易增值税税率为3.00%（另附加税

¹ 附属权益：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 应收账款债权及其附属权益：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 中国金茂下属公司：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 《流动性支持函》：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。

费包括7.00%的城市维护建设税、3.00%的教育费附加和2.00%的地方教育费附加），预期到期日为2022年8月8日等因素，联合资信测算了应收账款偿付安排对优先级资产支持票据到期支出的覆盖倍数，结果如下。

表2 基础资产回收现金流对优先级资产支持票据预期支出的覆盖倍数（单位：万元、倍）

优先级资产支持票据票面利率	预期支出	覆盖倍数
2.95%	91735.45	1.0082

注：覆盖倍数=应收账款规模/预期支出；预期支出=优先级资产支持票据本金×（1+预期收益率×（存续期间/365））+由信托财产承担的合计费用
资料来源：联合资信整理

以上测试结果表明，基础资产所涉应收账款金额能够覆盖优先级资产支持票据到期支出。

四、流动性支持方信用风险分析（具体分析详见附件 1-1）

本交易的流动性支持方上海金茂的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。跟踪期内，上海金茂提供不可撤销的流动性支持对优先级资产支持票据本息兑付仍具有主要的信用支撑作用。

上海金茂主营业务主要为土地一级开发、物业销售，同时涉及少量租赁、物业管理和酒店运营业务。截至 2021 年底，上海金茂实收资本 5865.20 万元，控股股东为中国金茂，其持有上海金茂 100.00%股权且不存在对外质押情况，实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

截至 2021 年底，上海金茂合并资产总额 3688.62 亿元，所有者权益 951.45 亿元（含少数股东权益 759.61 亿元）；2021 年，上海金茂营业总收入 855.23 亿元，利润总额 88.43 亿元。

上海金茂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，上海金茂品牌知名度高。2021 年，上海金茂签约销售金额快速增长；自持物业可提供一定稳定现金流，上海金茂目前土地储备充足且区位布局较好。同时，联合资信也关注到房地产行业下行压力大，土地一级开发周期长、收益波动大，对资金形成一定占用，上海金茂 2021 年毛利率下滑明显，上海金茂合作开发规模较大，存在一定管理风险等因素对其信用水平产生的不利影响。

优势

1. **股东背景优势。**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，而上海金茂系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。

2. **土地储备充足，项目质量较高。**截至 2021 年底，上海金茂按未售面积统计的权益口径土地储备为 2123.22 万平方米，土地储备资源充足，上海金茂土地储备分布于一线、二线及强三线城市，土地储备质量较高。

3. **销售规模增长，自持物业可提供一定现金流补充。**2021 年，上海金茂签约销售面积同比增长 16.95%，签约销售金额亦有所增长。上海金茂自持物业区位较好，出租率较高，租赁收入可提供一定现金流补充。

关注

1. **房地产行业下行压力大。**近年房地产行业频繁出台调控政策，房企盈利空间受到压缩。2021 年下半年，部分城市房地产市场呈现下行趋势。行业环境变化对房企的经营管理能力将提出更高的要求。

2. **毛利率下滑，盈利能力偏弱。**受前期拿地成本较高，且拿地位于限价城市较多影响，2021 年，上海金茂物业销售业务毛利率下降至 18%，净资产收益率 6.53%，上海金茂盈利能力偏弱。

3. **上海金茂资本支出压力较大，一级开发业务周期长对资金形成一定占用。**截至 2021 年底，上海金茂在建面积 2978 万平方米且主要位于二线城市，尚需支出较大，一级开发业务周期长对资金形成一定占用。

4. **合作开发规模大，管理难度增加。**近年上海金茂合作开发项目增长较快，与联合营公司及合作方的往来规模较大，需关注上海金茂对联合

营项目的管控能力、资金调拨能力及表外或有负债。截至 2021 年底，上海金茂少数股东权益占 79.84%。

五、其他参与方尽职能力分析

跟踪期间，发起机构/保理商、资金保管机构、受托人未发生替换。

六、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产信用表现、票据兑付情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，

联合资信确定维持优先级资产支持票据“21茂信ABN004优先”的信用等级为AAA_{sf}，该评级结果反映了“21茂信ABN004优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 流动性支持方上海金茂投资管理集团有限公司主体信用分析

一、主体概况

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”）由中国金茂控股集团有限公司（以下简称“中国金茂”，股票代码“0817.HK”）于2007年11月15日设立。截至2021年底，金茂投资实收资本5865.20万元，控股股东为中国金茂，其持有金茂投资100.00%股权且不存在对外质押情况，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”）。

金茂投资主营业务主要为土地一级开发、物业销售，同时涉及少量租赁、物业管理和酒店运营业务。

截至2021年底，金茂投资合并资产总额3688.62亿元，所有者权益951.45亿元（含少数股东权益759.61亿元）；2021年，金茂投资营业总收入855.23亿元，利润总额88.43亿元。

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

二、行业分析

1. 房地产行业概况

2021年房地产市场整体先扬后抑，上半年迎来小阳春，但下半年房地产市场迅速转冷，销售下滑，房企新开工意愿下降。

2021年初，由于通胀预期上行，国内热点区域房地产迎来“小阳春”，长三角地区部分城市出现抢房现象；但2021年下半年以来，部分头部房企出现风险，加之政府按揭管控严格，加剧了购房者观望情绪，销售市场遇冷，商品房市场景气度迅速下滑；由此，房企新开工意愿普遍下降，房地产开发投资资金持续下滑。

房地产开发投资方面，2021年上半年，全国房地产开投资同比增长14.97%，但下半年以

来，房地产市场遇冷，房地产开发投资下滑明显。2021年全年，全国房地产开发投资14.76万亿元，同比仅增长4.4%，增速较2020年下降2.6个百分点，下滑明显。其中住宅投资11.12万亿元，同比增长6.4%，增速较2020年下降1.2个百分点；办公楼投资0.60万亿元，同比下降8.0%，出现负增长；商业营业用房投资1.24万亿元，同比下降4.8%。除住宅外，其他类型房地产投资均出现负增长。

施工方面，2021年下半年以来，房地产行业景气度持续下行，房企新开工意愿下降。具体看，2021年上半年新开工面积同比增长3.8%，进入7月，新开工面积快速下滑，累计新开工面积同比增速转负；2021年全年新开工面积19.89亿平方米，同比下降11.4%。从施工面积看，2021年全国房屋施工面积达97.54亿平方米，同比增长5.2%，增速较2020年有所回升。由于2017—2018年新开工房屋逐步进入竣工期，2021年全国房屋竣工面积10.14亿平方米，同比增长11.2%。

销售方面，全年商品房销售市场先扬后抑，2021年上半年商品房销售面积同比增长27.70%，较2019年上半年增长16.70%。但2021年下半年以来，政府管控按揭力度，直接抑制了部分购房者置换需求；此外受恒大事件影响，房企风险事件频发，购房者因担心房屋不能如期交付而不敢购房，且房企为回笼资金促销部分楼盘，楼盘价格下降压低了购房者对未来的预期，商品房市场景气度迅速回落。2021年7—12月，全国商品房单月销售面积同比增速连续6个月为负；但得益于上半年销售增长，2021年全年全国商品房销售面积17.94亿平方米，同比增长1.90%，增速较2020年下降0.7个百分点；住宅销售面积15.65亿平方米，同比增长1.1%。

2. 土地市场与信贷环境

2021年上半年第一轮集中供地热度较高，

下半年的第二轮土拍市场则迅速转冷，流拍率大幅增长，底价成交成为常态，第三轮土拍市场有所企稳；全年房地产开发到位资金保持增长，但增速继续回落。

土地市场方面，2021 年土地购置面积 2.16 亿平方米，同比下降 15.50%。受集中供地以及地产行业下行等多重因素影响，2021 年土拍市场出现了新景象；2021 年上半年的第一轮集中供地，百强民营房企获取近 50% 的土地，且部分城市地王频出；但下半年以来按揭贷款发放周期受到管控，销售情况持续恶化，叠加融资环境收紧，开发商尤其是民营地产企业拿地意愿显著下降，第二轮集中供地迅速转冷，央企、国企以及地方城投企业成为拿地主力军，底价成交成为常态，且流拍率大幅增长；第三轮集中供地出让条件优化，利润空间有所改善，土拍市场有所企稳。

从房地产开发到位资金来源看，伴随着防风险和调结构的货币政策基调，房地产行业融

资明显收缩，其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）仍为房地产开发到位资金的主要来源；在融资渠道收紧环境下，房地产开发企业对销售回款依赖继续加强。2021 年上半年，由于销售情况较好，房地产开发到位资金累计同比增长 23.46%；但下半年以来，房企违约事件频发，部分地方政府通过收紧预售资金监管预防交付风险，使得部分房企遭遇了更大的流动性风险。随着预售资金监管收紧及商品房销售市场遇冷，2021 年 7—12 月其他资金（定金及预收款以及个人按揭贷款）单月同比持续为负且呈扩大趋势；9 月底以来，金融管理部门及时对部分金融机构过度收缩行为进行适当矫正，信贷环境边际改善，房企融资压力略有缓解，由此 2021 年下半年房地产开发到位资金同比下降 10.51%。2021 年全年房地产开发到位资金合计 20.11 万亿元，同比增长 4.2%，增速较 2020 年下滑 3.4 个百分点。

表 1 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2019 年		2020 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	25228.77	14.13	26675.94	13.81	23296.00	11.58
利用外资	175.72	0.10	192.00	0.10	107.00	0.05
自筹资金	58157.84	32.56	63376.65	32.82	65428.00	32.53
其他资金	95046.26	53.21	102870.31	53.27	112301.00	55.83
其中：定金及预收款	61358.88	34.35	66546.83	34.46	73946.00	36.76
个人按揭	27281.03	15.27	29975.81	15.52	32388.00	16.10
合计	178608.59	100.00	193114.90	100.00	201132.00	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持“房住不炒”总基调不变，2021 年初严查经营贷，2021 年下半年以来，在各地保交付政策下，预售资金监管收紧，对房企的流动性产生冲击，房企违约事件频发，对房地产企业的融资产生负面影响；2021 年底以来房地产调控政策边际好转但并未有大的改善，但 2022 年 3 月的国务院金融委会议表明房地产政策出现转向。

2021 年初，房地产市场延续上年底热度，针对个别城市出现“余热不降”的现象，政策

坚定不移地贯彻落实“房住不炒”的定位，采取“因城施策、综合施治”的策略，调控不断升级。中长期看，在“房住不炒”的指导下，房地产调控以“稳地价、稳房价、稳预期”为核心，发展租赁市场及加快保障房建设。2021 年底以来房地产调控政策出现边际放松，但并未有大的改善，2022 年国务院金融委会议上关于房地产行业要求及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，房地产政策出现转向。

表 2 2021 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 2 月	自然资源部	重点城市住宅用地实现“两集中”：一是集中发布出让公告，且 2021 年发布住宅用地公告不能超过 3 次；二是集中组织出让活动
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难
2021 年 7 月	国务院办公厅	发布《关于加快发展保障性租赁住房的意见》，要求明确对象标准、引导多方参与、坚持供需匹配、严格监督管理、落实地方责任。发展保障性租赁住房，促进解决新市民、青年人等群体住房困难问题
2021 年 9 月	房地产金融工作座谈会	主要提出两点：①金融部门要围绕“稳地价、稳房价、稳预期”目标，准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度；②金融机构要配合相关部门和地方政府共同维护房地产市场的平稳健康发展，维护住房消费者合法权益
2021 年 12 月	中央经济工作会议	要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设，支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 2-3 月	--	地方政府陆续放松房地产调控政策，2022 年 3 月郑州发布房地产新政 19 条，下调住房贷款利率，取消“认房认贷”，推动货币化安置
2022 年 3 月	全国两会	继续保障好群众住房需求。坚持房住不炒定位，探索新发展模式，坚持租购并举，加快发展长租房市场，推进保障性住房建设。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，稳地价、稳房价、稳预期，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展
2022 年 3 月	国务院金融委等	关于房地产企业，要及时研究和提出有力有效的防范化解风险应对方案，提出向新发展模式转型的配套措施。随后央行表态要坚持稳中求进，防范化解房地产市场风险；银保监会鼓励机构稳妥有序开展并购贷款、重点支持优质房企兼并收购困难房企优质项目，促进房地产行业良性循环和健康发展；证监会继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策看，2021 年上半年，楼市出现小阳春，为防止楼市过热，监管部门严查经营贷流入楼市；2021 年下半年以来，地产行业信用违约事件频发、中资房企美元债市场大幅波动等均对房企融资产生冲击，同时为保证

交付预售资金监管从严也限制了房企通过销售回款扩充自有现金。为维护房地产行业平稳健康发展，央行和银保监会等出台相关政策支持优质企业对出现风险的大型地产企业项目进行并购，并统一了预售资金的监管。

表 3 2021 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2021 年 3 月	银保监会、住建部和央行	全面收紧经营贷监管，强化贷前、贷中、贷后、银行内部、中介机构等多领域管理，严防经营贷违规流入楼市。各地开展个人住房信贷管理自查，监督检查力度有所加大
2021 年 6 月	银保监会	银保监会召开新闻发布会介绍近期房地产行业重点监管工作，会上指出，将防止经营贷违规流入房地产作为常态化监管工作，持续发力，久久为功，促进房地产市场平稳健康发展
2021 年 7 月	央行	“三线四档”规则试点房企核心经营财务指标明显改善，银行业金融机构房地产贷款、个人住房贷款集中度稳步降低。下一步，将继续围绕稳定价、稳房价、稳预期目标，持续完善房地产金融管理长效机制
2021 年 9 月	央行	央行货币政策第三季度例会召开，会上首提房地产两个“维护”：维护房地产的健康发展，维护住房消费者的合法权益
2021 年 10 月	发改委、外管局	继续在外债备案登记、资金出境等方面满足企业合理合规的外债置换和偿付需求，同时要求企业不断优化外债结构，共同维护企业自身信誉和市场整体秩序
2021 年 12 月	央行、银保监会	鼓励银行业金融机构做好重点房地产企业风险处置项目并购的金融支持和服务，重点支持优质的房地产企业兼并收购出险和困难的大型房地产企业的优质项目；鼓励银行业金融机构积极为并购企业发行债务融资工具提供服务
2022 年 1 月	住建部、央行和银保监会	地方要采取招标形式确定预售资金监管的银行，在预售资金监管额度方面由各地的市县级城乡建设部门根据项目工程造价、项目情况等多方面进行核定。当账户内资金达到监管额度后，超出额度的资金可以由开发商提取自由使用。但涉及到具体拨付的节点时由各地的市县级城乡建设部门确定

资料来源：联合资信整理

三、经营分析

1. 经营概况

随着金茂投资地产业务不断扩张，2021年，金茂投资收入快速增长，但毛利率明显下滑。

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，金茂投资作为中国金茂旗下房地产投资开发的主要运营主体，具有一定业务发展优势。金茂投资主营业务突出，2021年，物业销售占主营业务收入比重 91.48%，土地一级开发业务为金茂投资收入带来补充。2021年，金茂投资营业收入增

幅较大，同比增长 50.89%，但利润总额小幅下滑，同比下降 0.84%。

从收入构成看，随着金茂投资地产业务不断扩张，2021年，金茂投资物业销售收入保持快速增长，同比增长 61.79%；土地一级开发业务收入受出让节奏变化波动较大，2021年土地一级开发收入同比下降 15.31%。

从毛利率看，2021年，因前期拿地价格较高叠加项目所在区域限价共同影响，金茂投资物业销售业务毛利率下降至15.29%，土地一级开发等其他业务毛利率有所下降，但总体处于较高水平。

表 4 2019—2021 年金茂投资主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年		
	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	337.15	85.97	27.26	475.16	85.42	15.97	768.78	91.48	15.29
土地一级开发	42.90	10.94	43.59	69.84	12.55	46.65	59.15	7.04	37.79
租赁	10.13	2.58	77.39	10.18	1.83	79.94	10.79	1.28	79.16
酒店运营	1.99	0.51	49.31	1.09	0.20	31.40	1.65	0.20	41.48
合计	392.18	100.00	30.45	556.27	100.00	21.03	840.37	100.00	17.74

注：2019 年数据采用 2020 年重述后数据，物业管理不再为主营业务收入
资料来源：金茂投资提供

2. 房地产开发及销售

（1）土地储备情况

2021 年，金茂投资权益口径新增土储规模有所下降，但新增拿地规模仍属较大，土地储备区位较好，主要分布在一二线城市。但金茂投资新增土地成本持续上升，考虑新增土储所在区域限价等因素，公司未来盈利空间或将持续缩窄。

金茂投资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，金茂投资加强与国内知名地产开发商的合作。在城市选择方面，金茂投资重点布局一线、二线及强三线城市。

2021 年，金茂投资权益口径新增土储面积有所下降，但土地储备获取力度仍属较大。2021 年，公司新增土储布局城市主要包括温州（占 10.48%）、镇江（占 8.99%）、南昌（占 7.63%）、金华（占 7.52%）、湖州（占 5.66%）、廊坊（占 5.57%）和青岛（占 5.42%）。但金茂投资平均拿地成本持续上升，考虑新增土储所在区域限价等因素，公司未来盈利空间或将持续缩窄。

截至 2021 年底，金茂投资按未售面积统计的权益口径土地储备为 2123.22 万平方米，土地储备资源充足，为其未来销售和开发建设提供有力保障，同时金茂投资土地储备主要分布在一二线城市，整体区位布局较好。

表 5 金茂投资土地储备获取情况

项 目	2019 年	2020 年	2021 年
项目数量（个）	52	61	61
规划建筑面积（万平方米）	1975.30	1416.10	1060.58
权益建筑面积（万平方米）	1128.13	980.82	722.65
土地储备总地价（亿元）	1017.50	1030.00	1098.69
楼面均价（万元/平方米）	0.52	0.73	1.04

注：1. 除权益建筑面积外，其余按全口径统计；2. 表中包含一级开发项目
资料来源：公司提供

表 6 截至 2021 年底金茂投资土地储备前十大城市情况

（单位：万平方米、%）

城市	规划建筑面积	占比
青岛	186.10	8.76
武汉	172.16	8.11
福州	132.60	6.25
南昌	107.14	5.05

温州	97.23	4.58
重庆	84.39	3.97
佛山	67.32	3.17
南京	66.21	3.12
金华	65.81	3.10
北京	64.16	3.02
合计	1043.12	49.13

注：上表数据为权益口径下未售土地储备
资料来源：公司提供

(2) 项目开发建设情况

公司开发建设力度较大，2021 年，金茂投资新开工和竣工面积均有所增长，期末在建面积规模大且主要位于二线城市，尚需支出较大。

公司开发建设力度较大，2021 年，金茂投资新开工面积有所增长，公司竣工面积增幅很大，为公司项目结转收入提供有力保障，截至 2021 年底，公司在建面积 2978 万平方米，主要位于南京、上海、杭州和佛山等二线城市，尚需支出较大。

表 7 金茂投资项目开发情况（单位：万平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
新开工面积	1018	1104	1230
竣工面积	394	605	1215

注：统计数据为全口径数据，且不包含土地一级开发业务
资料来源：公开资料、公司提供

(3) 房地产销售情况

2021 年，金茂投资签约销售面积及金额均有所增长，但销售均价有所下降，需关注存货跌价风险。

从项目结算情况看，2021 年，金茂投资结转收入面积和收入均大幅增长。2021 年，金茂投资结算金额中贡献排名前列的城市为天津（占 12.65%）、南京（占 9.13%）、北京（占 6.84%）、深圳（占 6.54%）、青岛（占 5.87%）和济南（占 5.62%）。

表 8 金茂投资项目销售及结转情况
（单位：万平方米、亿元、万元/平方米）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
签约销售面积	684.08	1129.10	1320.47

签约销售金额	1515.17	2311.00	2356.03
签约销售均价	2.21	2.05	1.78
结转面积	85.00	190.00	373.76
结转收入	237.49	475.16	778.11
结转均价	2.79	2.50	2.08

注：1. 签约销售情况均为全口径数据，结转情况均为并表口径；2. 2019-2020 年结算数据未包含一级开发，2021 年包含一级开发；3. 上表销售面积和销售金额数据包括一级开发项目
资料来源：公开资料

从项目销售情况看，2021 年，金茂投资签约销售面积和销售金额亦快速增长，但金茂投资在限价热点城市布局较多，近年销售均价持续下降，2021 年持续对存货计提减值，未来仍有一定跌价风险。

表 9 2021 年金茂投资签约销售前十大城市
（单位：亿元、万平方米）

城市	签约额	签约面积
北京	276.30	55.54
南京	233.15	74.50
杭州	151.74	114.71
上海	151.50	41.53
青岛	127.13	78.79
宁波	110.90	84.81
苏州	105.44	46.86
温州	102.05	134.94
广州	100.84	30.25
武汉	93.20	51.34
合计	1452.25	713.27

资料来源：公司提供

3. 土地一级开发业务

金茂投资土地一级开发业务收入随着出让节奏变化波动较大，一级开发收益周期较长，土地出让有不确定性，对资金有一定占用。

至 2021 年底，金茂投资一级开发项目共 10 个，未出让面积 2711.44 平方米，若不考虑长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区预计总投资情况，尚需投资 367.54 亿元，考虑到滚动开发的特点，后续集中投资压力不大。一级开发业务收益周期较长且土地出让有不确定性，对公司资金有一定占用。

表 10 截至 2021 年底金茂投资土地一级开发项目开发情况（单位：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	累计出让面积
长沙梅溪湖国际新城项目一期长沙东片区	80%	940.23	188.24	166.54	891.10
长沙梅溪湖国际新城 A 组团地块	80%	82.90	6.64	6.64	82.90
长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区	100%	954.05	--	44.90	--
南京青龙山国际生态新城项目	80%	305.56	171.6	137.50	157.00
宁波生命科学城项目	80%	428.00	159.58	38.74	120.00
嘉善上海之窗智慧科学城	3.20%	181.04	46.82	23.02	31.00
金华东湄未来科学城项目	80%	216.63	85.67	21.96	75.00
温州副中心鳌江新城项目	80%	104.78	20.51	9.71	103.75
赣江新区中医药国际生态科技小镇	80%	875.00	112.69	5.14	--
湖州金茂南太湖未来之窗	80%	125.00	34.21	4.27	41.00
合计	--	4213.19	825.96	458.42	1501.75

注：1. 上表数据为并表口径；2. 规划建面及累计出让建面均为计容建面口径；总投资及累计已投资包括开发成本和期间费用；3. 长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区地块尚未形成总投资预算金额
资料来源：公开资料

4. 自持物业

金茂投资自持物业区位较好，出租率较高，可提供较稳定的现金流入；投资性房地产存在一定公允价值波动风险，且受限占比较高、再融资空间一般。

金茂投资自持物业主要为写字楼物业、商业物业及酒店，主要位于北京、南京、青岛及长沙等一二线城市。2021年，金茂投资主要投资物业租金收入有所减少，但出租率维持在较高水平。

投资性房地产入账价值122.48亿元，公允价值变动72.99亿元，增值率59.59%，投资性房地产面临公允价值波动风险；其中，2021年，金茂投资投资性房地产公允价值减少18.50亿元，主要系子公司南京润茂置业有限公司在建投资性房地产因建筑规划面积变少导致公允价值减少（约19.37亿元）所致。截至2021年底，投资性房地产受限金额118.81亿元，受限占比60.78%，再融资空间一般。

表 11 2019 - 2021 年金茂投资主要自持物业情况（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		
			2019 年	2020 年	2021 年	2019 年	2020 年	2021 年
北京凯晨世贸中心	19.45	11.13	6.72	6.71	6.74	100.00	100.00	97.70
中化大厦	4.91	4.91	1.11	1.13	1.17	100.00	96.10	96.10
南京玄武湖金茂广场一期项目（含酒店）	22.58	13.98	0.71	0.74	0.50	86.20	93.20	93.20
长沙梅溪湖研发中心	13.29	1.50	0.10	0.10	0.10	100.00	100.00	100.00
合计	60.23	31.52	8.64	8.68	8.51	--	--	--

注：南京玄武湖金茂广场一期项目的建筑面积、可租赁面积数为整个综合体的。租金收入及出租率为写字楼
资料来源：公开资料

四、财务分析

1. 财务概况

金茂投资提供的 2021 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。财务分析中 2019 年度、2020 年度数据分别采用 2020 年和 2021 年财务报告追溯调整后数据。

截至2021年底，金茂投资合并资产总额3688.62亿元，所有者权益951.45亿元（含少数股东权益759.61亿元）；2021年，金茂投资营业收入855.23亿元，利润总额88.43亿元。

2. 资产质量

2021年，金茂投资资产规模小幅增长，货币资金较充足，公司资金受控股股东调配，资金独立性一般，其他应收款规模较大且计提减值较大；

合作开发力度较大导致长期股权投资快速增长，投资收益可观。

截至2021年底，金茂投资合并资产总额小幅

增至3688.62亿元，资产仍以流动资产(占81.01%)为主。

表 12 2019 - 2021 年末公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	228.92	7.12	442.22	12.00	333.51	9.04
其他应收款	734.48	22.85	702.57	19.06	577.30	15.65
存货	1546.45	48.10	1668.94	45.29	1876.57	50.87
流动资产	2726.74	84.82	3108.27	84.34	2988.18	81.01
长期股权投资	181.38	5.64	271.03	7.35	405.32	10.99
投资性房地产	202.15	6.29	213.97	5.81	195.48	5.30
非流动资产	488.08	15.18	577.04	15.66	700.44	18.99
资产总额	3214.82	100.00	3685.31	100.00	3688.62	100.00

注: 占比为占总资产的比例

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

(1) 流动资产

截至2021年底, 金茂投资流动资产2988.18亿元, 较年初小幅下降3.86%, 流动资产主要由货币资金(占11.16%)、其他应收款(占19.32%)和存货(占62.80%)构成。

截至2021年底, 金茂投资货币资金较年初下降24.58%至333.51亿元, 主要系投资支付现金规模增加、合作项目销售回款有所下降和筹资净流出较大等共同影响所致。货币资金中有69.39亿元受限资金, 受限比例为20.81%, 主要为预售房款56.96亿元。

金茂投资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。此外, 金茂投资对合作开发项目也有其他应收款。截至2021年底, 金茂投资其他应收款较年初下降17.83%至577.30亿元, 其他应收款期末余额前五名合计占13.64%, 集中度较低; 其他应收款账龄全部为1年以内, 账龄短。2020年末其他应收款计提坏账准备大幅增至13.21亿元, 主要系公司对联合营项目土地成本较高且受限价影响的应收款计提坏账准备所致, 2021年公司未对其他应收款继续计提坏账准备。

截至2021年底, 金茂投资存货较年初增长12.44%至1876.57亿元, 主要系开发建设投入所致, 其中库存商品占12.29%。因部分热点城市项

目拿地价格较高和当地限价政策影响, 公司持续对存货计提跌价准备, 2021年公司对存货(天津上东金茂悦项目)计提9.94亿元减值准备。考虑到金茂投资新增拿地成本持续上升、地块在限价城市布局较多, 公司存货盈利空间或将持续承压。

(2) 非流动资产

截至2021年底, 金茂投资非流动资产较年初增长21.39%至700.44亿元, 非流动资产主要由长期股权投资(占57.87%)和投资性房地产(占27.91%)。

截至2021年底, 金茂投资长期股权投资较年初增长49.55%至405.32亿元, 主要系合作项目增加所致。2021年长期股权投资实现收益29.80亿元(包含处置收益)。

截至2021年底, 金茂投资投资性房地产较年初下降8.65%至195.48亿元, 主要系公允价值变动所致。具体分析见经营部分。

截至 2021 年底, 金茂投资资产受限比例 22.54%, 受限比例一般

表 13 截至 2021 年底金茂投资资产受限情况

(单位: 亿元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	69.39	主要为预售监管资金
存货	714.41	借款抵押
投资性房地产	118.81	借款抵押
固定资产	2.69	借款抵押
合计	905.30	--

资料来源: 公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2021年,金茂投资所有者权益有所增长;所有者权益中少数股东权益和未分配利润占比高,权益稳定性弱。金茂投资近年来开发规模快速增长,少数股东权益增长较快且规模较大。

截至2021年底,金茂投资所有者权益较年初增长7.45%至951.45亿元,主要系少数股东权益增长所致。其中,归属于母公司所有者权益占20.16%,少数股东权益占79.84%。归属于母公司所有者权益中主要为未分配利润(占98.48%),金茂投资权益稳定性弱。

表 14 截至 2021 年底金茂投资少数股东权益明细 (单位: %, 亿元)

项目	股东名称	持股比例	金额	备注
苏州安茂置业有限公司	招商局地产(苏州)有限公司 苏州工业园区悦金房地产有限公司 北京首都开发股份有限公司	73.50	36.85	新项目合作方
南京润茂置业有限公司	深圳安创投资管理有限公司 上海泓喆房地产开发有限公司	72.50	18.18	新项目合作方
方兴置业(上海)有限公司	北京沿中建海投资管理有限责任公司	29.00	21.45	新项目合作方
南京国际商城建设有限公司	新华人寿保险股份有限公司 信达风投资管理有限公司	78.03	24.05	私募基金合伙人
上海国际航运服务中心开发有限公司	中国金茂控股集团有限公司	50.00	18.50	新项目合作方
其他	--	--	640.58	--
合计	--	--	759.61	--

资料来源:公司提供

(2) 负债

截至2021年底,金茂投资负债规模波动增长,以关联方借款为主的其他应付款占比较大,流动性压力一般;债务规模持续增长,期限结构以长期债务为主,表内债务负担较轻;但金茂投资合作开发规模快速增长,存有表外债务风险。

截至2021年底,金茂投资负债总额小幅下降至2737.17亿元,负债仍以流动负债(占74.13%)为主。

截至2021年底,金茂投资流动负债较年初下降10.88%至2028.99亿元,流动负债主要由应付账款(占10.72%)、其他应付款(占24.94%)和合同负债(占28.40%)构成。

截至2021年底,随着公司开发建设规模加大,金茂投资应付账款较年初增长28.68%至293.35亿元,其中账龄在1年以内占78.96%。

截至2021年底,金茂投资其他应付款较年初下降30.06%至682.56亿元,主要系关联方往来减少所致,其他应付款中关联方往来占76.74%。

根据新会计准则要求将预售房款计入合同负债科目,截至2021年底,金茂投资合同负债小幅下降至777.41亿元。

截至2021年底,金茂投资非流动负债较年初

增长35.38%至708.18亿元,非流动负债主要由长期借款(占14.78%)和应付债券(占5.04%)构成。

截至2021年底,金茂投资长期借款较年初增长7.31%至404.50亿元,其中,采取增信方式借款占90.87%。截至2021年底,金茂投资长期借款融资区间在2.65%到6.90。

截至2021年底,金茂投资应付债券较年初增长56.82%至138.00亿元,利率区间为3.10%到3.74%。

表 15 截至 2021 年底金茂投资存续债相关情况

(单位: 亿元、年、%)

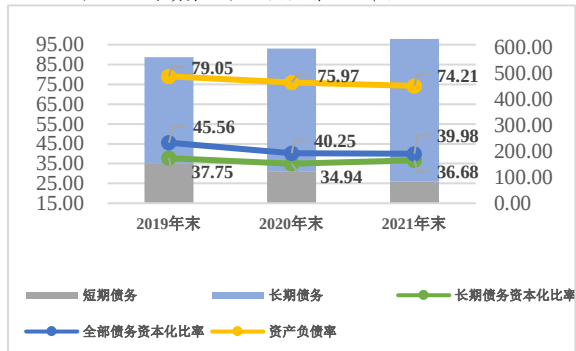
债项简称	余额	发行时间	期限	下一行权日
22 金茂 02	15	2022-03-23	5(3+2)	2025-03-25
22 金茂 01	18	2022-02-15	5(3+2)	2025-02-16
21 金茂投资 MTN002	20	2021-10-12	3	2024-10-14
21 金茂投资 MTN001	30	2021-04-14	3	2024-04-16
20 金茂投资 MTN002	25	2020-07-08	3	2023-07-10
20 金茂投资 MTN001	25	2020-03-11	3	2023-03-13
19 金茂 02	20	2019-08-26	5(3+2)	2022-08-29

注: 1. 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;
2. 表中债项不包含 ABS

资料来源: Wind

有息债务方面,本报告将长期应付款和租赁负债中计息部分调入有息债务并计算相关指标。截至2021年底,金茂投资全部债务较年初增长6.25%至633.81亿元,债务期限结构合理,长期债务占比为86.97%,资产负债率和全部债务资本化比率均有所下降,分别为74.21%和39.98%;公司全部债务资本化比率43.78%,整体看金茂投资表内债务负担较轻。但金茂投资合作开发项目较多,有一定体量的表外债务。

图1 公司债务及相关指标情况(单位:亿元、%)



资料来源:联合资信整理

4. 盈利能力

2021年,金茂投资合作开发形成的投资收益对公司贡献一定利润,资产减值对利润存在一定侵蚀,盈利能力指标表现较弱。

2021年,金茂投资收入和毛利率等情况详见经营部分分析。

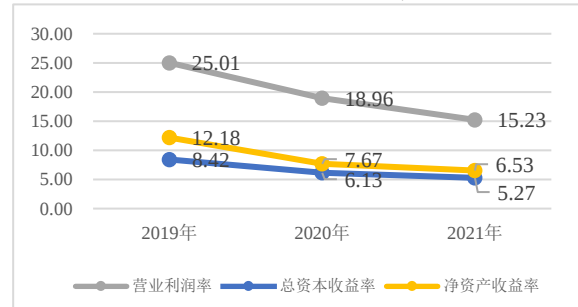
2021年,金茂投资费用总额58.08亿元,同比增长115.98%,期间费用率为6.79%,从构成看,公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为37.29%、45.42%和13.90%。其中,随着公司本期销售收入增加,销售费用同比增长10.19%至21.66亿元;管理费用同比增长24.63%至26.38亿元,总体看金茂投资费用控制能力尚可。

2021年,金茂投资投资收益同比增长5.86%至41.92亿元,其中因处置长期股权投资获得的投资收益24.92亿元,投资收益占营业利润比重为47.48%,对营业利润影响较大,投资收益主要来自对未并表房地产项目的处置,为金茂投资主营业务,有一定可持续性。2021年,资产减值损失为9.94亿元,对利润存在一定侵蚀。

2021年,金茂投资营业利润率、总资本收益

率和净资产收益率分别为15.23%、5.63%和6.53%,同比分别下降3.73个百分点、0.50个百分点和1.14个百分点。整体看,金茂投资盈利能力指标偏弱。

图2 公司盈利能力指标情况



注:联合资信整理

表16 2021年同业企业盈利能力指标情况(单位:%)

项目	公司	珠海华发实业股份有限公司	广州珠江实业集团有限公司	建发房地产集团有限公司
销售毛利率	17.74	25.80	26.24	18.91
净资产收益率	6.53	15.30	2.40	14.12

注:为便于对比,上表相关数据来自Wind

资料来源:Wind

5. 现金流

2021年,金茂投资经营性现金净流入规模明显缩窄且无法覆盖投资净流出规模,外部筹资压力较大。

表17 金茂投资现金流量情况(单位:亿元)

项目	2019年	2020年	2021年
销售商品、提供劳务收到的现金	561.00	865.75	843.17
经营活动现金流入小计	1905.54	2739.63	2369.68
购买商品、接受劳务支付的现金	423.39	498.28	768.11
经营活动现金流出小计	1766.96	2453.14	2328.28
经营现金流量净额	138.58	286.49	41.40
投资活动现金流入小计	199.21	329.29	328.53
投资活动现金流出小计	297.13	311.91	391.54
投资活动现金流量净额	-97.92	17.37	-63.01
筹资活动前现金流量净额	40.66	303.86	-21.60
筹资活动现金流入小计	661.17	1137.16	786.10
筹资活动现金流出小计	704.84	1244.21	861.39
筹资活动现金流量净额	-43.67	-107.05	-75.29

资料来源:金茂投资审计报告

2021年,金茂投资关联方往来频繁但规模减少,经营性现金流入和流出规模同比分别下降

13.50%和5.09%，此外，金茂投资本期开发建设支出增幅较大。综上，2021年，金茂投资经营活动现金持续净流入但规模同比下降85.55%。

2021年，金茂投资投资活动现金流入同比变化不大；投资活动现金流出同比增长25.53%，主要系公司合作开发项目投资规模增加所致。综上，2021年金茂投资投资活动现金流同比由净流入转为净流出。

2021年，金茂投资筹资活动前现金流量净额由正转负，考虑金茂投资项目后续开发建设需求，金茂投资外部融资压力较大。

从筹资活动来看，受公司融资规模和偿债规模影响，2021年，金茂投资筹资活动现金流持续净流出。

6. 偿债能力指标

金茂投资短期偿债指标强，长期偿债指标表现较好，考虑到金茂投资股东背景实力强，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，金茂投资整体偿债能力极强。

表 18 公司偿债相关指标情况（单位：倍、%、亿元）

项目		2019年	2020年	2021年
短期偿债指标	流动比率	130.15	136.53	147.27
	速动比率	56.34	63.22	54.79
	现金短期债务比	1.48	3.71	4.07
长期偿债指标	全部债务/EBITDA	4.35	5.26	5.33
	EBITDA/利息支出	4.06	2.44	2.51

资料来源：联合资信整理

从短期偿债指标看，2021年末金茂投资流动比率有所增长，速动比率有所下降，截至2021年底，金茂投资现金短期债务比4.07倍，现金类资产对短期债务的保障程度强。整体看，金茂投资短期偿债能力强。

从长期偿债指标看，2021年，金茂投资EBITDA同比增长4.89%。从构成看，金茂投资EBITDA主要由计入财务费用的利息支出（占22.80%）和利润总额（占74.33%）构成。2021年，金茂投资EBITDA利息倍数和全部债务/EBITDA均有所上升，EBITDA对利息的覆盖程

度较高、对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，金茂投资长期债务偿债能力较好。

截至2022年3月底，公司对外提供的其他担保合计391.23亿元（其中个人购房按揭贷款担保余额为386.28亿元），或有负债风险小。

截至2022年3月底，公司金茂投资无重大未决诉讼。

截至2021年底，金茂投资合计授信额度931.46亿元，剩余可使用447.75亿元，金茂投资间接融资渠道通畅。

7. 母公司财务分析

金茂投资母公司货币资金较少，所有者权益为负，且承担了较多债务，偿债能力依赖子公司。

截至2021年底，母公司资产总额较年初下降21.42%至642.53亿元，流动资产规模大，资产中其他应收款占90.67%，长期股权投资占4.40%。截至2021年底，母公司货币资金为17.19亿元。

截至2021年底，母公司负债总额较年初下降19.09%至647.80亿元，负债结构较均衡，负债中主要由其他应付款（占59.00%）、长期借款（占19.21%）和应付债券（占21.30%）构成，2021年末母公司全部债务265.53亿元，期限结构以长期债务（占98.83%）为主，短期债务为3.11亿元，短期偿债压力较轻，但截至2021年底，母公司资产负债率100.82%，全部债务资本化比率102.03%，母公司债务负担很重。

截至2021年底，母公司所有者权益为-5.27亿元，其中，实收资本为0.59亿元、资本公积合计0.82亿元、未分配利润合计-6.70亿元、盈余公积合计0.02亿元。

2021年，母公司营业收入为0.63亿元，利润总额为-1.30亿元，投资收益为13.69亿元。

2021年，金茂投资母公司经营活动现金流净额为-121.23亿元，投资活动现金流净额114.24亿元，筹资活动现金流净额8.05亿元。

五、外部支持

金茂投资股东背景实力极强，能够在资金融通和项目获取等方面提供有力保障，2019年中

国金茂引入战略投资者,业务上与金茂投资产生一定协同效应。

中化集团是国有大型骨干中央企业及全球财富 500 强企业之一,业务涵盖多个行业,综合实力雄厚。中国金茂为中国中化旗下唯一房地产投资开发平台,金茂投资作为中国金茂旗下房地产投资开发主要运营主体,可获得股东较大支持。强大央企背景和股东大力支持造就了中国金茂位居国内前列的高端城市运营商地位,公司亦在政企合作、项目投资及客户储备等方面具有明显的竞争优势。

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 178707.74 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 15393.42 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,有望与金茂投资业务产生一定协同效应。

六、结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA,评级展望为稳定。

附件 1-2 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	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	229.71	448.57	335.88
资产总额（亿元）	3214.82	3685.31	3688.62
所有者权益（亿元）	673.42	885.52	951.45
短期债务（亿元）	155.16	120.97	82.59
长期债务（亿元）	408.39	475.56	551.22
全部债务（亿元）	563.54	596.53	633.81
营业收入（亿元）	398.63	566.80	855.23
利润总额（亿元）	106.26	89.18	88.43
EBITDA（亿元）	129.58	113.43	118.97
经营性净现金流（亿元）	138.58	286.49	41.40
财务指标			
销售债权周转次数（次）	36.34	56.42	57.50
存货周转次数（次）	0.21	0.28	0.39
总资产周转次数（次）	0.15	0.16	0.23
现金收入比（%）	140.73	152.74	98.59
营业利润率（%）	25.01	18.96	15.23
总资本收益率（%）	8.42	6.13	5.63
净资产收益率（%）	12.18	7.67	6.53
长期债务资本化比率（%）	37.75	34.94	36.68
全部债务资本化比率（%）	45.56	40.25	39.98
资产负债率（%）	79.05	75.97	74.21
流动比率（%）	130.15	136.53	147.27
速动比率（%）	56.34	63.22	54.79
经营现金流动负债比（%）	6.61	12.58	2.04
现金短期债务比（倍）	1.48	3.71	4.07
EBITDA 利息倍数（倍）	4.06	2.44	2.51
全部债务/EBITDA（倍）	4.35	5.26	5.33

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 数据单位除特别说明外均为人民币；3. 本报告将长期应付中计息部分调入有息债务，并计算相关指标

资料来源：联合资信根据上海金茂财务报表整理

附件 1-3 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	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
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	
总资产收益率	(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

附件 1-4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级、CCC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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	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	不能偿还债务

附件 1-4-2 评级展望设置及其含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

附件 2 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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

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，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
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