



信用等级通知书

信评委函字[2020]G034-F1-X号

金科地产集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“金科地产集团股份有限公司2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零二零年二月十三日

金科地产集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	金科地产集团股份有限公司
发行规模	本期债券发行总额为不超过 50 亿元，分期发行，本期为首期发行，首期发行规模不超过 23 亿元
债券期限	本期债券品种一为 3 年期（附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）、本期债券品种二为 5 年期（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）
债券利率	本期债券票面利率为固定利率，最终票面利率由发行人和承销商通过市场询价协商确定
付息方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

金科股份	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益（亿元）	225.32	223.66	377.67	470.36
总资产（亿元）	1,092.49	1,573.64	2,306.99	2,912.30
总债务（亿元）	447.22	680.86	848.16	1,052.29
营业收入（亿元）	322.35	347.58	412.34	432.03
营业毛利率（%）	20.74	21.32	28.57	30.10
EBITDA（亿元）	28.21	36.20	59.91	-
所有者权益收益率（%）	7.95	10.22	10.65	13.22
资产负债率（%）	79.38	85.79	83.63	83.85
净负债率（%）	120.17	221.13	145.54	157.89
总债务/EBITDA（X）	15.85	18.81	14.16	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.90	1.03	1.19	-

注：1、2016~2019.Q3 长期应付款中应付融资租赁款已调至长期债务核算；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3、2019.Q3 所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“金科地产集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券的安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定金科地产集团股份有限公司（以下简称“金科股份”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体金科股份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。中诚信证评肯定了金科股份在重庆区域领先的市场地位和竞争优势，持续增长的销售业绩和丰富的待结转资源，项目储备充裕且区域布局较好，以及较为充足的流动性来源等因素对公司信用水平的支持。同时，中诚信证评也关注到房地产行业景气度波动，公司债务规模上升较快且杠杆比例较高，以及股权结构变化等因素可能对公司信用质量产生的影响。

正 面

- 领先的区域市场地位和竞争优势。作为起步于重庆的房地产企业，公司在重庆及周边房地产市场具有很强的区域竞争实力及品牌知名度，近年来公司在重庆区域开发规模、销售金额位居前列，市场占有率亦逐年提升，重庆本土区域优势显著。
- 项目储备充裕且区域布局良好。近年来公司在保持重庆区域竞争优势的同时，坚持“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”的土地拓展战略，土地储备不断扩充且区域布局较好。截至 2019 年 9 月末公司储备项目剩余可售面积合计约 6,008 万平方米，其中分布于重庆、济南、合肥、天津、成都和长沙等国内主要一、二线城市项目可售面积合计占比约达到总储备的 49.42%。
- 销售业绩增长较快，待结转资源丰富。得益于重庆区域领先的市场地位，契合市场需求的推

分析师

蒋 鹏 tjiang@ccxr.com.cn李 昂 ali@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2020 年 2 月 13 日

盘节奏和产品定位，及其布局的主要二线核心城市销售额增长明显，公司整体签约销售业绩快速提升，近三年签约销售金额年均复合增长率为 92.98%。同时，公司较大规模的已售待结算资源对其未来业绩保持提供保障。

- 较为充足的流动性来源。近年来，受益于持续增长的签约销售金额以及较为顺畅的直接与间接融资渠道，公司内外部流动性来源较为充足，为其房地产业务持续推进及债务的偿还提供有力支撑。

关 注

- 房地产行业景气度波动。在宏观经济增速放缓、房地产市场结构性供求矛盾凸显的背景下，房地产行业景气度仍呈现波动，行业竞争日益加剧，区域市场分化加深，部分三、四线城市仍然面临较大去化压力，应关注公司项目储备中相关区域的未来去化情况。
- 债务规模上升较快，杠杆比例处于较高水平。截至 2019 年 9 月末，公司总债务为 1,052.29 亿元，较年初增长 24.07%，净负债率为 157.89%。同期末，公司短期债务为 343.99 亿元，占总债务的比例为 32.69%，货币资金对短期债务不能完全覆盖，面临一定再融资压力。
- 股权结构变化的影响。截至 2019 年 9 月末，公司实际控制人及其一致行动人与融创中国控股有限公司全资控股的子公司持有公司的股权较为接近，且 2019 年上半年二者的持股比例仍处于变化之中，未来公司股权结构变化对治理结构产生的影响值得关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

概 况

发债主体概况

金科地产集团股份有限公司（以下简称“金科股份”或“公司”）前身为重庆东源钢业股份有限公司（以下简称“东源钢业”），东源钢业系 1987 年 3 月由原重庆钢铁公司第四钢铁厂改组设立，并于 1996 年 11 月在深圳证券交易所上市，股票代码 000656，上市时总股本为 1.87 亿元。2011 年，黄红云、陶虹遐夫妇及其全资持有的重庆市金科投资有限公司合计持有公司股份 48.27%，成为公司控股股东，并变更公司名称为现名，之后亦多次定向增发、权益分派及向特定对象进行股权激励等。2016 年 9 月公司向特定对象非公开发行人民币普通股（A 股）股票后，融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”）的下属全资子公司天津聚金物业管理有限公司（以下简称“天津聚金”）通过定增认购金科股份股票；同时，2016 年 11 月至 2017 年 12 月，融创中国下属全资子公司天津润泽物业管理有限公司（以下简称“天津润泽”）和天津润鼎物业管理有限公司（以下简称“天津润鼎”）亦通过二级市场不断增持金科股份股票。

2017 年 4 月 1 日，实际控制人黄红云先生和陶虹遐女士共同控制关系解除并签署《一致行动协议》，实际控制人由黄红云先生和陶虹遐女士变更为黄红云先生，陶虹遐女士为黄红云先生之一致行动人。2018 年 10 月 28 日，金科股份发布公告称，实际控制人黄红云先生与黄斯诗女士签署《一致行动协议》，黄斯诗女士成为黄红云先生之一致行动人。截至《一致行动协议》签署日，黄斯诗持有公司 2.3145% 的股份，《一致行动协议》签署后黄红云及其一致行动人陶虹遐、黄斯诗通过直接和间接合计将持有公司 29.9925% 的股份，黄红云为公司实际控制人。

截至 2019 年 9 月 30 日，融创中国控制的天津聚金、天津润泽和天津润鼎合计持有公司 29.3506% 的股份，黄红云及其一致行动人陶虹遐、黄斯诗通过直接和间接合计持有公司 29.9925% 的股份，公司实际控制人为自然人黄红云。

公司以房地产开发为主，社区生活服务、酒店

经营管理、园林、装饰和新能源发电等相关多元化产业经营为辅，拥有房地产开发壹级资质。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司总资产 2,306.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 377.67 亿元，资产负债率为 83.63%；当期实现营业总收入 412.34 亿元，取得净利润 40.21 亿元，经营活动净现金流 13.29 亿元。

截至 2019 年 9 月 30 日，公司总资产 2,912.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 470.36 亿元，资产负债率为 83.85%；当期实现营业总收入 432.03 亿元，取得净利润 46.62 亿元，经营活动净现金流-54.57 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	金科地产集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	本期债券发行总额为不超过 50 亿元，分期发行，本期为首期发行，首期发行规模不超过 23 亿元
债券期限	本期债券品种一为 3 年期（附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）、本期债券品种二为 5 年期（附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和债券持有人回售选择权）
票面金额和发行价格	每张面值 100 元，按面值平价发行
债券利率	本期债券票面利率为固定利率，最终票面利率由发行人和承销商通过市场询价协商确定
付息方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还到期或回售的公司债券

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

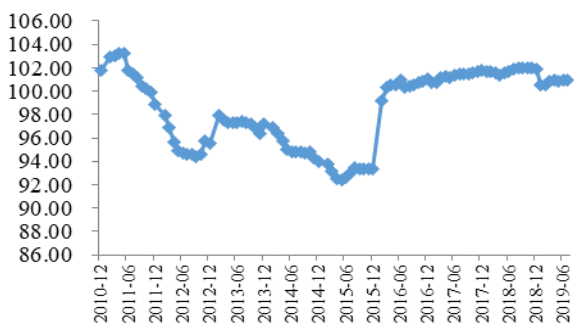
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010 年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；

2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入 2018 年，各线城市调控政策持续高压，1~4 月国房景气度持续回落，但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~9 月期间国房景气度有所回升，9 月份上涨至 102.01 点。9~12 月，国房景气指数小幅回落，12 月为 101.85 点，比 9 月份下降 0.16 点。2019 年 1 月国房指数降至 100.57 点，2~6 月小幅波动上升，于 6 月达到 100.90 点。

图 1：2011~2019.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2019.H1 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，受益于宽松的行业政策，2016 年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来，各线城市调控政策未出现明显放松，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年全国房地产开发投资较上年同期增长 9.53%至 120,264 亿元，增速较上年同期上升 2.49 个百分点。2019 年 1~6 月全国房地产开发投资较上年同期增长 10.9%至 61,609 亿元，增速较上年同期上升 1.2 个百分点。房地产开发投资资金的到位情况方面，2016~2018 年房地产开发企业到位资金分别为 144,214 亿元、156,053 亿元和 165,963 亿元，年均复合增长率 7.3%；同期增速分别为 15.2%、8.2%和 6.4%。从资金来源来看，房企资金来源中自筹资金规模呈上升趋势，分别为 49,133 亿元、50,872 亿元和 55,831 亿元，占比分别为 34.1%、32.6%和 33.6%；定金及预收款规模及其占比呈快速上升态势，2016~2018 年房企资金来源中定金及预收款规模为 41,952 亿元、48,694 亿元和 55,418 亿元，占比从 2016 年的 29.1%上升至 2018 年的 33.4%；同期国内贷款分别为 21,512 亿元、25,242 亿元和 24,005 亿元，个人按揭贷款分别为 24,403 亿元、23,906 亿元和 23,706 亿元，受外部资金环境紧缩影响，2018 年国内贷款和个人按揭贷款同比分别下降 4.9%和 0.8%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性提高。2019 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 84,966 亿元，较上年同期增长 7.2%，增速提高 2.6 个百分点。其中，自筹资金和定金及预收款同比分别增长 4.7%和 9.0%至 26,731 亿元和 28,465 亿元，增速有所放缓，占比分别为 31.5%和 33.5%；国内贷款和个人按揭贷款分别为 13,330 亿元和 12,806 亿元，同比分别增长 8.4%和 11.1%。

表 2：2016~2019.H1 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2016	2017	2018	2019.H1
资金来源合计	144,214	156,053	165,963	84,966
同比增长	15.2	8.2	6.4	7.2
其中：				
自筹资金	49,133	50,872	55,831	26,731
占比	34.1	32.6	33.6	31.5
同比增长	0.2	3.5	9.7	4.7
国内贷款	21,512	25,242	24,005	13,330
占比	14.9	16.2	14.5	15.7
同比增长	6.4	17.3	-4.9	8.4
利用外资	140	168	108	43
占比	0.1	0.1	0.1	0.1
同比增长	-52.6	19.8	-35.8	51.8
定金及预收款	41,952	48,694	55,418	28,465
占比	29.1	31.2	33.4	33.5
同比增长	29.0	16.1	13.8	9.0
个人按揭贷款	24,403	23,906	23,706	12,806
占比	16.9	15.3	14.3	15.1
同比增长	46.5	-2.0	-0.8	11.1

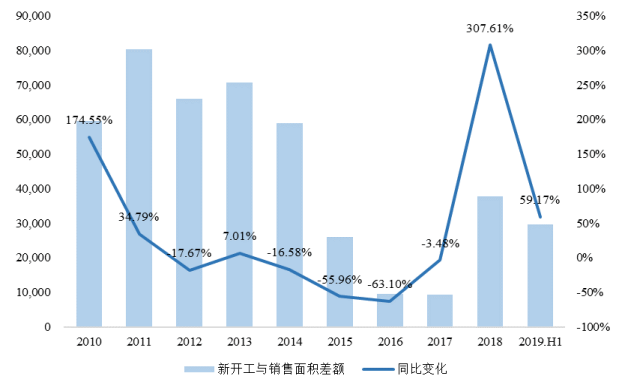
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现稳步增长态势。具体来看，2016 年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。2017 年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，增速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为 9,246 万平方米，同比下降 3.5%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018 年商品房新开工面积完成 209,342 万平方米，同比增长 17.2%，增速比 2017 年提高 10.2 个百分点。从新开工面积与销售面积的差额来看，2018 年，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长 307.6%至 37,688 万平方米。2019 年上半年房地产开发企业房屋新开工面积为 105,509 万平方米，较上年同期增长 10.12%，

新开工面积量处于较高水平但增速有所回落；从新开工面积与销售面积的差额来看，2019 年 1~6 月，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长 59.17%至 29,723 万平方米。

图 3：2010~2019.H1 商品房新开工与销售面积差额

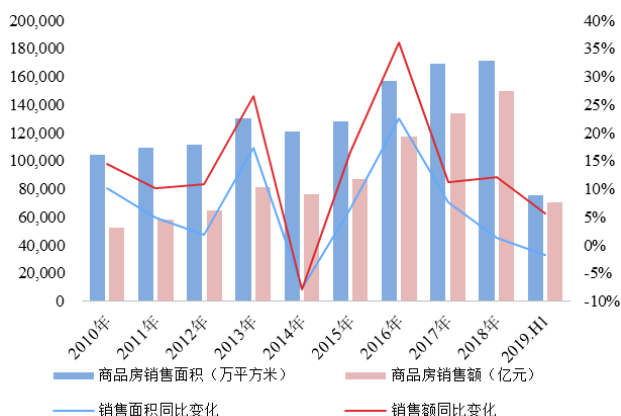
单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，2016 年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，分别同比增长 22.5%和 34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长 22.4%和 36.1%。2017 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.7%和 13.7%。2018 年，全国商品房销售面积和销售额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3%和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.47 个百分点，受房地产调控政策持续的影响，房地产销售增速放缓明显。其中，2018 年住宅销售面积同比增长 2.2%，销售额同比增长 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。2019 年 1~6 月，全国商品房销售面积和销售额分别为 75,786 万平方米和 70,698 亿元，同比分别下降 1.8%和增长 5.6%，销售额增速同比下降 7.6 个百分点，随着“因城施策”贯彻落实，房地产销售显著降温。

图 4：2010~2019.H1 商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

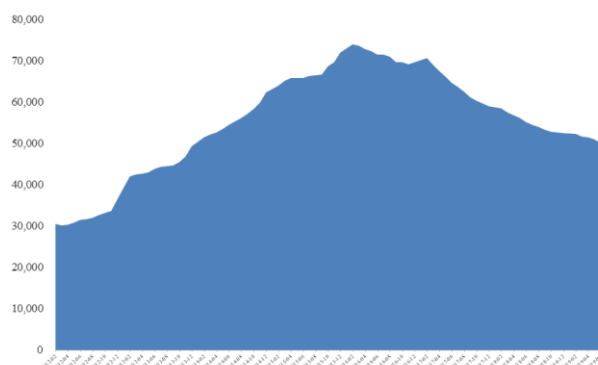
从不同区域的销售情况来看，2018 年东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域。2018 年，东部地区商品房销售额 79,258 亿元，同比增长 6.5%；中部地区商品房销售额 33,848 亿元，同比增长 18.1%；西部地区商品房销售额 31,127 亿元，同比增长 23.4%；东北地区商品房销售额 5,740 亿元，同比增长 7.0%。2018 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售增速高于东部地区。2019 年 1~6 月，东部地区实现商品房销售额 37,716 亿元，同比增长 4.7%；中部地区商品房销售额 15,353 亿元，同比增长 6.1%；西部地区商品房销售额 15,178 亿元，同比增长 8.4%；东北地区商品房销售额 2,451 亿元，同比增长 0.9%，各区域销售额增速均呈回落趋势。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。2019 年 1~6 月全国 100 个城市住宅

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

均价持续呈现逐月增长的态势，2019 年 6 月全国 100 个城市住宅均价为 14,891 元/平方米，较年初小幅增长 1.45%；其中，一线城市住宅均价 41,486 元/平方米，较年初小幅增长 0.29%；二线城市住宅均价 13,859 元/平方米，较年初增长 2.04%；三线城市住宅均价 9,279 元/平方米，较年初增长 2.40%。总体来看，受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，近年来全国住宅房价增速有所下降。

图 5：2012~2019.H1 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 69,539 万平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58,923 万平方米，环比减少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。2018 年以来全国商品房待售面积进一步下降，截至 2018 年末为 52,414 万平方米，较上年末减少 6,510 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~12 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年进一步缩短至 3.7 个月。截至 2019 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 50,162 万平方米，较上年末减少 2,252 万平方米。从去化周期来看，以 2019 年 1~6 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期为 3.97 个月，受房地产销售景气度下降影响，库存商品房去化周期有所上升。

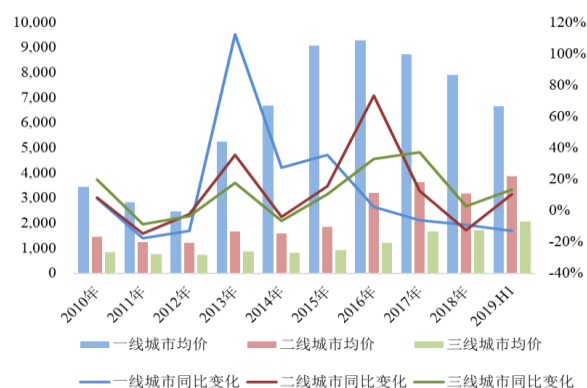
土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景

下,近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏,推动了房企补充库存的意愿,2016~2018年我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,025万平方米、25,508万平方米和29,142万平方米,同比增速分别为-3.45%、15.81%和14.25%;同期土地成交价款分别为9,129亿元、13,643亿元和16,102亿元,增速分别为19.77%、49.45%和18.02%,2018年增速较上年大幅下降31.43个百分点。土地购置成本增速亦有回调,2016~2018年房地产企业土地购置成本分别为4,144.84元/平方米、5,348.52元/平方米和5,525.36元/平方米,同比分别增长24.05%、29.04%和3.31%,2018年增速较上年大幅下降25.73个百分点,表明在融资环境紧缩及销售景气度下降的背景下,房企拿地回归理性。2019年1~6月,房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为8,035万平方米和3,811亿元,分别同比下降27.5%和27.6%;同期土地购置成本为4,743.00元/平方米,同比下降0.14%,2019年以来房企拿地投资意愿降低,土地投资整体较为低迷。从不同能级城市来看,近年来不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交均价的涨幅在2013年达到顶点后逐步呈现下降态势,而土地成交均价则持续增长至2016年到达顶点,2017年以来一线城市土地成交均价持续回落,2018年一线城市土地成交均价及溢价率分别为7,925.80元/平方米和5.38%,2019年上半年,一线城市土地成交均价持续下降至6,661.95元/平方米,而溢价率则回升至11.79%。二线城市土地成交均价于2013~2015年间小幅波动增长,而2016年二线城市土地成交均价大幅增长73.67%至3,221.65元/平方米,平均溢价率同比上升35.57个百分点至56.08%,2017年以来土地市场热度持续减弱,2018年二线城市土地成交均价为3,189.58元/平方米,同比下降12.24%,溢价率回落至13.60%。2019年上半年,二线城市土地成交楼面均价为3,874.71元/平方米,同比增长18.47%,溢价率为18.92%。三线城市成交土地均价于2016年以来维持高位增长,2016年和2017年土地均价涨幅分别达33.05%和37.44%,平均溢价率分别为30.58%和30.90%,而2018年以

来亦出现回落,三线城市土地成交均价为1,728.86元/平方米,涨幅下滑至2.81%,平均溢价率则下降至15.35%,房企拿地更趋审慎。2019年上半年三线城市土地成交楼面均价为2,073.46元/平方米,同比增长13.46%,平均溢价率增长至19.56%。

图6: 2010~2019.H1 各能级城市土地成交情况

单位: 元/平方米



资料来源: WIND 数据, 中诚信证评整理

总体来看,房地产行业受外部环境及行业政策影响较大,受国内房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响,房地产住宅市场销售增速有所放缓,不同能级城市分化明显,房企拿地更趋理性。

行业政策

从房地产的发展过程来看,房地产行业是受政策影响较大的行业。2008年受金融危机的影响,房地产市场景气度下行,房价有所下降,随着国家陆续出台救市政策,房价止跌并快速回升。2010年以来,为了遏制房价快速上涨,国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策,各地纷纷出台相应的细化措施,强化行业政策的执行和监督力度。2011年,在“调结构,稳物价”的大背景下,中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地,“限购”、“限贷”等政策全面升级,限购城市从2010年的不足20个大幅增加近50个。2014年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策;同年,中央政府相继出台“央五条”、定向降准,随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》,从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015年以来,“去库存”仍是各项政

策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市，全国约有 50 余城市根据当地市场情况从多维度新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化调控。2018 年 6 月，北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深

入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳等 12 个城市作为住房租赁首批试点。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。同年 3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。同年 4 月，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》，支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。同年 5 月银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》明确表明支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道。同年 12 月，中央经济工作会议强调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 年上半年，房地产市场整体的政策基调仍为坚持“房住不炒”，4 月中央政治局会议再次强调“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”。同期住建部明确将房地产长效机制考核目标落实到年度、季度甚至月度，并对一季度房价、地价波动幅度较大的城市进行了预警提示。5 月，住建部又对近 3 个月新建商品住宅、二手住

宅价格指数累计涨幅较大的佛山、苏州、大连、南宁 4 个城市进行了预警提示。7 月中央政治局会议提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”，定调下半年房地产调控政策。

总体来看，2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”的主基调，各线城市继续落实分类调控，

提高调控的精准性，同时大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的房地产制度，短期调控和长效机制的衔接更为紧密。

表 3：2018 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2018.01	国土资源部和住房城乡建设部办公厅	同意沈阳、南京、杭州、合肥、厦门、郑州、武汉、广州、佛山、肇庆、成都等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，坚持按照区域协调发展和乡村振兴的要求，丰富住房用地供应渠道，建立租购并举的住房制度。
2018.03	中国人民银行、银保监会	要努力抑制居民杠杆率，重点控制居民杠杆率的过快增长，严控个人贷款违规流入股市和房市，继续遏制房地产泡沫化，严肃查处各类违规房地产融资行为。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	更好解决群众住房问题，进一步强调“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，落实地方主体责任，继续实行差别化调控，建立健全长效机制，促进房地产市场平稳健康发展。支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。
2018.04	中国证监会和住房城乡建设部《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》	支持试点城市住房租赁项目开展资产证券化，盘活住房租赁存量资产，提高资金使用效率，加快我国租赁市场的发展壮大。
2018.05	银保监会《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》	支持保险资金进入长租公寓市场，拓宽长租公寓市场的融资渠道，有利于发挥保险资金长期、稳定的优势，助推国家房地产调控长效机制的建设，加快房地产市场供给侧结构性改革。
2018.06	北京、上海等 30 个城市	北京、上海等 30 个城市率先开展为期半年的治理房地产市场乱象专项行动，对投机炒房、房企和中介公司违规行为等进行严厉打击，表明了政府坚决整治市场秩序，遏制房价上涨的决心。市场监管的方向和重心也从过去的控需求、管供给转向整秩序、治乱象。
2018.07	住房城乡建设部	公布 20 家违法违规房企及中介黑名单，直指哄抬房价、“黑中介”、捂盘惜售、虚假宣传等房地产市场乱象。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。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。
2018.08	住房城乡建设部座谈会	要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任，明确提出两点要求：其一，加快制定住房发展规划，调整住房和用地供应结构，大力发展住房租赁市场等。其二，坚决遏制投机炒房，并引入问责机制，对工作不力、市场波动大、未能实现调控目标的城市坚决问责。
2018.12	中央经济工作会议	强调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。
2019.02-05	中国人民银行	加强房地产金融审慎管理，落实房地产市场平稳健康发展长效机制；坚持房地产金融政策的连续性、稳定性。
2019.02-05	银保监会	继续紧盯房地产金融风险，对房地产开发贷款、个人按揭贷款继续实行审慎的贷款标准；对投机性房地产贷款严格控制，防止资金通过影子银行渠道进入房地产市场，房地产金融仍是防范风险的重点领域；继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长；严查房地产违规。
2019.03	两会政府工作报告	落实地方主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系；推进保障性住房建设和城镇棚户区改造。
2019.04	中央政治局会议	坚持房住不炒定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任长效调控机制。
2019.07	中央政治局会议	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。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在延续“房住不炒”为主基调的房地产调控政策影响下，房地产企业内外部流动性来源持续收紧，加之

房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

从内部流动性来源来看，2016 年，在相对宽松

的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016~2018 年，全国商品房销售金额为 117,627.05 亿元、133,701.31 亿元和 149,973.00 亿元，同比增速为 34.77%、13.67% 和 12.17%，增速呈逐年放缓趋势；同期住宅销售金额为 99,064.17 亿元、110,239.51 亿元和 126,393.00 亿元，同比增速为 36.13%、11.28% 和 14.65%。另外从开发资金到位情况来看，2016 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速同比下降 25.51 个百分点；2018 年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 8.99%，增速同比下降 0.43 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，目前房地产企业外部流动性来源主要来自于银行贷款、非银行金融机构贷款、债券等债权融资所产生的现金流。2018 年以来，《银行金融机构联合授信管理办法（试行）》、《商业银行委托贷款管理办法》等系列政策出台，银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；来源于非银行金融机构贷款金额分别为 3,354 亿元和 4,756 亿元，同比分别增长 19.84% 和 41.81%。而受融资环境趋紧影响，2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,025.96 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.67%，增速大幅下滑。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后

发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。2019 年以来融资渠道进一步收紧，2019 年 5 月银保监会发布《中国银保监会关于开展“巩固治乱象成果促进合规建设”工作的通知》（银保监发〔2019〕23 号）对银行、保险、信托、金融租赁公司、财务公司等银保监回辖内机构逐一点名，将房地产融资业务监管作为工作重点之一。2019 年 7 月国家发改委发布《对房地产企业发行外债申请备案登记有关要求的通知》对房企海外发债用途进行限制，仅能用于偿还一年内到期的海外债，同时加强了信息披露要求。与此同时，央行表示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。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升，房企规模分化格局持续加大。2018 年 TOP100 房企权益销售金额占全国销售额比重较上年上升 7.60 个百分点至 53.70%；TOP50 房企权益销售金额占比较上年上升 6.10 个百分点至 43.40%；TOP20 房企权益销售额占比达到 29.40%，较上年提升 3.30 个百分点；TOP10 房企权益销售金额占全国销售金额的比重为 21.30%，较上年上升 1.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升。2019 年 1~6 月，TOP100 房企权益销售额集

中度较上年末上升 0.8 个百分点至 54.50%。在行业增速放缓且面临不确定因素背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

表 4：2017~2019.H1 国内房企销售额集中度

	2017	2018	2019.H1
TOP3	9.40%	9.80%	10.50%
TOP10	19.50%	21.30%	22.70%
TOP20	26.10%	29.40%	31.20%
TOP50	37.30%	43.40%	45.00%
TOP100	46.10%	53.70%	54.50%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

显著的区域竞争优势

作为起步于重庆的房地产企业，金科股份自 1998 年在重庆成功开发第一个房地产项目——金科花园以来，凭借其较好的项目运作能力及产品创新能力，在重庆区域内开发了包括金科中央公园城、金科世界城、金科花园、金科天籁城、金科天元道等多个房地产项目，在区域积累了丰富的房地产开发经验。与此同时，公司坚持进行产品创新升级，自成立以来已经历三代产品的创新升级，公司第一代产品以洋房产品为代表，注重实用及外观设计；第二代产品致力打造更加完善的配套设施；公司第三代产品升级打造极具影响力的琼华、博翠和集美系列产品，并通过“地产+服务”模式提供更加优质的居住体验，同时积极创新商业模式，引入商业、产业、文旅等主题产品线，打造“X+住宅”开发模式，在重庆及周边市场建立了较为广泛的市场影响力。

受益于此，近年来金科股份在重庆市场销售规模及市场占有率逐年提升，2016~2018 年公司在重庆区域实现房地产销售额 147 亿元、304 亿元和 470 亿元，三年年均复合增长率 78.81%；在重庆房地产市场市场份额分别为 4.43%、6.71%和 8.79%。根据 2016~2018 年克尔瑞统计排名显示，金科股份权益销售金额在重庆市场排名分别位列第 4 名、第 1 名

和第 1 名，重庆本土优势显著。从项目储备来看，截至 2019 年 9 月末公司在重庆区域项目剩余可售面积合计 1,821.13 万平方米，占期末总未售面积的 30.31%，公司在重庆区域内充足的项目储备可对其未来区域竞争力的保持提供有力保障。

土地储备充足，区域布局较好

近年来金科股份坚持以国家城市群发展战略为导向调整布局，逐步推进“八大城市群”战略布局目标，在深耕重庆本土竞争优势的同时，自 2007 年开始全国化跨区域布局战略，并于当年进入长三角区域的无锡。2008 年公司进入北京、四川、湖南、江苏等 21 个城市。2011 年公司上市以来，进一步加大了重庆以外区域的拓展力度，土地获取方式由招拍挂方式向收并购、城中村改造、城市更新、合作开发等多点发力方式转变，并与碧桂园、保利、中海、龙湖、旭辉控股集团、红星美凯龙等企业保持合作关系。截至 2019 年 9 月末，公司已布局长三角、京津冀、粤港澳大湾区、成渝、中原、长江中游、北部湾、山东半岛等城市群，已进驻全国 108 个城市，开发项目主要分布在重庆、北京、广州、成都、苏州、南京、合肥、郑州、武汉、天津、济南等一二线城市，“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”策略已基本实现，期末项目储备剩余可售面积合计约 6,008.03 万平方米，其中分布于重庆、济南、合肥、天津、成都和长沙等国内主要一、二线城市项目可售面积合计占比约达到总储备的 49.42%，土地储备优质且区域布局较好。较为充足且区域布局较好的土地储备资源为公司未来业绩的持续增长形成较好支撑。

业务运营

公司主营业务以房地产开发为主，物业管理、酒店经营、新能源发电等多元化产业经营为辅。2016~2018 年公司分别实现营业总收入 322.35 亿元、347.58 亿元和 412.34 亿元，三年年均复合增长率为 13.10%；其中，房地产销售分别实现营业收入 302.60 亿元、328.50 亿元和 380.06 亿元，占营业总收入的比重保持在 90%以上，是公司最主要的收入来源；同期，公司物业管理、新能源、酒店经营等

非房地产业务合计收入分别为 19.75 亿元、19.08 亿元和 32.28 亿元，为公司收入形成了一定的补充。另 2019 年 1~9 月，公司实现营业收入 432.03 亿元，

同比增长 60.65%，主要系房地产业务结转收入增加所致；综合毛利率为 30.10%，较上年同期提高 4.15 个百分点。

表 5：2016~2019.Q3 公司分板块收入、毛利率情况

单位：亿元、%

项目	2016		2017		2018		2019.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	302.60	19.70	328.50	20.51	380.06	28.56	403.03	29.60
物业管理	9.73	22.27	10.42	23.19	17.34	18.76	18.89	24.11
酒店经营	2.82	70.48	2.33	66.43	2.67	65.51	1.93	66.79
新能源	1.41	46.92	1.57	49.06	1.88	49.68	3.01	63.64
其他*	22.79	-3.50	23.11	5.17	27.44	5.99	30.05	5.28
分部抵消	-19.64	-6.37	-21.97	3.77	-24.38	-1.10	-31.22	4.18
其他业务收入*	2.65	74.29	3.60	44.48	7.34	19.42	6.33	42.31
合计	322.35	20.74	347.58	21.32	412.34	28.57	432.03	30.10

*注：公司主营业务中其他业务包括材料销售等，其他业务收入包括园林工程等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

房地产业务

公司房地产开发业务以住宅开发为主，辅以商业地产开发、产业地产开发与运营。在区域布局上，公司在深耕重庆本土房地产市场的同时，已基本实现“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”的战略布局目标，目前销售项目分布在重庆、武汉、合肥、郑州、南宁、无锡、长沙、成都、济南、西安、苏州、北京、天津、南京、青岛等在内的全国 69 个城市。同时，公司重视产品创新能力，自成立以来已经历三代产品的创新升级，目前公司致力打造第三代的琼华、博翠和集美系列产品线，在其所进入城市形成了较强的品牌知名度。

项目运作方面，公司近年来保持较快的开发速度，新开工面积大幅增长，竣工面积亦波动上升。2016~2018 年，金科股份新开工面积分别为 568 万平方米、1,096 万平方米和 2,700 万平方米，三年年均复合增长率达到 118.03%；竣工面积分别为 715 万平方米、477 万平方米和 810 万平方米。在建项目方面，截至 2018 年末，公司在建项目 188 个²，合计在建面积约 3,740 万平方米，在建项目主要分布于重庆、济南、合肥、成都、无锡、长沙、西安、武汉等地，较大规模的在建项目投入或给其带来一定的资本支出压力。2019 年 1~9 月公司继续加快项

目建设的推进，新开工面积和竣工面积分别为 2,208 万平方米和 706 万平方米，期末在建面积为 5,246 万平方米。

表 6：2016~2019.Q3 公司开工及竣工情况

单位：万平方米

	2016	2017	2018	2019.Q3
新开工面积	568	1,096	2,700	2,208
竣工面积	715	477	810	706
在建面积	1,155	1,746	3,740	5,246

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目销售方面，凭借较强的区域优势和知名度、契合市场需求的产品定位及较快的推盘节奏，近年来公司签约销售业绩保持较快增长。2016~2018 年，公司签约销售面积分别为 499 万平方米、843 万平方米和 1,342 万平方米，年均复合增长率 63.99%；同期，签约销售金额分别为 319 亿元、630 亿元和 1,155 亿元，年均复合增长率 90.28%。近年来公司销售均价亦有所增长，2016~2018 年，公司签约销售均价分别为 6,393 元/平方米、7,473 元/平方米和 8,607 元/平方米，主要系 2018 年重庆非主城区项目销售占比下降，销售价格较高的重庆区域外重点二线城市销售占比不断上升，公司当期销售均价较上年上升明显。另 2019 年 1~9 月，公司签约销售面积为 1,248 万平方米，较上年同期增长约 29.46%；签约销售金额 1,226

² 在建项目统计为全口径。

亿元,同比增长约 45.26%; 签约销售均价约为 9,824 元/平方米。

从销售区域分布来看,公司近年来销售区域主要以重庆区域为主,同时亦进入武汉、合肥、郑州、南宁、无锡、成都、长沙、济南、苏州、青岛等重点二线城市。2016~2018 年公司在重庆区域实现房地产销售额分别为 147 亿元、304 亿元和 470 亿元,三年年均复合增长率 78.81%,销售金额分别占当年公司合同销售的比重分别为 46.08%、48.25%和 40.63%。同期,公司重庆区域销售市场占有率分别为 4.43%、6.71%和 8.79%,重庆本土领先地位和竞争优势显著。与此同时,2016~2018 年在重庆以外城市实现销售额合计分别为 172 亿元、326 亿元和 686 亿元,销售金额分别占当年公司合同销售的比重为 53.92%、51.75%和 59.37%。具体来看,近年来公司区域外销售主要集中于郑州、武汉、合肥、南宁、无锡、苏州、北京、青岛、济南、成都、长沙和合肥等一、二线重点城市;其中,2018 年公司外埠市场中郑州、武汉、合肥、南宁、内江五大重点城市实现签约销售金额分别为 50 亿元、44 亿元、43 亿元、36 亿元和 31 亿元,销售额占比分别为 4.31%、3.81%、3.72%、3.15%和 2.71%。另 2019 年 1~9 月公司在重庆区域实现销售金额 405 亿元,销售金额占当期公司合同销售的比重为 33.04%。同期,公司在重庆以外城市实现销售额合计为 821 亿元,销售金额占当期公司合同销售的比重为 66.96%。具体来看,2019 年 1~9 月公司外埠市场销售主要集中于国内二、三线重点城市,其中南宁、合肥、苏州、成都、杭州、常州、武汉、无锡和天津分别实现签约销售金额分 56 亿元、49 亿元、47 亿元、46 亿元、45 亿元、41 亿元、41 亿元、31 亿元和 30 亿元,销售额占比分别为 4.55%、3.99%、3.80%、3.77%、3.71%、3.35%、3.30%、2.56%和 2.42%。整体来看,近年来公司重庆区域外市场签约销售金额保持较快增长速度,销售占比逐年上升,区域集中度风险有所降低。

表 7: 2018 年公司主要销售城市分布情况

单位: 万平方米、亿元、%

城市	销售面积	销售金额	销售金额占比
重庆	629	470	40.63
郑州	56	50	4.31
武汉	23	44	3.81
合肥	28	43	3.72
南宁	52	36	3.15
内江	64	31	2.71
常州	17	29	2.49
成都	25	26	2.27
北京	16	26	2.27
无锡	18	24	2.11
嘉兴	15	23	2.03
柳州	22	23	2.02
其他	377	329	28.49
合计	1,342	1,155	100.00

注: 公司其他销售区域包括华东、西南、西北、华北等全国 40 余个城市;表中数据经四舍五入处理,故单项求和数与合计数存在尾差。

资料来源: 公司提供,中诚信证评整理

表 8: 2019 年 1~9 月公司主要销售城市分布情况

单位: 万平方米、亿元、%

城市	销售面积	销售金额	销售金额占比
重庆	512	405	33.04
南宁	69	56	4.55
合肥	33	49	3.99
苏州	23	47	3.80
成都	24	46	3.77
杭州	16	45	3.71
常州	24	41	3.35
武汉	22	41	3.30
无锡	20	31	2.56
天津	22	30	2.42
洛阳	26	29	2.39
郑州	28	26	2.12
沈阳	25	24	1.97
其他	403	356	29.04
合计	1,248	1,226	100.00

注: 公司其他销售区域包括华东、西南、西北、华北等全国 50 余个城市。

资料来源: 公司提供,中诚信证评整理

结算方面,2016~2018 年及 2019 年 1~9 月,公司房地产结算面积分别为 498 万平方米、546 万平方米、604 万平方米和 596 万平方米;同期,结算金额分别为 303 亿元、329 亿元、380 亿元和 403

亿元；结算均价分别为 6,084 元/平方米、6,026 元/平方米、6,291 元/平方米和 6,763 元/平方米，近年来受结转区域的影响，公司结算均价有所波动，2018 年以来随着重庆非主城区项目减少以及重庆区域外重点二、三线城市项目结转占比逐渐上升，结算均价有所回升。

表 9：2016~2019.Q3 公司销售及结算情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
销售面积	499	843	1,342	1,248
销售金额	319	630	1,155	1,226
销售均价	6,393	7,473	8,607	9,824
结算面积	498	546	604	596
结算金额	303	329	380	403
结算均价	6,084	6,026	6,291	6,763

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

土地储备方面，近年来公司深耕重庆地区的同时，坚持“三圈一带、八大城市群、核心 25 城”的战略布局，持续加大对全国核心城市的拓展。公司土地拓展采取招拍挂、收并购、城市更新、合作开发等多种方式和策略。2016~2018 年新增项目数量持续增长，新增土地储备建筑面积分别为 613.1 万平方米、1,245.3 万平方米和 2,054.3 万平方米；新增土地总投入³金额分别为 208 亿元、460 亿元和 700 亿元，新增土地成本分别为 3,571 元/平方米、5,172 元/平方米和 3,412 元/平方米。其中，2016 年公司新增土地储备主要分布于重庆、南宁、郑州、合肥、济南、乌鲁木齐等 12 个城市，占当期新增土地建筑面积的比重分别为 29.96%、12.51%、11.87%、9.51%、9.27%、6.92%；2017 年公司新增土地储备主要分布于重庆、武汉、郑州、成都、长沙、石家庄、嘉兴等 30 个城市，占当期新增建筑面积的比重分别为 43.71%、5.12%、4.76%、3.91%、3.18%、2.93%和 2.59%；2018 年公司新增土地项目 110 个，主要分布于重庆、苏州、佛山、合肥、贵阳、武汉、杭州、成都等 44 个城市，占当期新增建筑面积的比重分别为 34.74%、3.31%、3.29%、3.21%、3.17%、2.06%、1.46%和 1.37%。另 2019 年 1~9 月，公司

新增土地项目 140 个，合计新增土地建筑面积 2,445.7 万平方米，新增土地投入金额 613.5 亿元，新增土地成本为 2,509 元/平方米。2019 年 1~9 月新增土地储备主要分布于重庆、成都、遂宁、阜阳、遵义、随州、周口和玉溪等 78 个城市，占当期新增项目建筑面积的比重分别为 10.30%、6.47%、4.75%、3.03%、2.76%、2.59%、2.51%和 2.36%。公司当期新增土地储备中位于三、四线城市的比重达 75.20%，与 2018 年该比重（40.45%）相比提升了 34.75 个百分点。总体来看，近年来公司在重庆区域新增土地储备占比依然较大，作为公司核心市场的地位得到进一步巩固。与此同时，公司新增土地成本较低，为未来获利空间奠定了一定基础；此外，公司亦加大拓展重庆区域之外的核心城市，区域布局逐渐分散。

表 10：2016~2019.Q3 公司新增土地项目情况

单位：个、万平方米、亿元

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
新增项目	34	79	110	140
占地面积	344.5	587.2	799.7	1,047.3
建筑面积	613.1	1,245.3	2,054.3	2,445.7
土地投入金额	208.0	460.0	700.0	613.5
新增土地成本	3,571	5,172	3,412	2,509

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目储备方面，截至 2019 年 9 月末公司储备项目合计可售面积⁴达到 6,008.03 万平方米，项目储备充裕，可满足公司未来 3~4 年的开发及销售。从项目储备的区域分布来看，公司期末可售项目储备主要分布于重庆、四川、江苏、山东、河南、湖北、贵州等区域的核心城市。从区域分布的城市能级来看，截至 2019 年 9 月末公司分布在国内一、二线城市的項目可售面积合计 2,968.98 万平方米，占比达到总可售面积储备的 49.42%。其中重庆、济南、合肥、天津、成都、长沙的占比较高，剩余可售面积分别为 1,821.13 万平方米、132.27 万平方米、116.71 万平方米、109.43 万平方米、103.75 万平方米和 102.13 万平方米，占期末总可售面积的比重分别为 30.31%、2.20%、1.94%、1.82%、1.73%和 1.70%。同期末，公司项目储备中三四线城市项目可售面积

³ 此处新增土地总投入金额为新增土地款总价值口径。

⁴ 项目储备口径为全部剩余可售面积（包括在建未售面积、竣工未售面积和待开发面积）。

占总储备的比重为 50.58%。其中遵义、内江、南宁、佛山、岳阳、淄博、晋中、随州、桂林、许昌、盐城、玉溪、邯郸和周口的占比较高，期末可售面积的比重分别为 3.40%、1.62%、1.52%、1.31%、1.28%、1.25%、1.22%、1.09%、1.08%、1.08%、1.08%、1.06%、1.05%和 1.02%，城市分布相对分散。此外，与公司 2018 年末项目储备中三四线城市占总储备比重的 19.43%相比，2019 年 9 月末该比重上升 31.35 个百分点。综上，公司目前项目储备仍以重庆为代表的一、二线城市为主，但同时中诚信证评亦关注到公司项目储备中重庆区域集中度较大，且三四线城市项目剩余可售面积占总储备的比重较 2018 年末有所提升，需关注公司相关区域的项目后续开发及销售情况。

表 11：截至 2019 年 9 月末公司储备项目分布情况

单位：万平方米、%

地区	期末剩余可售面积	面积占比
重庆	1821.13	30.31
遵义	204.55	3.40
济南	132.27	2.20
合肥	116.71	1.94
天津	109.43	1.82
成都	103.75	1.73
长沙	102.13	1.70
郑州	98.82	1.64
内江	97.57	1.62
南宁	91.45	1.52
武汉	80.06	1.33
佛山	78.61	1.31
岳阳	77.07	1.28
淄博	75.18	1.25
晋中	73.09	1.22
随州	65.45	1.09
桂林	65.13	1.08
许昌	65.07	1.08
盐城	64.69	1.08
南昌	63.77	1.06
玉溪	63.43	1.06
邯郸	62.96	1.05
周口	61.50	1.02
其他	2,234.21	37.19
合计	6,008.03	100.00

注：其他地区包括超过 85 个全国各区域其他城市；合计数尾数差异为四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，2019 年 7 月，公司全资子公司收购新城

控股集团股份有限公司（以下简称“新城控股”）下属 8 家房地产项目公司股权，交易完成后预计可为公司新增计容建筑面积 121.93 万平方米，截至 2019 年 8 月 8 日，上述 8 家房地产项目公司已全部办理完毕工商变更手续，预计本次交易成交总额约为 27.38 亿元，其中股权转让款为 7.25 亿元，收购完成后预计归还金额为 20.13 亿元的原股东借款。中诚信证评将对上述事项的后续进展及款项支付情况保持关注。

总体来看，随着近年来公司房地产业务规模及区域布局逐步扩大，签约销售金额持续快速增长，行业内竞争优势及品牌知名度进一步增强，较为充足的土地储备为公司未来业绩实现奠定了基础。同时，公司项目储备中三四线城市占比呈增长态势，需对其后续开发进度及销售情况保持关注。

物业管理业务

公司物业管理业务包括物业和社区综合服务，系公司近年来房地产升级的重要发展方向，公司主要通过对公司管理的物业项目提供全方位服务，以获取基本物业费和其他增值服务收入。

公司拥有国家一级物业管理资质，由子公司金科物业服务集团有限公司运营，经过多年的发展公司物业管理业态已涵盖住宅、写字楼、商业、酒店会所等多种物业类型，主要通过外延式并购的方式拓展物业管理项目，业务覆盖重庆、北京、四川、江苏、湖南、陕西、山东等多个省、直辖市及自治区。截至 2018 年末，公司物业服务累计合同管理面积为 2.43 亿平方米，2019 年 1~9 月公司新增合同管理面积约 2,939 万平方米。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司物业管理业务实现收入分别为 9.73 亿元、10.42 亿元、17.34 亿元和 18.89 亿元，近三年年均复合增长率 33.50%，对公司收入及利润形成了一定补充。

此外，公司亦大力推广社区智能化管理系统和技术设备，建设和完善社区 O2O 平台，构建社区服务大数据，建设功能强大的社区综合服务互联网平台，将传统的物业管理升级为“社区生活服务商”，通过“地产+社区综合服务”双重模式，打造智慧生活社区，不断推动公司房地产业务的升级。

总体来看，公司物业管理业务运营良好，在管

面积及收入规模持续增长，随着未来综合服务的不断推进，物业管理业务收入或将对公司形成有利的补充。

新能源、酒店业务及其他业务

公司目前新能源业务以投资风力发电和光伏发电为主，通过自主开发及收购等方式加快新能源项目布局。2014年12月，公司通过收购新疆华冉东方新能源有限公司（以下简称“华冉东方”）正式进入新能源风力发电行业。公司光伏发电项目主要由金科股份子公司金科新能源有限公司（以下简称“金科新能源”）负责运营，2015年金科新能源申报的山东五莲中至光伏发电项目，获得山东日照市发改委登记备案。2016年，公司新能源发电项目全年上网电量32,622.81万度，限电损失比率为47.40%；2017年，公司新能源发电项目全年上网电量38,433.12万度，限电损失比率为30.68%；2018年，公司新能源发电项目全年上网电量达到4.75亿度，限电损失比率降至18%，近年来公司新能源项目发电量及发电效率保持持续上升。2019年1~9月随着景峡20万千瓦风场成功并网发电，新能源项目上网电量约8.17亿度，同比增长约121.7%，限电损失比率约14.32%，同比下降4.61个百分点，未来随着新项目的运营，将为公司收入带来一定补充。2016~2018年及2019年1~9月，公司新能源业务实现收入分别为1.41亿元、1.57亿元、1.88亿元和3.01亿元，呈逐年增长趋势；但考虑到风力发电和光伏发电受政策等因素影响较大，未来或面临一定的经营风险。

酒店经营方面，公司酒店板块业务收入主要来源于公司旗下重庆市涪陵区的两江大酒店、重庆开县金科大酒店、苏州金科大酒店、浏阳大酒店、成都乐享世纪酒店、无锡金科城市酒店等酒店经营收入。2016~2018年及2019年1~9月，公司酒店经营实现收入分别为2.82亿元、2.33亿元、2.67亿元和1.93亿元。

其他业务方面，公司其他业务收入主要包括园林工程等，园林业务主要由下属公司重庆展弘园林有限公司和重庆凯尔辛基园林有限公司负责运营，经营范围主要是为房地产开发项目提供配套的园林设计、施工及咨询服务。2016~2018年及2019年

1~9月，公司园林工程等其他业务实现收入分别为2.65亿元、3.60亿元、7.34亿元和6.33亿元。

总体来看，公司新能源、酒店经营、园林工程等业务目前收入规模较小，对公司收入与利润形成一定补充。

公司管治

治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》等国家法律法规和《公司章程》规定，建立了股东大会、董事会和监事会，有效实现“决策层”和“管理层”分离，“三会”依法合规独立行使权利，规范运行；公司设董事会为公司的经营决策和业务执行机构，对股东大会负责。公司董事会由9名董事⁵（含独立董事3名）组成，设董事长1名，副董事长1~3名，董事长及董事由股东大会选举产生，每届任期三年，任期届满，可以连任。董事会下设战略发展委员会、审计委员会、提名委员会、关联交易委员会和薪酬委员会，对公司经营活动中的重大事项进行审议决策或提交股东大会审议。公司设立监事会，监事会由3名监事组成，监事会设主席1人，可设副主席。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。监事会监事负责对公司董事、高级管理人员的行为、公司财务和运营方面进行监督，董事、总经理（总裁）和其他高级管理人员不得兼任监事。公司设总经理（总裁）1名，由董事会聘任或者解聘，任期3年，届满可连任；经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会和监事的监督，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。此外，公司亦制定了《“三会”议事规则》、《对外担保制度》、《年报信息披露重大差错责任追究制度》及董事会各专门委员会实施细则等多项符合公司发展的治理制度，明确决策、执行、监督等职责权限，通过有效执行，形成了科学合理的制衡机制。

内部控制

公司严格依照《公司法》、《证券法》、《上

⁵ 公司9名董事中2名由融创中国派驻。

市公司信息披露管理办法》、《企业内部控制基本规范》、《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》等相关法律法规及《公司章程》的规定，结合行业及发行人业务结构特点，建立了规范、有效的内控组织架构，形成了覆盖决策、执行和监督等全方位的组织体系和制度体系。

公司组织体系内主要职能部门包括监察委员会、证券事务部、法律事务部、金科大学、人力资源中心、财务中心、资金管理中心、投资中心、收并购中心、经营管理中心、研发设计中心、成本工程中心、营销中心、商业管理中心、集团办公室、客户管理部、产城文旅事业部、招标采购中心、督查调研室等，对各主要业务经营以及日常管理分工负责。此外，公司亦构建了集团总部、区域公司、城市公司三级管控体系。公司对子公司的设立、转让、注销等业务实施控制，规范股权变更业务控制；对超过公司董事会授权范围的子公司设立、对外转让股权、子公司注销清算等业务，除履行公司内部审批程序外，还需报公司董事会或股东大会审议通过后实施。

财务管理制度方面，公司严格遵照国家统一的会计准则和会计制度，制定了《会计管理及核算规范》及各项业务核算制度，建立了规范的会计工作秩序；持续优化完善财务信息系统，财务核算全面实现信息化，有效保证了会计信息及资料的真实、完整。公司财务管理工作实行统一管理，分级负责制度。在预算管理上，公司通过对财务预算审批严格控制各子公司的开支。

投资管理制度方面，公司实行统一的投资管理制度，各子公司的项目投资、股权投资、委托理财、风险投资等统一由公司股东大会、董事会按各自权限审批。对于利润分配，公司明确严格的税后利润分配顺序。

资金管理制度方面，公司制定严格的流程，各子公司开立银行账户，应按照集团授权审批，原则上新成立公司的基本账户应开立在与公司有战略合作的银行。公司定期对银行账户进行清理。在融资方面，各子公司指定融资方案，均要报公司审批，并进行贷后管理。在资金计划方面，集团公司按月对资金计划进行综合统筹平衡，并对各子公司编制

的《资金计划执行情况表》进行定期评价。除了常规管理之外，公司还对各区域公司按季度进行融资计划的考核，并作为年度考核评选依据。

风险管理制度方面，公司建立完善的对外投资决策机制，确保决策的科学、规范、透明，有效防范各种风险，在集团内部设立集团法务部门，负责全面风险管理工作。公司制定严格的风险管理的内部流程，通过收集公司经营基础信息，进行风险识别，建立风险管理台账、建立集团风险信息库以及风险管理监督方式，来确保防范各种风险。除去常规的风险预防措施之外，公司指定奖惩措施，完善内控赔偿与处罚、问责制度。

总体看，公司法人治理结构健全，内部组织机构完善，管理制度较为健全，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

根据国家宏观形势和行业发展趋势，公司将继续坚定实施可持续健康发展的战略构想，坚持依托房地产主营业务，多元化经营为辅，打造优质生活方式，坚持以“美好生活服务商”总体战略为指引，加快完成由传统开发商向新型服务商的转型。全面贯彻“地产+服务”双轮驱动，推动“四位一体”协同发展。

在地产业务方面，紧密围绕核心业务，扩大优势竞争。秉持“美好生活服务商”的战略定位，明确公司以民生地产开发为主的产业布局，把地产主业做精做透，坚持聚焦城市群深耕战略布局，力争在所进入区域的市场具有较高的市场占有率和领先的运营管理水平。充分发挥民生地产开发的引领作用，持续推进科技产业投资运营发展，稳步开展文化旅游康养业务，促进相关多元化产业的协调发展。

社区综合服务方面，公司未来将推动服务集团跨业态发展。围绕“四位一体”协同发展，提升综合实力、行业影响力和客户口碑。做好售后服务建设，将服务贯穿项目全生命周期，实现服务集团跨业态发展，巩固现有传统服务优势，开拓科技赋能、园

区增值、产业和商业等增量业务的新空间，推动社区综合服务业务向卓越的社区服务商和创新型企业综合服务商的定位转型。

多元化板块方面，公司致力于实现与地产主业的产业链闭合。围绕地产主业，进一步构建和完善设计、建设、园林、商贸等相关产业链业务体系，充分发挥战略协同优势，助推公司主业发展。

从具体的发展计划来看，公司将根据既定战略规划，从各业务板块推进工作，全面完成各项战略发展目标。尤其在房地产业务方面，公司将凭借在重庆及全国重点城市良好的品牌知名度及竞争优势，继续深耕“三圈一带、八大城市群、25 个核心城市”布局的房地产市场，并进一步实现规模扩张。

总体来看，公司制订了各业务板块清晰的战略规划，依托自身较强的运营能力和丰富的开发经验，上述规划有望逐步落实。同时，中诚信证评对公司未来股权变动情况以及由此对公司业务运营及治理结构等方面产生的影响保持关注。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 年审计报告以及未经审计 2019 年 1~9 月财务报告。

资本结构

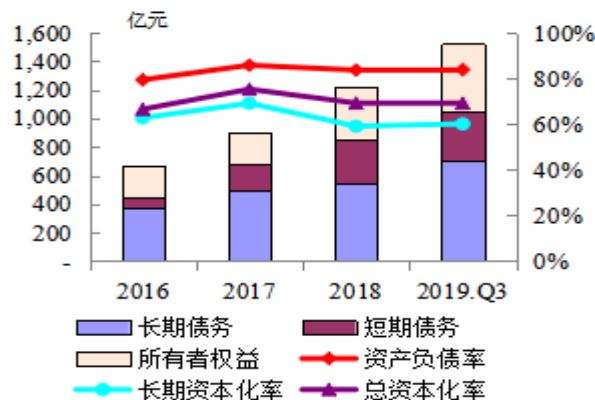
随着公司房地产开发业务规模的持续扩大，近年来公司资产规模保持快速增长态势，2016~2018 年末，公司资产总额分别为 1,092.49 亿元、1,573.64 亿元和 2,306.99 亿元，三年年均复合增长率达到 45.32%，主要系存货及货币资金增长较快所致。同时，公司负债规模亦持续增长，2016~2018 年末，公司总负债分别为 867.17 亿元、1,349.98 亿元和 1,929.32 亿元，三年年均复合增长率为 49.16%。所有者权益方面，受永续债的发行、留存收益的积累以及少数股东权益的大幅上升影响，公司自有资本呈波动上升趋势，2016~2018 年末，公司所有者权益分别为 225.32 亿元、223.66 亿元和 377.67 亿元，三年年均复合增长率为 29.46%，其中，2016~2018 年公司永续债余额分别为 29.00 亿元、17.00 亿元和 17.00 亿元；受公司房地产合作项目增多，控股子

公司少数股东投入快速增长，2016~2018 年公司少数股东权益分别为 25.26 亿元、25.97 亿元和 145.86 亿元，三年年均复合增长率达到 140.30%。

财务杠杆比率方面，2016~2018 年末公司资产负债率分别为 79.38%、85.79%和 83.63%；净负债率分别为 120.17%、221.13%和 145.54%，其中，受益于所有者权益的大幅增长，公司 2018 年末财务杠杆比率下降明显，但整体仍处于较高水平。另外，2016~2018 年公司所有者权益中包含永续债分别为 29.00 亿元、17.00 亿元和 17.00 亿元，若将永续债调整至长期债务核算，公司资产负债率分别为 82.03%、86.87%和 84.37%；净负债率分别为 179.16%、269.74%和 164.88%。

另截至 2019 年 9 月末，公司总资产为 2,912.30 亿元，所有者权益 470.36 亿元；同期末，公司资产负债率和净负债率分别为 83.85%和 157.89%，公司财务杠杆比例处于较高水平。

图 7：2016~2019.Q3 公司资产结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要以流动资产为主，2016~2018 年末，公司流动资产占总资产比重分别为 90.86%、91.63%和 92.48%，随着房地产业务规模的持续扩张，公司流动资产占比逐年上升。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，截至 2018 年末，上述科目占总资产比重分别为 69.72%、12.94%和 5.64%。具体来看，2016~2018 年末，公司存货分别为 715.27 亿元、1,072.21 亿元和 1,608.35 亿元，三年年均复合增长率达到 49.95%，近年来存货增长较快主要系新获取土地及新开工项目速度加快所致；同期末，公司货币资金余额分别为 176.45 亿元、186.27 亿元和

298.52 亿元，三年年均复合增长率 30.07%，公司货币资金快速增长主要系近年来公司销售回款持续增加所致；2016~2018 年末，公司其他应收款分别为 39.06 亿元、91.11 亿元和 130.23 亿元，三年年均复合增长率 82.59%，主要系近年来公司合联营项目持续增长，应收联营、合营企业往来款项增加所致；其中 2018 年公司其他应收款主要由联营、合营企业往来款和保证金构成，上述款项分别为 71.10 亿元和 37.73 亿元，前五大其他应收单位分别为洛阳国家高新技术产业开发区管理委员会、常州天宸房地产开发有限公司、河南中书置业有限公司、河南国丰园置业有限公司和洛阳都利置业有限公司，上述单位期末其他应收款金额分别为 10.00 亿元、5.93 亿元、5.17 亿元、5.05 亿元和 3.68 亿元，其中洛阳国家高新技术产业开发区管理委员会应收款项为保证金，上述单位款项合计占公司其他应收款余额的比重为 22.44%。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。具体来看，2016~2018 年末，公司长期股权投资分别为 7.86 亿元、44.27 亿元和 73.68 亿元，三年年均复合增长率 206.12%，主要系公司近年来新增投资合营及联营项目不断增加所致；同期末，公司投资性房地产分别为 28.85 亿元、28.91 亿元和 36.15 亿元，主要由公司持有的金科·涪陵世界走廊 B 区及金科美邻汇商业 2 号楼等持有性物业构成；固定资产分别为 26.66 亿元、24.42 亿元和 23.74 亿元，主要为发电及相关设备、房屋及建筑物和房屋及建筑物装修。

另截至 2019 年 9 月末，公司流动资产 2,664.12 亿元，其中存货、货币资金和其他应收款分别为 2,026.74 亿元、309.64 亿元和 185.09 亿元，其中其他应收款当期增长较快主要系公司与控股合资合作项目公司少数股东的合作往来款和少数股东调用项目公司闲置富余资金形成的往来款有所增加，新增款项多为项目合作款及应收暂付款；非流动资产为 248.18 亿元，其中长期股权投资、投资性房地产和固定资产分别为 102.50 亿元、68.76 亿元和 40.01 亿元，其中固定资产账面价值较年初上升较多主要系新能源在建工程达到可使用状态，转固增加所致。

负债构成方面，近年来公司负债主要由预收款

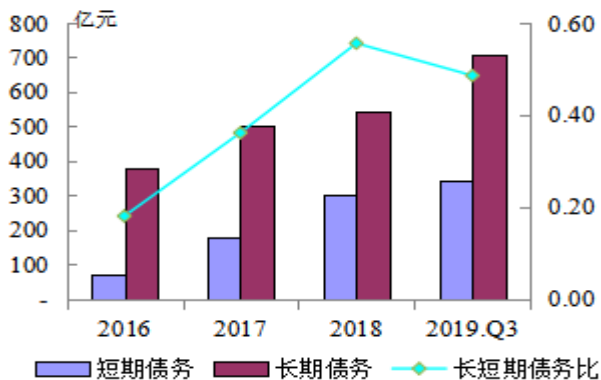
项、应付账款、其他应付款和有息债务构成。具体来看，2016~2018 年末公司预收款项分别为 262.74 亿元、428.53 亿元和 762.76 亿元，三年年均复合增长率 70.38%，主要得益于近年来公司房地产项目推盘节奏加快，整体销售业绩持续增长；同期末，公司应付账款分别为 75.55 亿元、114.62 亿元和 136.81 亿元，整体保持持续增长态势，主要系随着房地产项目增多，应付工程款不断增加所致；2016~2018 年末，公司其他应付款分别为 52.09 亿元、84.85 亿元和 126.21 亿元，三年年均复合增长率 55.66%，主要系近年来控股子公司应付少数股东的项目运营往来款增加所致。另截至 2019 年 9 月末，公司预收款项、应付账款和其他应付款分别为 1,043.18 亿元、141.82 亿元和 170.28 亿元。

同时，随着公司房地产业务规模的扩张，外部融资需求加大，公司有息债务增长较快，2016~2018 年末，公司总债务规模分别为 447.22 亿元、680.86 亿元和 848.16 亿元，三年年均复合增长率为 37.71%。债务期限结构方面，2016~2018 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.18 倍、0.36 倍和 0.56 倍，短期债务占比呈上升趋势，其中，短期债务分别为 68.24 亿元、180.60 亿元和 302.99 亿元，三年年均复合增长率 110.72%，主要系一年内到期的长期借款增加所致，公司近年来短期债务增长较快，但以长期债务为主的债务期限结构相对合理。另截至 2019 年 9 月末，公司总债务进一步增至 1,052.29 亿元，较年初增长 24.07%，长短期债务比 0.49 倍。

所有者权益构成方面，2016~2018 年末，公司未分配利润分别为 71.67 亿元、77.39 亿元和 98.31 亿元，同期末，盈余公积分别为 3.93 亿元、5.80 亿元和 9.37 亿元，得益于较好的盈利能力，近年来公司留存收益呈不断增长趋势。同时，近年来公司少数股东权益保持快速增长，2016~2018 年末少数股东权益分别为 25.26 亿元、25.97 亿元和 145.86 亿元，三年年均复合增长率达到 140.30%，占所有者权益比重分别为 11.21%、11.61%和 38.62%，主要系公司房地产项目引入合作增多，控股子公司少数股东投入不断增加所致。另截至 2019 年 9 月末，公司所有者权益增至 470.36 亿元，其中，未分配利

润和盈余公积分别为 118.13 亿元和 9.37 亿元，同时，少数股东权益较上年末进一步增至 224.45 亿元，公司的所有者权益的稳定性偏弱，中诚信证评将对其稳定性保持关注。

图 8：2016~2019.Q3 公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着房地产业务规模的扩张，公司资产及负债规模不断提升，且其有息债务规模增长较快，公司整体财务杠杆比率仍处于较高水平。

流动性

公司资产以流动资产为主，2016~2018 年末，公司流动资产规模分别为 992.65 亿元、1,441.88 亿元和 2,133.41 亿元，期末流动资产占资产总额的比重分别为 90.86%、91.63%和 92.48%，呈逐年上升趋势。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2016~2018 年末存货占流动资产的比重分别为 72.06%、74.36%和 75.39%；货币资金占流动资产的比重分别为 17.78%、12.92%和 13.99%。另截至 2019 年 9 月末，公司流动资产规模为 2,664.12 亿元，期末流动资产占资产总额的比重为 91.48%，存货和货币资金占流动资产的比重分别为 76.08%和 11.62%。

表 12：2016~2019.Q3 公司流动资产分析

	2016	2017	2018	2019.Q3
流动资产/总资产	90.86	91.63	92.48	91.48
存货/流动资产	72.06	74.36	75.39	76.08
货币资金/流动资产	17.78	12.92	13.99	11.62
(存货+货币资金)/流动资产	89.83	87.28	89.38	87.70

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，近年来随着公司房地产开发规模持

续增长，其新获取项目及新开工速度加快，推动公司存货规模快速增长。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司存货净额分别为 715.27 亿元、1,072.21 亿元、1,608.35 亿元和 2,026.74 亿元。从存货结构来看，公司存货主要由在建项目的开发成本、已竣工项目的开发产品和拟开发产品构成。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，存货中开发成本占比分别为 64.48%、76.21%、80.57%和 86.76%，呈持续上升趋势；同期拟开发产品占比分别为 5.77%、8.49%、7.06%和 5.84%；同期存货中已完工开发产品占比分别为 29.81%、14.33%、11.71%和 7.04%，占比持续下降，公司产品去化压力较小。

表 13：2016~2019.Q3 公司存货情况分析

	2016	2017	2018	2019.Q3
存货 (亿元)	715.27	1,072.21	1,608.35	2,026.74
开发成本 (亿元)	461.23	817.18	1,295.84	1,758.47
开发成本/存货 (%)	64.48	76.21	80.57	86.76
拟开发产品 (亿元)	41.27	91.00	113.58	118.38
拟开发产品/存货 (%)	5.77	8.49	7.06	5.84
开发产品 (亿元)	213.20	153.66	188.39	142.77
开发产品/存货 (%)	29.81	14.33	11.71	7.04

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，近年来公司受获取新项目不断增多影响，整体周转效率有所下滑。2016~2018 年，公司存货周转效率分别为 0.36 次、0.31 次和 0.22 次；总资产周转率分别为 0.31 次、0.26 次和 0.21 次。

表 14：2016~2018 年公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率 (次/年)	0.36	0.31	0.22
总资产周转率 (次/年)	0.31	0.26	0.21

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，随着房地产开发业务的扩大，受项目销售回笼资金以及公司项目获取及开发资金支出的影响，公司近年来经营性现金流波动较大。公司 2016~2018 年经营性现金流净额分别为 62.44 亿元、-84.86 亿元和 13.29 亿元，其中，2017 年以来公司新获取土地及新开工项目大幅增加，经营活动现金流呈现净流出状态。同期，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 329.46 亿元、549.61

亿元和 851.02 亿元。2016~2018 年经营活动净现金流/短期债务分别为 0.92 倍、-0.47 倍和 0.04 倍，经营活动净现金流对短期债务的保障力度有待提升。货币资金方面，近年来公司年末所持货币资金规模保持在较高水平，但受短期债务规模增长较快影响，货币资金对短期债务的覆盖能力有所下降，2016~2018 年末，公司货币资金/短期债务分别为 2.59 倍、1.03 倍和 0.99 倍。另 2019 年 1~9 月公司经营性现金流净额为-54.57 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 774.67 亿元，截至 2019 年 9 月末，经营活动净现金流/短期债务和货币资金/短期债务分别为-0.21 倍和 0.90 倍。

表 15：2016~2019.Q3 公司部分流动性指标

	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金（亿元）	176.45	186.27	298.52	309.64
经营活动现金流净额（亿元）	62.44	-84.86	13.29	-54.57
经营净现金流/短期债务（X）	0.92	-0.47	0.04	-0.21
货币资金/短期债务（X）	2.59	1.03	0.99	0.90

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2019 年 6 月末，公司受限资产合计 832.32 亿元，其中货币资金 3.79 亿元，全部为保证金及定期存款，因抵押借款而受限的存货 759.32 亿元，因抵押借款、融资租赁而受限的固定资产 29.89 亿元，因抵押借款而受限的投资性房地产 24.19 亿元，因股权质押而受限的长期股权投资 11.38 亿元，因质押借款的应收账款 3.76 亿元。当期末公司受限资产占总资产比重为 30.60%。

总体来看，近年来公司经营活动净现金流波动较大，同时，受短期债务增长影响，年末货币资金对债务保障能力有所下降。但考虑到公司拥有较大规模且区域布局较好的项目储备，且存货结构较为合理，对其整体流动性能够形成良好支撑。

盈利能力

2016~2018 年公司分别实现营业总收入 322.35 亿元、347.58 亿元和 412.34 亿元，三年年均复合增长率为 13.10%。营业毛利率方面，2016~2018 年公司营业毛利率分别为 20.74%、21.32%和 28.57%，受益于近年来公司项目布局良好，结转项目区域房地产市场销售均价上升的影响，公司综合毛利率有

所提高。另外，近年来公司销售业绩良好，2016~2018 年末公司预收款项分别为 262.74 亿元、428.53 亿元和 762.76 亿元，丰富的待结算资源为公司经营业绩形成了有力的保障。另 2019 年 1~9 月，公司实现营业收入 432.03 亿元，同比大幅增长 60.65%；综合毛利率为 30.10%，较上年同期提高 4.15 个百分点。此外，截至 2019 年 9 月末，公司预收款项进一步增至 1,043.18 亿元。

从期间费用来看，随着业务规模增长，公司三费规模亦不断增加。2016~2018 年公司三费合计分别为 25.33 亿元、37.92 亿元和 49.54 亿元，同期三费收入占比分别为 7.86%、10.91%和 12.02%。其中，随着房地产项目销售及开发进度的加快，公司销售费用及管理费用增长较快，但财务费用保持在较低水平且其中 2018 年财务费用大幅降低，主要系当年银行存款利息及按协议约定向联营、合营企业收取投资开发资金利息收入增加所致，整体期间费用呈持续上升趋势。总体来看，公司期间费用不断上升，三费占比亦持续增长，期间费用控制能力有待加强。另 2019 年 1~9 月，公司期间费用合计 42.98 亿元，占同期营业收入比重为 9.95%。

表 16：2016~2019.Q3 公司期间费用分析

单位：亿元

项目	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用	9.81	18.08	25.62	20.47
管理费用*	12.47	15.12	23.43	18.50
财务费用	3.05	4.72	0.50	4.02
三费合计	25.33	37.92	49.54	42.98
营业总收入	322.35	347.58	412.34	432.03
三费收入占比	7.86%	10.91%	12.02%	9.95%

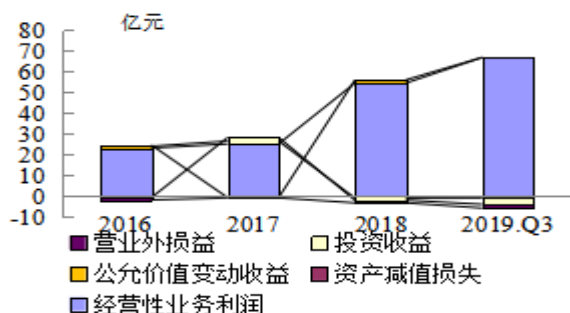
*注：管理费用中包含研发费用。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司近三年利润总额分别为 22.31 亿元、29.43 亿元和 52.10 亿元，主要由经营性业务利润构成。2016~2018 年公司经营性业务利润分别为 22.88 亿元、24.88 亿元和 54.20 亿元，得益于近年结算收入规模和初始获利空间的提升，呈持续上升趋势；同期，公司分别实现投资收益-0.99 亿元、2.58 亿元和-1.86 亿元，其中，2017 年投资收益增长明显主要系处置新疆金科能源股权投资合伙企业（有限合伙）和五家渠雪莲金科教育管理

有限公司股权获得收益增长所致；同期，公司公允价值变动损益分别为 0.63 亿元、-0.15 亿元和 0.66 亿元。综上，2016~2018 年，公司实现净利润分别为 17.90 亿元、22.85 亿元和 40.21 亿元，所有者权益收益率分别为 7.95%、10.22%和 10.65%，受益于公司结算收入增长及毛利率提高，公司净利润及所有者权益收益率均呈上升趋势。另 2019 年 1~9 月，公司实现利润总额 61.48 亿元，同比增长 92.43%，其中经营性业务利润 66.55 亿元，资产减值损失 1.12 亿元，投资收益-3.07 亿元，营业外损益-1.81 亿元，同期公司实现净利润 46.62 亿元，分别较上年同期增长 92.43%和 75.33%，主要系公司结算收入增长及毛利率提高所致。

图 9：2016~2019.Q3 公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总的来看，公司近年来结算收入规模保持增长态势，毛利率水平亦有所提升，加之近年来待结算资源丰富，对未来经营业绩的增长形成了有力保障，公司整体盈利能力向好。

偿债能力

从债务规模来看，随着近年土地储备及项目开发规模的扩大，公司债务规模快速上升。2016~2018 年末公司总债务规模分别为 447.22 亿元、680.86 亿元和 848.16 亿元，三年年均复合增长率 37.71%；同期公司长短期债务比分别为 0.18 倍、0.36 倍和 0.56 倍，整体呈上升趋势，其中，受一年内到期的长期借款增长影响，2018 年短期债务增长至 302.99 亿元，同比大幅增长 67.77%，短期偿债压力有所上升。另截至 2019 年 9 月末，公司总债务进一步增至 1,052.29 亿元，较年初增长 24.07%，长短期债务比为 0.49 倍。

EBITDA 获现能力方面，公司 EBITDA 主要由

利润总额、利息支出和折旧构成，2016~2018 年公司 EBITDA 分别为 28.21 亿元、36.20 亿元和 59.91 亿元，呈不断上升趋势。从主要偿债能力指标表现来看，受公司房地产项目增加影响，公司经营性净现金流波动较大，2016~2018 年末，公司经营净现金流/总债务分别为 0.14 倍、-0.12 倍和 0.02 倍，经营性净现金流对债务本息的保障能力有待提升。2016~2018 年，公司总债务/EBITDA 分别为 15.85 倍、18.81 倍和 14.16 倍，呈波动下降趋势；同期，EBITDA 利息保障倍数分别为 0.90 倍、1.03 倍和 1.19 倍，公司 EBITDA 对债务本金的保障程度偏弱，对利息的保障程度有所提高。

表 17：2016~2019.Q3 公司偿债能力指标

项目	2016	2017	2018	2019.Q3
短期债务（亿元）	68.24	180.60	302.99	343.99
长期债务（亿元）	378.98	500.27	545.17	708.30
总债务（亿元）	447.22	680.86	848.16	1,052.29
经营活动净现金流（亿元）	62.44	-84.86	13.29	-54.57
EBITDA（亿元）	28.21	36.20	59.91	-
总债务/EBITDA（X）	15.85	18.81	14.16	-
经营净现金流/总债务（X）	0.14	-0.12	0.02	-0.07
EBITDA 利息倍数（X）	0.90	1.03	1.19	-
经营净现金流/利息支出（X）	1.99	-2.42	0.26	-

注：2019.Q3 经营活动净现金流/总债务指标经年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2019 年 9 月末，公司及合并报表下属子公司取得的银行授信总额为人民币 1,767 亿元，已使用授信额度人民币 677 亿元，未使用授信余额为人民币 1,090 亿元，加之公司作为 A 股上市公司，股权融资渠道顺畅，其整体备用流动性较好。

或有负债方面，截至 2019 年 9 月末，公司及其子公司对外担保余额合计 129.28 亿元，担保对象主要为公司合营及联营公司，其中，对大连弘坤实业有限公司、湖南金科房地产开发有限公司和郑州千上置业有限公司提供担保金额分别为 12.00 亿元、7.89 亿元和 5.20 亿元；公司对外担保总额占公司当期末净资产比例为 27.49%，中诚信证评将对公

司或有负债风险保持关注。

总体而言，随着公司业务规模的快速扩张，公司近年来债务规模增长较快，财务杠杆比率仍处于较高水平。不过，考虑到公司在重庆区域的竞争优势与市场地位进一步提升，盈利能力不断增强以及持续增长的签约销售金额及充足的待结算资源，加之其相对充裕的备用流动性，可为其债务本息的偿还提供有力保障。

结 论

综上，中诚信证评评定金科地产集团股份有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“金科地产集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AAA**。

关于金科地产集团股份有限公司 2020年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

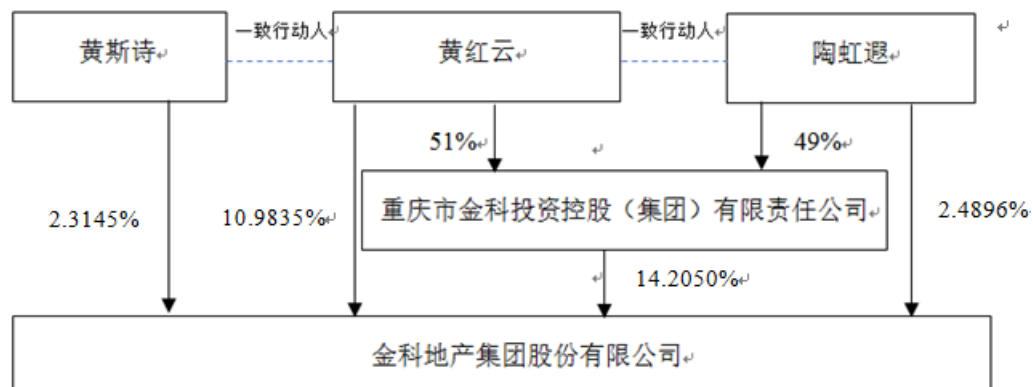
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

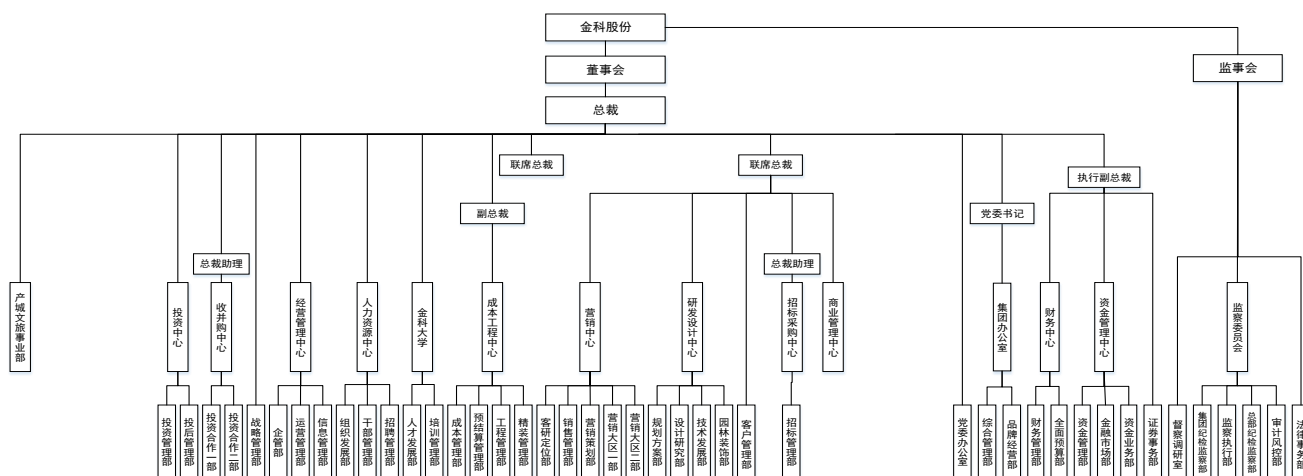
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：金科地产集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：金科地产集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：金科地产集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q3
货币资金	1,764,484.22	1,862,698.97	2,985,175.72	3,096,404.16
应收账款净额	82,928.66	149,468.37	158,360.75	233,766.97
存货净额	7,152,719.55	10,722,137.32	16,083,488.65	20,267,367.51
流动资产	9,926,509.52	14,418,759.47	21,334,127.37	26,641,180.92
长期投资	110,169.72	476,929.60	784,121.52	1,047,489.31
固定资产合计	611,399.55	649,383.28	744,097.50	1,087,779.92
总资产	10,924,916.41	15,736,402.28	23,069,866.54	29,123,007.98
短期债务	682,379.84	1,805,995.48	3,029,949.07	3,439,887.03
长期债务	3,789,801.15	5,002,654.35	5,451,678.36	7,082,987.82
总债务（短期债务+长期债务）	4,472,180.99	6,808,649.82	8,481,627.43	10,522,874.84
总负债	8,671,694.47	13,499,771.99	19,293,206.25	24,419,399.46
所有者权益（含少数股东权益）	2,253,221.94	2,236,630.29	3,776,660.29	4,703,608.52
营业总收入	3,223,544.16	3,475,762.31	4,123,367.64	4,320,322.36
三费前利润	482,169.09	627,968.62	1,037,395.94	1,095,366.56
投资收益	-9,872.06	25,778.99	-18,623.38	-30,693.96
净利润	179,034.90	228,539.78	402,050.40	466,248.18
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	282,116.54	371,322.96	599,109.05	-
经营活动产生现金净流量	624,412.15	-848,554.64	132,910.95	-545,708.06
投资活动产生现金净流量	-565,098.88	-990,234.56	-800,115.35	-927,078.55
筹资活动产生现金净流量	869,854.97	1,930,979.05	1,797,474.41	1,513,095.27
现金及现金等价物净增加额	929,168.24	92,189.86	1,130,270.01	40,088.97
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	20.74	21.32	28.57	30.10
所有者权益收益率（%）	7.95	10.22	10.65	13.22
EBITDA/营业总收入（%）	8.75	10.41	14.53	-
速动比率（X）	0.58	0.44	0.38	0.37
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	-0.12	0.02	-0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.92	-0.47	0.04	-0.21
经营活动净现金/利息支出（X）	1.99	-2.42	0.26	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.90	1.03	1.19	-
总债务/EBITDA（X）	15.85	18.81	14.16	-
资产负债率（%）	79.38	85.79	83.63	83.85
总债务/总资本（%）	66.50	75.27	69.19	69.11
长期资本化比率（%）	62.71	69.10	59.08	60.09
净负债率（%）	120.17	221.13	145.54	157.89

注：1、2016~2019.Q3 长期应付款中应付融资租赁款已调至长期债务核算；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3、2019.Q3 所有者权益收益率等指标经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=净债务/所有者权益（含少数股东权益）

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。