

信用评级公告

联合〔2021〕9145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 年度第五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 年度第五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

二〇二一年十月十二日

深圳前海联捷商业保理有限公司

2021年度第五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	45100.00	99.78%	AAA _{sf}
次级资产支持票据	100.00	0.22%	NR
合计	45200.00	100.00%	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2021 年 10 月 12 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

交易概况

前海联捷/委托人/发起机构/保理商：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：招商银行股份有限公司上海分行

主承销商：中信建投证券股份有限公司和中国银行股份有限公司之合称

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 10 月 22 日

评级时间

2021 年 10 月 12 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

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 年度第五期茂信资产支持票据”（以下简称“本交易”）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。联合资信评定上海金茂主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，上海金茂信用水平极高，其作为流动性支持方提供的不可撤销的流动性支持承诺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上海金茂毛利率明显下滑、土地一级开发收入波动较大、资产减值对利润影响很大、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 3.50% 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 3.50% 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 年度第五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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产（亿元）	199.27	229.71	443.57	450.21
资产总额（亿元）	2225.68	3214.82	3669.46	4095.77
所有者权益（亿元）	492.53	673.42	880.79	918.44
短期债务（亿元）	203.15	155.16	118.16	152.24
长期债务（亿元）	366.16	408.39	465.67	450.54
全部债务（亿元）	569.31	563.54	583.83	602.78
营业收入（亿元）	323.97	297.91	566.80	262.97
利润总额（亿元）	84.04	82.02	89.18	52.10
EBITDA（亿元）	108.64	105.61	113.43	--
经营性净现金流（亿元）	-187.46	136.04	286.49	84.03
营业利润率（%）	34.03	24.96	18.97	17.81
净资产收益率（%）	12.39	9.64	7.71	--
资产负债率（%）	77.87	79.05	76.00	77.58
全部债务资本化比率（%）	53.62	45.56	39.86	39.62
流动比率（%）	139.43	130.15	136.09	129.01
经营现金流动负债比（%）	-14.04	6.49	12.58	--
现金短期债务比（倍）	0.98	1.48	3.75	2.96
EBITDA 利息倍数（倍）	3.16	3.31	2.44	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.24	5.34	5.15	--

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. 长期应付款中的有息债务计入长期债务计算；4. 2021年1-6月财务数据未经审计

资料来源：联合资信根据上海金茂审计报告和财务报告整理

分析师：

李晓音 张高曷

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其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。**上海金茂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，且其自持物业可提供一定规模的稳定现金流，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起到主要的信用支撑作用。

关注

1. **存在一定的利率风险。**若届时优先级资产支持票据发行利率高于3.50%或发行后相关费率高于本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. **需关注上海金茂相关运营风险。**上海金茂2020年结转毛利率大幅下滑且计提了大额资产减值，对利润影响较大；一级开发占用资金，土地出让不确定性较大；合作开发规模大，少数股东权益占比高，有一定体量表外债务。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，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

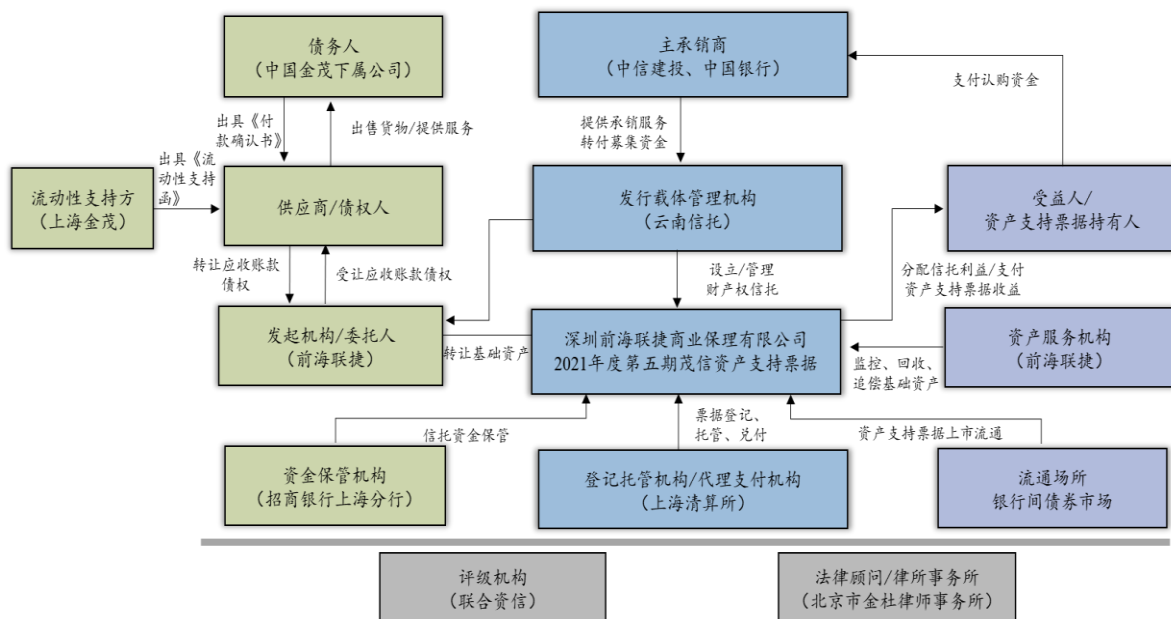
1. 交易结构

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”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 年度第五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（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

2. 资产支持票据

本期资产支持票据发行规模为 45200.00 万元。其中，优先级票据发行规模为 45100.00 万

元，次级票据 100.00 万元。优先级票据采用固定利率，预计存续期间为 355 天，到期一次性还本付息；次级票据不设票面利率，在优先级

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 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：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 《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。

票据本息及信托费用偿付完毕后仍有剩余的，
剩余信托资产（无论货币形式或其他）归次级
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。

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	45100.00	99.78%	2022 年 10 月 12 日	到期一次性还本付息
次级票据	100.00	0.22%	2022 年 10 月 12 日	在优先级票据本息及信托费用分配后，享有剩余信托资产
合计	45200.00	100.00%	--	--

资料来源：主承销商提供，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财产信托而根据《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；

⁵ 委托人对基础资产的陈述和保证详见《信托合同》。

(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作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⁹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

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 不合格基础资产：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 赎回价格：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。

不合格基础资产的赎回价格款项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)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,用于兑付本期资产支持票据的本息。受托人应于每个支付日(T日)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用;

(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)归次级票据持有人所有。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》,承诺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，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 103.59%，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。本次优先级票据预计存续期为 355 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 3.50%，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。

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 229 笔，应收账款余额共计 46719.48 万元，共涉及 56 户债务人，161 户债权人。本期入池资产中不涉及关联交易。

表 2 基础资产池概况

应收账款余额总计（万元）	46719.48
应收账款笔数（笔）	229
债务人户数（户）	56
债权人户数（户）	161
单笔应收账款最小余额（万元）	3.18
单笔应收账款最大余额（万元）	2490.90

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（占比为 97.74%）、设计类（占比为 1.24%）、供货类（占比为 0.57%）和咨询服务类（占比为 0.45%）。

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	205	45665.18	97.74%
设计类	11	578.62	1.24%
供货类	9	266.21	0.57%
咨询服务类	4	209.47	0.45%
总计	229	46719.48	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

基础资产池应收账款余额集中度一般。

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 500.00 万元（不含）以下的合计金额占入池应收账款总额的 39.50%，基础资产池应收账款余额集中度一般。具体情况如下。

表 4 基础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
[0,500)	203	18451.93	39.50%
[500,1000)	12	8436.83	18.06%
[1000,1500)	10	11898.20	25.47%
[1500,2000)	2	3155.58	6.75%
2000 以上	2	4776.95	10.22%
合计	229	46719.48	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 56 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 4986.79 万元，占比为 10.67%；前五大债务人应收账款余额共计 15694.30 万元，占比为 33.59%，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
武汉煜茂置业有限公司	7	4986.79	10.67%
深圳福茂置业有限公司	2	3444.16	7.37%
山西君茂天成置业有限责任公司	4	2648.00	5.67%
常熟虞茂置业有限公司	3	2374.39	5.08%
昆明启平置业有限公司	11	2240.95	4.80%
合计	27	15694.30	33.59%

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较高。

从债权人集中度分布情况来看，基础资产池共涉及 161 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 12699.05 万元，占比为 27.18%；前五大债权人应收账款余额共计 27363.99 万元，占 58.57%，债权人集中度较高。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
中建二局第三建筑工程有限公司	15	12699.05	27.18%
五矿二十三冶建设集团有限公司	6	4901.69	10.49%
中建五局第三建设有限公司	3	3988.33	8.54%
中国建筑第七工程局有限公司	2	3444.16	7.37%
中国建筑第五工程局有限公司	5	2330.76	4.99%
合计	31	27363.99	58.57%

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支付。

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
3.20%	46561.01	1.0034
3.30%	46604.88	1.0025
3.40%	46648.74	1.0015
3.50%	46692.61	1.0006

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；假设本专项计划存续期间为355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

联合资信测算了在优先级票据发行利率不超过 3.50%，兑息兑付服务费为资产支持票据本息支出的 0.0035%，资金保管费为本交易发行规模的 0.01%，并考虑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）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

级票据预期设立日为 2021 年 10 月 22 日, 预计存续期间为 355 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, 测算的保障倍数如上表所示。

测算结果表明, 在优先级票据发行时确认的收益率不高于 3.50%, 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（具体分析详见附件 1-1）

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, 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. 上海金茂主体信用评级

上海金茂主要从事物业销售、土地一级开发、租赁、酒店运营和物业管理。截至 2021 年 6 月底, 上海金茂实收资本 5865.20 万元, 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。

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, 上海金茂为中国金茂旗下房地产投资开发主要运营主体。

截至 2020 年底, 上海金茂合并资产总额 3669.46 亿元, 所有者权益 880.79 亿元（含少数股东权益 702.64 亿元）; 2020 年, 上海金茂实现营业收入 566.80 亿元, 利润总额 89.18 亿元。

截至 2021 年 6 月底, 上海金茂合并资产总额 4095.77 亿元, 所有者权益 918.44 亿元（含少数股东权益 718.45 亿元）; 2021 年 1—6 月, 上海金茂实现营业收入 262.97 亿元, 利润总额 52.10 亿元。

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。上海金茂品牌知名度高, 土地储备区位较好, 签约销售金额快速增长, 且其自持物业可提供一定规模的稳定现金流。同时, 联合资

信也关注到上海金茂毛利率明显下滑、土地一级开发收入波动较大、资产减值对利润影响很大、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。

优势

（1）股东背景优势。中国金茂为中化集团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）土地储备质量较高。上海金茂土地储备主要分布于一线、二线及强三线城市, 且成本较低, 土地储备质量较高。

（3）销售规模快速增长。2018—2020 年, 上海金茂房地产签约销售金额增长迅速, 为后续收入增长提供保证。

（4）自持物业可提供稳定现金流入补充。上海金茂自持物业区位较好, 出租率较高, 租赁收入可提供稳定的现金流入。

关注

（1）毛利率下滑, 资产减值规模较大。受前期拿地成本较高, 且拿地位于限价城市较多影响, 2020 年上海金茂结转毛利率大幅下降, 且当年对存货和合作项目的应收款计提了大额减值, 对利润影响较大。

（2）一级开发占用资金, 土地出让不确定性较大。上海金茂通过一二级联动可锁定优质土储, 但一级开发周期长, 土地出让时间有不确定性, 对公司资金形成占用。

(3) 合作开发规模大, 少数股东权益占比高, 有一定体量表外债务。2020 年上海金茂全口径销售金额 2311.00 亿元, 销售商品提供劳务收到的现金 865.75 亿元, 未并表项目较多, 有一定体量的表外债务。同时少数股东权益在所有者权益中占比高, 权益稳定性较弱。

2. 偿债能力分析

以上海金茂2020年财务数据为基础, 上海金茂所有者权益、EBITDA、经营性净现金流分别为880.79亿元、113.43亿元和286.49亿元, 对优先级票据本金(4.51亿元)的覆盖倍数分别为195.30倍、25.15倍和63.52倍。上海金茂提供的流动性支持对优先级票据本息偿付起到主要的信用支撑作用。

六、法律风险分析

金杜律所为本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; 本项目的信用增进安排合法、有效。

金杜律所对拟入池基础资产进行了抽样尽职调查并出具了《北京市金杜律师事务所关于深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第五期茂信资产支持票据信托之法律意见书》, 金杜律所共抽取了 25 笔基础资产, 抽样基础资产的应收账款总金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%。金杜律所认为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。

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。截至 2021 年 6 月 30 日, 前海联捷注册资本和实缴资本均为 8.00 亿元。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）。

财务方面，截至 2020 年末，前海联捷的资产总额为 36.17 亿元，负债总额为 29.59 亿元；2020 年，前海联捷实现营业收入为 6.64 亿元，实现净利润 0.92 亿元；2020 年前海联捷经营活动产生的现金流量净额为 6.36 亿元，资金缺口依靠筹资活动来补充，筹资活动产生的现金流量净额-4.30 亿元。盈利能力方面，2020 年，前海联捷毛利率为 11.50%，净利率为-4.07%。资本结构方面，截至 2020 年末，前海联捷资产负债率为 81.83%，负债水平很高。截至 2020 年末，前海联捷流动比率和速动比率分别为 1.84 和 1.80，短期偿债能力较好。截至 2021 年 6 月末，前海联捷资产总额为 58.77 亿元，负责总额为 51.94 亿元。2021 年 1—6 月，前海联捷实现营业收入 2.70 亿元，实现净利润 0.25 亿元。

2020 年，前海联捷实现资产证券化业务收入 6.64 亿元；2021 年 1—6 月，前海联捷实现资产证券化业务收入 2.70 亿元。截至 2021 年 6 月底，联捷保理现有合作核心企业共 55 家，累计发行 ABS/ABN 1862.23 亿元，不良率为零。

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前海联捷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招商银行股份有限公司（以下简称“招商银行”）上海分行。招商银行经营财务状况稳定，资产托管经验丰富，履职能力很强。

招商银行成立于 1987 年，总部位于中国深圳，是一家全国性商业银行。2002 年 4 月，招商银行在上海证券交易所上市，2006 年 9 月，招商银行在香港联交所上市。截至 2020 年末，招商银行注册资本和实收资本均为 252.20 亿元，实际控制人为招商局集团有限公司。

截至 2020 年末，招商银行总资产为 83614.48 亿元，同比增长 12.73%；贷款和垫款总额 50388.83 亿元，较上年末增长 11.97%；负债总额 76310.94 亿元，较上年末增长 12.23%；客户存款总额 56641.35 亿元，较上年末增长 16.19%。2020 年，招商银行实现营业收入 2904.82 亿元，同比增长 7.70%；实现利润总额 1224.40 亿元，同比增长 4.53%。截至 2020 年末，招商银行不良贷款总额 536.15 亿元，较上年末减少 2.56%；不良贷款率 1.07%，较上年末减少 0.09 个百分点；拨备覆盖率 437.68%，较上年末提高 10.90 个百分点；贷款拨备率 4.67%，较上年末减少 0.30 个百分点。截至 2021 年 6 月末，招商银行资产总额 88858.86 亿元，负债总额 81243.18 亿元。2021 年 1—6 月，招商银行实现营业收入 1687.49 亿元，实现利润总额 763.23 亿元。

托管业务方面，2002 年 8 月，招商银行成立基金托管部；2005 年 8 月，经报中国证监会同意，基金托管部更名为资产托管部，下设业务支持室、产品管理室、业务营运室、稽核监察室 4 个职能处室，现有员工 52 人。2002 年 11 月，经中国人民银行和中国证监会批准获得证券投资基金托管业务资格，成为国内第一家获得该项业务资格上市银行；2003 年 4 月，招商银行正式办理基金托管业务。招商银行作为托管业务资质最全的商业银行，拥有证券投资基金托管、受托投资管理托管、合格境外机构投资者（QFII）托管、全国社会保障基金托管、保险资金托管、企

业年金基金托管等业务资格。2020年，招商银行资产托管规模稳定增长。截至2020年末，招商银行托管资产余额16.05万亿元，较上年末增长21.32%；全年实现托管费收入42.15亿元，同比增长16.92%。

招商银行资产托管业务采取总行统一管理，总行分设产品管理、运营管理、业务管理及稽核监督处室，配备托管业务管理、营销、运作和系统开发的专业人才，承担全行资产托管业务组织与管理、托管新产品与新服务研究开发和组织推广、托管业务与管理系统的持续建设等职能，履行资产保管、会计核算、资金清算、交易监督和信息披露等保管人职责。同时，总行在北京、上海、深圳、天津等托管重点地区，设立资产托管分部，配备托管产品营销和运营专业人才，因地制宜的进行托管产品营销、新产品及服务推广及提供，提高托管产品营销与服务的渗透力和属地化。

3. 受托人

本交易的受托人云南国际信托有限公司（以下简称“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。

云南信托成立于1997年，截至2020年末，注册资本和实缴资本均为12.00亿元，法定代表人为甘煜。股东为云南省财政厅（持股25.00%）、涌金实业（集团）有限公司（持股24.50%）、上海纳米创业投资有限公司（持股23.00%）、北京知金科技投资有限公司（持股17.50%）、深圳中民电商控股有限公司（持股7.50%）和云南合和（集团）股份有限公司（持股2.50%）。

截至2020年末，云南信托资产总额41.91亿元，负债总额合计8.49亿元，所有者权益合计33.42亿元；2020年，云南信托实现营业收入为7.46亿元，同比减少15.63%；净利润3.20亿元，同比减少20.77%。截至2020年末，信托资产规模为2525.43亿元。截至2021年6月末，云南信托资产总额44.04亿元，负债总额8.48亿元。2021年1—6月，云南信托实现营业收入4.40亿元，实现利润总额2.80亿元。

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。2020年，云南信托ABN发行规模为150.45亿元，全行业排名第6。

八、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产、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。联合资信评定上海金茂主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，上海金茂信用水平极高，其作为流动性支持方提供的不可撤销的流动性支持承诺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。同时联合资信关注到上海金茂毛利率明显下滑、土地一

级开发收入波动较大、资产减值对利润影响很大、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，当优先级票据的发行利率不超过3.50%的情况下，基础资产预期现金流对优先级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票据发行利率不高于3.50%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年度第五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 足额偿付的能力极强，违约风险极低。
获得及时支付和本金在法定到期日或之前获得

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

1. 企业概况

上海金茂投资管理集团有限公司（以下简称“上海金茂”）是由中国金茂控股集团有限公司（港股上市公司，股票代码“0817.HK”，以下简称“中国金茂”）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年底，上海金茂实收资本5865.20万元，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”）。

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。

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，销售和市场开发过程中的技术支持、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。

截至2020年底，上海金茂合并资产总额3669.46亿元，所有者权益880.79亿元（含少数股东权益702.64亿元）；2020年，上海金茂实现营业收入566.80亿元，利润总额89.18亿元。

截至2021年6月底，上海金茂合并资产总额4095.77亿元，所有者权益918.44亿元（含少数股东权益718.45亿元）；2021年1—6月，

上海金茂实现营业收入262.97亿元，利润总额52.10亿元。

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。

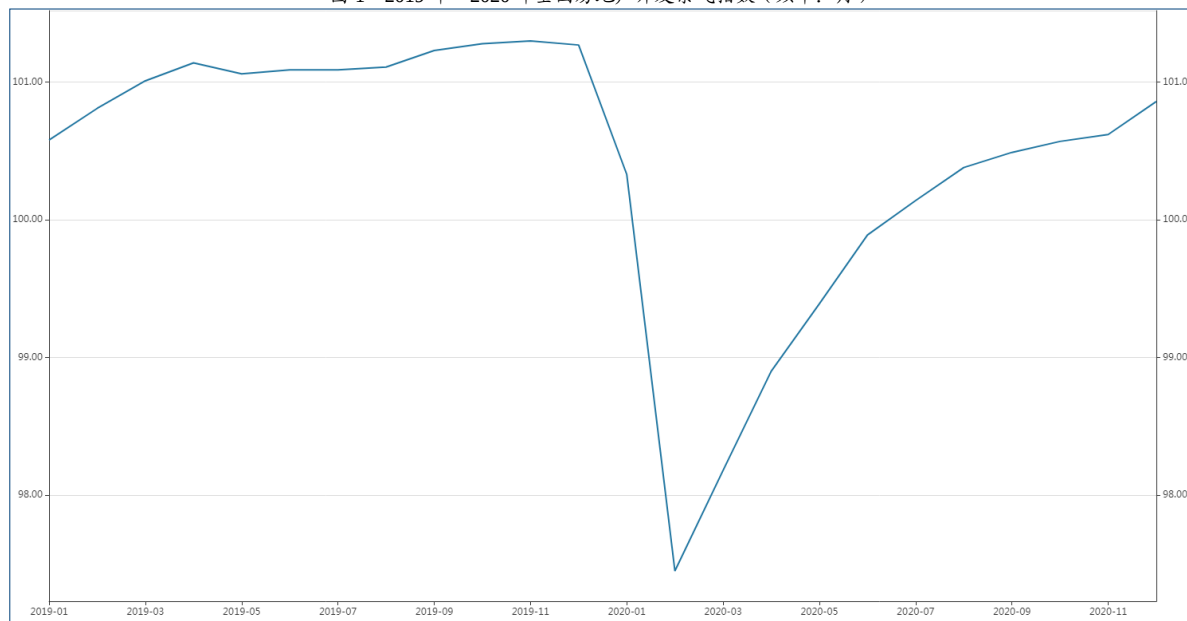
2. 行业分析

（1）房地产行业概况

2019年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自2020年3月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019年6月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1 2019 年 - 2020 年全国房地产开发景气指数 (频率: 月)



资料来源: Wind

房地产投资开发方面, 2020 年, 全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元, 累计同比增长 7.00%, 增速较 2019 年下降 2.90 个百分点, 整体增速仍维持高位。其中, 住宅开发投资完成额 10.44 万亿元, 累计同比增长 7.6%, 增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点; 办公楼完成投资额 0.65 万亿元, 累计同比增长 5.4%, 增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点; 商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元, 累计同比下降 1.1%, 相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面, 2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响, 整体施工进度有所放缓。具体来看, 2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米, 同比下降 1.20%, 一季度新开工面积大幅下滑, 随着复工复产的持续推进, 新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看, 2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米, 同比增长 3.70%, 增速相较于 2019 年下降 5.00 个百分点; 同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米, 同比下降 4.90%。

从销售情况来看, 2020 年, 商品房销售面积 17.61 亿平方米, 同比增长 2.60%。其中, 住宅销售面积 15.49 亿平方米 (占 87.96%), 同比增长 3.20%, 增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年, 商品房销售金额为 17.36 万亿元,

同比增长 8.60%, 增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中, 住宅销售金额 15.46 万亿元, 同比增长 10.80%, 增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

(2) 土地市场与信贷环境

2020 年初, 受新冠肺炎疫情的影响, 土地市场降温明显, 4 月起明显回升, 房企到位资金增速较 2019 年基本持平, 但仍处近年以来的低位; 资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面, 2020 年, 房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米, 同比下降 1.10%; 土地成交价款 17268.83 亿元, 累计同比增长 17.40%, 基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响, 一季度土地成交大幅下降, 随后持续走高。2020 年 1—3 月, 土地市场极为冷清, 累计土地成交价款 977.49 亿元, 同比下降 18.10%; 4 月开始随着房地产市场的逐步回暖, 土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看, 2020 年, 房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元, 同比增长 7.60%, 增速相较于 2019 年增长 0.52 个百分点。其中, 国内贷款合计 2.67 万亿元, 同比增长 5.74%, 国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点; 自

筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，

仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

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	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

（3）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行

发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 2。

表 2 2020 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
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要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”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，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
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
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

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管

和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 3。

表 3 2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要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”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

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 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，有望与上海金茂业务产生一定协同效应。

4. 经营分析

（1）经营概况

2018—2020 年，上海金茂地产业务不断做大，主营业务收入持续增长，但物业销售毛利

率持续下滑，且幅度较大，主要系上海金茂前期拿地成本较高，且热点城市受到限价影响所致。上海金茂 2020 年对部分项目计提资产减值，对净利润影响较大。

2018—2020 年，上海金茂营业收入持续增长，年均复合增长 31.71%，主要结转房地产项目规模增加所致。2018—2020 年，上海金茂净利润波动增长，年均复合增长 5.50%，增幅不及营业收入增幅，主要系毛利率持续下降以及 2020 年上海金茂计提了大额资产减值所致。

从收入构成看，物业销售和土地一级开发在主营业务收入中一直占据较高比重。2018—2020 年，上海金茂物业销售收入年均复合增长 44.62%。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。

从毛利率看，2018—2020 年，上海金茂物业销售业务毛利率持续下降，主要系上海金茂之前拿地价格较高，同时拿地热点城市限价所致。土地一级开发业务毛利率有小幅波动，但总体处于较高水平。受收入占比高的物业销售毛利率下行影响，近三年上海金茂主营业务毛利率下行幅度较大。

表4 2018-2020年上海金茂主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

业务板块	2018 年			2019 年			2020 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	227.19	70.85	33.50	337.15	85.97	27.26	475.16	85.42	15.97
土地一级开发	81.42	25.39	49.82	42.90	10.94	43.59	69.84	12.55	46.65
租赁	9.68	3.02	75.31	10.13	2.58	77.39	10.18	1.83	79.94
酒店运营	1.84	0.57	44.66	1.99	0.51	49.31	1.09	0.20	31.40
物业管理	0.54	0.17	27.06	--	--	--	--	--	--
合计	320.67	100.00	38.96	392.18	100.00	30.45	556.27	100.00	21.03

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:上海金茂提供

2021年1-6月,上海金茂实现营业收入262.97亿元,同比增长151.97%;当期综合毛利率为20.76%;净利润42.01亿元,同比减少10.10%,主要系当期投资收益同比大幅减少所致。

(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;2018-2020年获取土储面积波动增加,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。2018-2020年,上海金茂土地储备获取力度较大,土储平均成本波动下降。具体情况如下表所示。

表5 2018-2020年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	2018 年	2019 年	2020 年
项目数量	51	52	62
规划建筑面积	943.64	1975.30	1416.10
权益建筑面积	431.34	1128.13	980.82
土地储备总地价	808.73	1017.50	1029.68
楼面均价	0.86	0.52	0.73

注:除权益建筑面积外,其余按全口径统计;表中包含一级开发项目
数据来源:上海金茂提供

截至2021年3月末,上海金茂土地储备规划建筑面积374.35万平方米,主要位于一二线城市。从近年开发力度来看,上海金茂未开发的土地储备面积偏小。

表6 截至2021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	业态	规划建筑面积
1	中欧国际城 A1 地块	青岛市高新区	商业/住宅	11.13
2	青岛中欧国际城项目三批地	青岛市北岸新城核心区	商业/住宅	205.75
3	上海金茂宝山双语学校	上海市宝山区	学校	12.23
4	乐清市中心区拆后空间 ZX-18d-2 地块	温州乐清市中心区	商业/住宅	8.93
5	平阳鳌头 3 号地	温州平阳县鳌头镇滨江中心区	商业/住宅	24.04

6	平阳古鳌头 5 号地	温州平阳县鳌江镇滨江中心区	商业/住宅	13.58
7	平阳古鳌头 7 号地	温州平阳县鳌江镇滨江中心区	商业/住宅	18.12
8	平阳古鳌头 6 号地	温州平阳县鳌江镇滨江中心区	商业/住宅	9.59
9	龙泉驿区十陵 58 亩地块项目	成都市龙泉驿区	住宅	9.50
10	螺蛳湾 88 亩项目	昆明市西山区	商业/住宅	45.95
11	厦门国际社区	厦门市翔安区	住宅	15.53
合计			--	374.35

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

2018—2020 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；在建项目主要位于一二线城市。

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，上海金茂近三年新开工面积持续上升，竣工面积持续小于新开工面积，在建面积快速上升。

表 7 2018—2020 年上海金茂项目开发情况
(单位：万平方米)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	757	1018	1104
竣工面积	179	394	605
期末在建面积	1318	1943	2442

注：统计数据为全口径数据，且不包含土地一级开发业务；上海金茂未提供 2020 年底在建面积数据
数据来源：公开资料、上海金茂提供

从上海金茂在建项目的投资情况看，截至 2021 年 3 月底，上海金茂在建项目计划总投资额 2363.87 亿元，已完成投资额 1438.65 亿元，尚需投资 925.22 亿元，上海金茂在建项目资金需求较大。按建筑面积计算，在建项目位于一二线城市的占 90.67%。

房地产销售情况

2018—2020 年，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；销售均价持续下降，需关注存货跌价风险。

从项目销售情况看，2018—2020 年，上海金茂销售面积呈快速增长态势，年均复合增长 185.38%；销售金额亦快速增长，年均复合增长 66.99%。但近年销售均价持续下降，上海金茂在限价热点城市布局较多，2020 年对存货和合

作项目的其他应收款计提了大额减值，未来仍有一定跌价风险。

表 8 2018—2020 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	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积	328.57	684.08	1129.10
签约销售金额	828.73	1515.17	2311.00
签约销售均价	2.52	2.21	2.05
结转面积	100.14	85.00	139.11
结转收入	227.19	237.49	473.83
结转均价	2.27	2.79	3.41

注：1. 签约销售面积及签约销售金额均为全口径数据，结转面积和结转收入为并表口径；2. 2019 年数据未作追溯调整，与 2019 年重述后财务数据有一定出入
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。但同时一级开发周期较长，土地出让有不确定性，对资金有一定占用。

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。2018—2020 年，上海金茂土地一级开发收入分别为 81.42 亿元、42.91 亿元和 69.84 亿元，波动较大。

截至 2021 年 3 月底，上海金茂共 5 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投资情况，尚需投资196.21 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。

表9 截至2021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	139.54	150.00
长沙梅溪湖国际新城项目一期长沙东片区	940.23	163.24	162.81	10.37
长沙梅溪湖国际新城项目二期长沙西片区	1268.00	--	9.77	1268.00
宁波生命科学城项目	428.00	159.23	26.77	386.00
嘉善上海之窗智慧科学城	181.04	46.82	20.85	156.90
合计	3197.07	886.31	359.74	1971.27

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

（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，主要位于一二线城市。2018—

2020 年，上海金茂主要投资物业租金收入逐年增长，出租率维持在较高水平。截至2020 年底，投资性房地产入账价值122.48 亿元，公允价值变动91.49 亿元，增值率74.70%；受限投资性房地产115.38 亿元，受限占比53.92%，再融资空间不大。

表10 2018—2020 年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		
			2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
北京凯晨世贸中心	19.45	11.13	6.55	6.72	6.71	99.60	100.00	100.00
中化大厦	4.91	4.04	1.08	1.11	1.13	100.00	100.00	96.10
南京玄武湖金茂广场一期项目（含酒店）	22.58	5.48	0.62	0.71	0.74	88.50	86.20	93.20
长沙梅溪湖研发中心	13.29	1.09	0.11	0.10	0.10	100.00	100.00	100.00
合计	60.23	21.74	8.36	8.64	8.68	--	--	--

资料来源：公开资料

（5）经营效率

2018—2020 年，上海金茂流动资产和总资产周转次数波动下降，存货周转次数波动上升。从同业比较来看，上海金茂运营效率处于下游水平。

2018—2020 年，上海金茂流动资产周转次数分别为0.20 次、0.17 次和0.19 次；存货周转次数分别为0.22 次、0.21 次和0.28 次；总资产周转次数分别为0.17 次、0.15 次和0.16 次。从与同行业公司比较来看，上海金茂运营效率处于下游水平。

表11 2020 年同行业公司经营效率指标情况（单位：次）

公司	流动资产周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
保利发展控股集团股份有限公司	0.23	0.25	0.21
建发房地产集团有限公司	0.34	0.38	0.31
万科企业股份有限公司	0.28	0.31	0.23
金地（集团）股份有限公司	0.28	0.34	0.23
上海金茂	0.21	0.29	0.17

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

5. 财务分析

(1) 财务概况

上海金茂提供的 2018—2020 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。

合并范围方面，2019 年，上海金茂新纳入合并范围公司 101 家，不再纳入合并范围公司 10 家；2020 年，上海金茂新纳入合并范围子公司 102 家，不再纳入合并范围子公司 10 家。2021 年 1—6 月，上海金茂新纳入合并范围子公司 30 家，不再纳入合并范围子公司 11 家。上海金茂合并范围变化较大，财务数据可比性一般。财务分析中 2019 年度数据采用 2020 年财务报告追溯调整后数据。

截至2020年底，上海金茂合并资产总额3669.46亿元，所有者权益880.79亿元（含少数股东权益702.64亿元）。2020年，上海金茂实现营业收入566.80亿元，利润总额89.18亿元。

截至2021年6月底，上海金茂合并资产总额4095.77亿元，所有者权益918.44亿元（含少数股东权益718.45亿元）；2021年1—6月，上海金茂实现营业收入262.97亿元，利润总额52.10亿元。

(2) 资产质量

2018—2020年，上海金茂资产规模持续增长；资产中流动资产占比很高；货币资金增长较快；其他应收款规模较大，且计提了大额减值，资金受控股股东调配，资金独立性一般；存货计提了较大跌价准备，且仍存在跌价风险；合作开发力度较大导致长期股权投资快速增长，长期股权投资收益可观；公允价值变动增幅合理；资产受限程度一般。总体看，上海金茂资产流动性较强，资产质量较好。

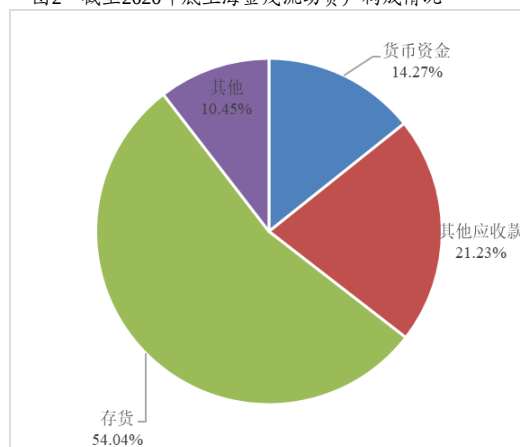
2018—2020年末，上海金茂资产规模持续增长，年均复合增长28.40%。截至2020年底，上海金茂合并资产总额3669.46亿元，较上年底增长14.14%，主要系流动资产中的货币资金和存货增加所致。其中，流动资产占84.45%，非

流动资产占15.55%。上海金茂资产仍以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

2018—2020年末，上海金茂流动资产规模持续增长，年均复合增长29.04%。截至2020年底，上海金茂流动资产3098.70亿元，较上年底增长13.64%，主要系存货和货币资金增加所致。流动资产构成如下图。

图2 截至2020年底上海金茂流动资产构成情况



资料来源：上海金茂财务报告

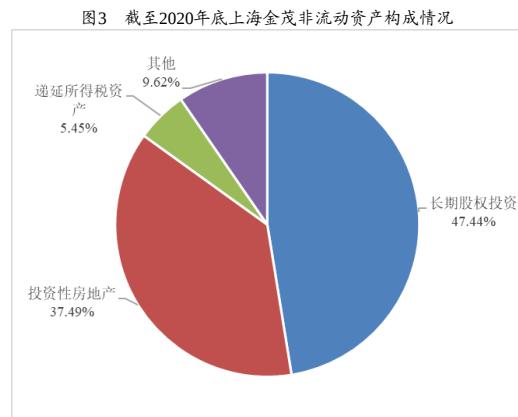
2018—2020年末，上海金茂货币资金持续增长，年均复合增长49.26%。截至2020年底，上海金茂货币资金442.22亿元，较上年底增长93.18%，主要系签约销售回款大幅增加所致。货币资金中有81.23亿元受限资金，受限比例为18.37%，主要为预收账款受限部分67.55亿元。

2018—2020年末，上海金茂其他应收款波动增长，年均复合增长13.40%。截至2020年底，上海金茂其他应收款709.10亿元，较上年底下降10.41%。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。此外，上海金茂对合作开发项目也有其他应收款。其他应收款计提坏账准备由上年末的22.96万元大幅增加至13.21亿元，主要系对土地成本较高同时受限价影响的联合营项目的应收款计提坏账准备所致。其他应收款前五名欠款方账面余额占比15.49%，集中度较低；账龄1年以内的占99.98%，账龄短。

2018—2020年末，上海金茂存货持续增长，年均复合增长26.96%。截至2020年底，上海金茂存货1674.67亿元，较上年底增长8.29%，主要系开发建设投入所致。存货累计计提跌价准备由上年底的0.10亿元大幅增加至29.36亿元，主要系部分热点城市项目拿地价格较高，同时受到限价政策影响，对这些项目计提跌价准备所致。考虑到房地产调控常态化，上海金茂在限价城市布局较多，存货仍有一定跌价风险。

非流动资产

2018—2020年末，上海金茂非流动资产规模持续增长，年均复合增长25.11%。截至2020年底，上海金茂非流动资产570.76亿元，较上年底增长16.94%，主要系长期股权投资和递延所得税资产增加所致。非流动资产构成如下图。



资料来源：上海金茂财务报告

2018—2020年末，上海金茂长期股权投资持续增长，年均复合增长58.48%。截至2020年底，上海金茂长期股权投资270.77亿元，较上年底增长49.28%，主要系合作项目增加所致。2020年长期股权投资实现收益37.74亿元（包含处置收益）。

2018—2020年末，上海金茂投资性房地产持续增长，年均复合增长7.80%。截至2020年底，上海金茂投资性房地产213.97亿元，较上年底增长5.85%，主要系公允价值变动所致。投资性房地产入账价值122.48亿元，公允价值变动91.49亿元，增值率42.76%，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。

受限资产方面，截至2020年底，上海金茂资产受限比例为23.84%，受限比例一般。

表12 截至2020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
货币资金	81.23	主要为预售监管资金
存货	677.11	借款抵押
投资性房地产	115.38	借款抵押
固定资产	0.80	融资租赁
应收账款	0.20	融资租赁
合计	874.71	--

资料来源：上海金茂提供

截至2021年6月底，上海金茂合并资产总额4095.77亿元，较上年底增长11.62%，主要系存货增加所致。其中，流动资产占84.04%，非流动资产占15.96%。上海金茂资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

（3）资本结构

所有者权益

2018—2020年，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，稳定性弱。

2018—2020年末，上海金茂所有者权益持续增长，年均复合增长33.73%。截至2020年底，上海金茂所有者权益880.79亿元，较上年底增长30.79%，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比为20.23%，少数股东权益占比为79.77%，少数股东权益占比较上年底上升13.57个百分点。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、未分配利润、少数股东权益分别占0.07%、0.25%、0.17%、17.46%和79.77%。所有者权益结构稳定性弱。

截至2021年6月底，上海金茂所有者权益918.44亿元，较上年底增长4.28%，所有者权益结构较年初变化不大。

负债

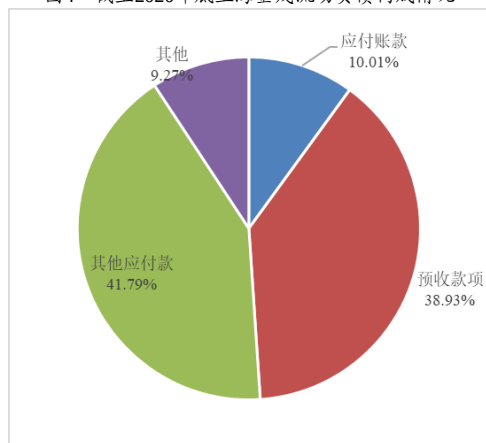
2018—2020年末，上海金茂负债持续增长；流动负债占比高，但其中预收款项和以关联方借款为主的其他应付款占比较大，流动性压力

一般；预收账款增速较快，未来结转收入规模有望进一步上升；表内债务负担较轻，但表外项目较多，有一定规模的表外或有负债。

2018—2020年末，上海金茂负债规模持续增长，年均复合增长26.85%。截至2020年底，上海金茂负债总额2788.67亿元，较上年底增长9.73%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占81.65%，非流动负债占18.35%。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。

2018—2020年末，上海金茂流动负债持续增长，年均复合增长30.61%。截至2020年底，上海金茂流动负债2276.88亿元，较上年底增长8.68%，主要系预收款项增长所致。上海金茂流动负债构成如下图。

图4 截至2020年底上海金茂流动负债构成情况



资料来源：上海金茂财务报告

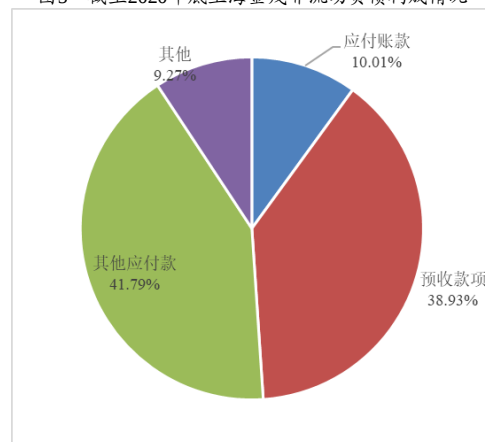
2018—2020年末，上海金茂应付账款持续增长，年均复合增长63.91%。截至2020年底，上海金茂应付账款227.97亿元，较上年底增长53.11%，主要系应付工程款增加所致。应付账款账龄以1年以内为主（占99.32%）。

2018—2020年末，上海金茂其他应付款波动增长，年均复合增长15.06%。截至2020年底，上海金茂其他应付款997.70亿元，较上年底下降8.88%，主要系关联方往来款项和应付少数股东款项减少所致。其他应付款主要为关联方往来款（占84.50%）、外部单位往来款（占8.78%）和应付少数股东款项（占3.73%）。其他应付款中账龄以一年以内的为主（占73.37%）。

2018—2020年末，上海金茂预收款项持续增长，年均复合增长79.18%。截至2020年底，上海金茂预收款项886.33亿元，较上年底增长37.09%，主要系签约销售金额增速较快所致。预收款项账龄以一年以内为主，占比93.99%。

2018—2020年末，上海金茂非流动负债持续增长，年均复合增长13.34%。截至2020年底，上海金茂非流动负债511.78亿元，较上年底增长14.65%，主要系应付债券增加所致。上海金茂非流动负债构成如下图。

图5 截至2020年底上海金茂非流动负债构成情况



资料来源：上海金茂财务报告

2018—2020年末，上海金茂长期借款持续增长，年均复合增长2.10%。截至2020年底，上海金茂长期借款376.95亿元，较上年底增长1.97%，变化不大。长期借款中质押借款占1.81%，抵押借款占46.28%，保证借款占43.30%，信用借款占8.61%。

2018—2020年末，上海金茂应付债券持续增长，年均复合增长340.73%。截至2020年底，上海金茂应付债券88.00亿元，较上年底增长131.58%，主要系当年发行“20金茂投资MTN001”和“20金茂投资MTN002”所致。

截至2021年6月底，上海金茂负债总额3177.33亿元，较上年底增长13.94%，主要系一年内到期的非流动负债和其他流动负债增加所致。其中，流动负债占83.97%，非流动负债占16.03%。上海金茂以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表 13 上海金茂有息债务规模及债务指标情况
(单位: 亿元、%)

科目	2018年	2019年	2020年	2021年6月
短期债务	203.15	155.16	118.16	152.24
长期债务	366.16	408.39	465.67	450.54
全部债务	569.31	563.54	583.83	602.78
资产负债率	77.87	79.05	76.00	77.58
全部债务资本化比率	53.62	45.56	39.86	39.62
长期债务资本化比率	42.64	37.75	34.59	32.91

资料来源: 联合资信根据上海金茂财务报告整理

有息债务方面, 2018—2021 年 6 月末, 上海金茂债务规模波动上升; 资产负债变化不大, 全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续下降, 表内债务负担较轻, 但上海金茂合作开发项目较多, 有一定体量的表外债务。

如将永续债调入长期债务, 截至 2021 年 6 月底, 上海金茂全部债务增至 623.28 亿元。债务结构方面, 短期债务 152.24 亿元(占 24.43%), 长期债务 471.04 亿元(占 75.57%)。从债务指标来看, 截至 2021 年 6 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 78.08%、40.97%和 34.41%, 较调整前分别上升 0.50 个百分点、1.35 个百分点和 1.50 个百分点。

(4) 盈利能力

2018—2020年, 上海金茂营业收入增幅较快, 但2020年资产减值规模较大, 对营业利润侵蚀严重; 随着经营规模扩大, 销售费用和管理费用增加较多, 但利息收入的大幅增加导致上海金茂费用总额变化不大; 未并表的合作项目较多, 投资收益对营业利润贡献较大; 盈利能力与同业相比处于下游水平。

2018—2020年, 上海金茂营业收入持续增长, 年均复合增长32.27%。2018—2020年, 上海金茂利润总额分别为84.05亿元、82.02亿元、89.18亿元, 波动增长, 年均复合增长3.01%, 增幅远低于营业收入增幅, 主要系2020年计提大额资产减值所致。

从期间费用看, 2018—2020年, 上海金茂费用总额持续下降, 年均复合下降15.55%, 主

要系利息收入大幅增加, 同时费用化利息支出较少, 财务费用减少所致。同期, 上海金茂销售费用年均复合增长49.02%, 低于同期销售金额年均66.99%的增幅; 管理费用年均复合增长38.01%, 同样低于同期销售金额增幅, 但高于资产总额增幅。总体看上海金茂费用控制能力尚可。

2018—2020年, 上海金茂投资收益分别为9.69亿元、28.47亿元和39.50亿元, 分别占当年营业利润的11.59%、36.35%和45.28%, 对营业利润影响大。投资收益主要来自未并表房地产项目, 为上海金茂主营业务, 可持续性较强。2020年, 上海金茂计提资产减值损失42.47亿元(存货跌价损失29.26亿元, 其他应收款坏账损失13.21亿元), 对利润影响很大。

盈利指标方面, 2018—2020年, 上海金茂总资本收益率分别为7.94%、7.04%和6.20%, 波动下降; 净资产收益率分别为12.39%、9.64%和7.71%, 持续下降。从同行业公司对比来看, 上海金茂盈利能力指标均处于下游水平。

表14 2020年房地产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
保利发展控股集团股份有限公司	32.56	4.90	17.22
建发房地产集团有限公司	23.32	4.45	18.81
万科企业股份有限公司	29.25	4.65	20.13
金地(集团)股份有限公司	32.86	5.28	18.64
上海金茂	21.16	2.25	16.35

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

2021 年 1—6 月, 上海金茂实现营业收入 262.97 亿元, 同比增长 150.97%; 当期综合毛利率为 20.76%; 净利润 42.01 亿元, 同比减少 10.10%, 主要系当期投资收益同比大幅减少所致。

(5) 现金流

2018—2020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; 随着合作项目进入结利期, 投资活动现金流转为

净流入；2020年筹资活动前现金流净流入规模较大，外部筹资压力有所缓解。

表15 2018—2020年和2021年1—6月上海金茂现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—6月
经营活动现金流入小计	1786.55	1905.54	2739.63	1572.08
经营活动现金流出小计	1974.00	1766.96	2453.14	1488.05
经营现金流量净额	-187.46	138.58	286.49	84.03
投资活动现金流入小计	178.59	199.21	329.29	91.13
投资活动现金流出小计	348.68	297.13	311.91	126.59
投资活动现金流量净额	-170.09	-97.92	17.37	-35.46
筹资活动前现金流量净额	-357.55	40.66	303.86	48.57
筹资活动现金流入小计	810.04	661.17	1137.16	531.13
筹资活动现金流出小计	409.45	704.84	1244.21	580.16
筹资活动现金流量净额	400.59	-43.67	-107.05	-49.03

资料来源：上海金茂财务报告

从经营活动来看，2018—2020年，随着销售金额的增长，上海金茂经营活动现金流入持续增长，年均复合增长23.83%；同期，经营活动现金流出波动增长，年均复合增长11.48%；经营活动现金净额由负转正。

从投资活动来看，2018—2020年，随着表外项目增加，上海金茂投资活动现金流入持续增长，年均复合增长35.79%；投资活动现金流出波动下降，年均复合下降5.42%；投资活动现金净额由负转正。

2018—2020年，上海金茂筹资活动前现金流量净额由负转正，外部融资压力有所下降。

从筹资活动来看，2018—2020年，上海金茂筹资活动现金流入波动增长，年均复合增长18.48%；筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长74.32%；筹资活动现金净额由正转负。

2021年1—6月，上海金茂经营活动净流入基本覆盖投资和筹资活动净流出规模。

（6）母公司财务分析

上海金茂母公司货币资金少，权益规模很小且主要为永续债，债务负担很重。

截至2020年底，母公司资产总额817.63亿元，较上年底增长78.76%。其中，流动资产789.24亿元(占比96.53%)，非流动资产28.39亿元(占比3.47%)。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占92.53%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占97.83%）构成。截至2020

年底，母公司货币资金为16.13亿元。

截至2020年底，母公司负债总额800.60亿元，较上年底增长84.09%。其中，流动负债583.59亿元（占比72.89%），非流动负债217.01亿元（占比27.11%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（占96.70%）构成，非流动负债主要由长期借款（占59.45%）、应付债券（占40.55%）构成。母公司2020年资产负债率为97.92%，较2019年提高2.84个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务236.18亿元。其中，短期债务占8.12%、长期债务占91.88%；母公司全部债务资本化比率93.28%，母公司债务负担很重。

截至2020年底，母公司所有者权益为17.02亿元，较上年底下降24.37%。在所有者权益中，实收资本占3.45%、资本公积占4.80%、未分配利润占-25.83%、盈余公积占0.11%、其他权益工具占117.48%。其他权益工具占比高，权益稳定性很弱。

2020年，母公司营业收入为0.22亿元，利润总额为1.60亿元。同期，母公司投资收益为0.13亿元。

现金流方面，截至2020年底，上海金茂母公司经营活动现金流净额为-70.04亿元，投资活动现金流净额-7.01亿元，筹资活动现金流净额89.43亿元。

截至2020年底，母公司资产占合并口径的

22.28%；母公司负债占合并口径的28.71%；母公司所有者权益占合并口径的1.93%；母公司营业收入占合并口径的0.04%；母公司利润总额占合并口径的1.80%；母公司全部债务占合并口径的40.45%。

（7）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。

表 16 上海金茂偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
短期偿债能力指标	流动比率	139.43	130.15	136.09	129.01
	速动比率	61.59	56.34	62.54	56.18
	现金类资产/短期债务	0.98	1.48	3.75	2.96
长期偿债能力指标	EBITDA	108.64	129.54	113.43	--
	EBITDA 利息倍数	3.16	4.06	2.44	--
	全部债务/EBITDA	5.24	4.35	5.15	--

资料来源：联合资信根据上海金茂财务报告整理

从短期偿债能力指标看，2018—2020年末，上海金茂流动比率波动下降；速动比率波动上升，流动资产对流动负债的保障程度较高；现金短期债务比持续上升，对短期债务覆盖程度高。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，2018—2020年，上海金茂EBITDA波动增长，EBITDA利息倍数波动下降，EBITDA对利息的覆盖程度一般；全部债务/EBITDA波动下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度较高。整体看，上海金茂长期债务偿债能力较强。

截至2021年6月底，上海金茂对外担保余额

321.98亿元，占净资产的36.56%，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年底，上海金茂合计授信额度1011.44亿元，已使用486.82亿元，未使用524.62亿元，上海金茂间接融资渠道通畅。

6. 综合评价

基于对上海金茂主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，上海金茂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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	199.27	229.71	443.57	450.21
资产总额 (亿元)	2225.68	3214.82	3669.46	4095.77
所有者权益 (亿元)	492.53	673.42	880.79	918.44
短期债务 (亿元)	203.15	155.16	118.16	152.24
长期债务 (亿元)	366.16	408.39	465.67	450.54
全部债务 (亿元)	569.31	563.54	583.83	602.78
营业收入 (亿元)	323.97	297.91	566.80	262.97
利润总额 (亿元)	84.04	82.02	89.18	52.10
EBITDA (亿元)	108.64	105.61	113.43	--
经营性净现金流 (亿元)	-187.46	136.04	286.49	84.03
财务指标				
流动资产周转次数 (次)	43.68	27.16	56.42	--
存货周转次数 (次)	0.22	0.16	0.28	--
总资产周转次数 (次)	0.17	0.11	0.16	--
现金收入比 (%)	111.79	171.78	152.74	169.80
营业利润率 (%)	34.03	24.96	18.97	17.81
总资本收益率 (%)	7.94	7.04	6.20	--
净资产收益率 (%)	12.39	9.64	7.71	--
长期债务资本化比率 (%)	42.64	37.75	34.59	32.91
全部债务资本化比率 (%)	53.62	45.56	39.86	39.62
资产负债率 (%)	77.87	79.05	76.00	77.58
流动比率 (%)	139.43	130.15	136.09	129.01
速动比率 (%)	61.59	56.34	62.54	56.18
经营现金流动负债比 (%)	-14.04	6.49	12.58	--
现金短期债务比 (倍)	0.98	1.48	3.75	2.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.16	3.31	2.44	--
全部债务/EBITDA (倍)	5.24	5.34	5.15	--

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. 上海金茂 2021 年 1-6 月财务数据未经审计, 相关指标未予年化

资料来源: 联合资信根据上海金茂审计报告和财务报告整理

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	
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 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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	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	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	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	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

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 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 年度第五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 年度第五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 年度第五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 年度第五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 年度第五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 年度第五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 年度第五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 年度第五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 年度第五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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 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。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。