

金辉集团股份有限公司

及其发行的 16 金辉 01、16 金辉 02 与 16 金辉 03

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2019)100180】

评级对象: **金辉集团股份有限公司及其发行的 16 金辉 01、16 金辉 02 与 16 金辉 03**

	16 金辉 01	16 金辉 02	16 金辉 03
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 12 日	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 12 日	AA/稳定/AA/2019 年 6 月 12 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 15 日	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 15 日	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 15 日
首次评级:	AA/稳定/AA/2015 年 10 月 23 日	AA/稳定/AA/2016 年 3 月 7 日	AA/稳定/AA/2016 年 4 月 7 日

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位:人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	12.31	7.61	29.61
刚性债务	61.94	59.84	101.05
所有者权益	26.04	30.22	32.01
经营性现金净流入量	-53.53	2.43	-25.79
合并口径数据及指标:			
总资产	567.53	863.55	1234.29
总负债	455.14	718.20	1054.78
刚性债务	207.78	346.99	458.61
所有者权益	112.39	145.35	179.51
营业收入	179.71	123.78	160.87
净利润	22.30	22.66	22.70
经营性现金净流入量	18.90	-97.27	29.50
EBITDA	30.78	32.01	34.36
资产负债率[%]	80.20	83.17	85.46
权益资本与刚性债务比率[%]	54.09	41.89	39.14
流动比率[%]	162.20	156.34	140.24
现金比率[%]	22.70	13.41	20.89
利息保障倍数[倍]	1.96	1.46	1.10
净资产收益率[%]	22.09	17.58	13.98
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.04	-26.53	4.87
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.79	-22.77	0.03
EBITDA/利息支出[倍]	1.99	1.48	1.12
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.12	0.09

注:根据金辉集团经审计的 2016~2018 年财务数据整理、计算。

分析师

覃斌 qb@shxsj.com
杨亿 yangyi@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“本评级机构”)对金辉集团股份有限公司(简称“金辉集团”、“该公司”或“公司”)及其发行的 16 金辉 01、16 金辉 02 与 16 金辉 03 跟踪评级反映了 2018 年金辉集团在销售业绩等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在刚性债务扩张、后续资金支出等方面继续面临压力。

主要优势:

- **住宅项目开发经验丰富。**金辉集团自成立以来已积累了丰富的住宅物业项目的开发经验,有助于降低行业波动对公司经营产生的不良影响。
- **综合经营优势。**金辉集团已初步建立全国战略布局,主营业务区域分散度较高,同时由于公司土地储备规模较大,部分地区土地储备具有一定成本优势,有助于公司主营业务的持续稳定开展。公司土地储备主要位于一线、环一线及二线城市等城市,项目去化情况良好。
- **经营业绩提升。**金辉集团的住宅物业销售业务是其重要的收入和利润来源。得益于较为完善的成本管控体系以及快速周转的经营策略,跟踪期内公司销售业绩有所提升。

主要风险:

- **市场风险。**金辉集团开发项目以住宅为主,易受房地产市场政策调整影响,面临一定的市场风险。
- **有息债务规模快速攀升。**金辉集团投资规模大,有息负债规模快速上升。截至 2018 年末,公司资产负债率达 85.46%,债务偿付压力较大。
- **合作开发项目风险。**近年金辉集团合作开发

的项目明显增多，合作模式为公司与合作方共同出资成立项目公司，按各自所持有的权益比例投入项目资本金和为项目公司提供融资担保，资金投向合作的开发项目，造成公司的对外担保和往来款规模大。因公司对开发项目没有绝对控制权，账款回收具有一定不确定性，对外担保面临一定或有损失风险。

- **投资性房地产估值风险。**金辉集团投资性房地产以公允价值计量且规模较大，存在一定的估值风险。

➤ 未来展望

通过对金辉集团及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性很高，并维持上述债券债项信用等级为 AA。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



金辉集团股份有限公司

及其发行的 16 金辉 01、16 金辉 02 与 16 金辉 03

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照金辉集团股份有限公司 16 金辉 01、16 金辉 02 与 16 金辉 03 信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据金辉集团提供的经审计的 2018 年财务报表及相关经营数据，对金辉集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司 2015 年以来发行债务融资工具情况如图表 1 所示。截至 2019 年 4 月末，公司已发行债券本金合计 141.70 亿元，待偿还本金余额为 129.7115 亿元¹，公司存续债券均按期付息。

图表 1. 公司发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16 金辉 01	5.00	4.6715	3+2	7.30	2016.1	正常回售、付息
16 金辉 02	15.00	14.30	3+2	6.50	2016.3	正常回售、付息
16 金辉 03	10.00	2.50	3+2	6.50	2016.4	正常回售、付息
16 金辉 04	6.00	6.00	3	7.50	2016.5	正常付息
16 金辉 05	15.00	15.00	2+1	7.40	2016.7	正常付息
16 金辉 06	9.00	9.00	2+1	6.60	2016.9	正常付息
18 金辉 01	10.00	10.00	2+1	7.50	2018.4	正常付息
18 金辉 02	17.00	17.00	1+1+1	7.40	2018.9	未到付息日
18 金辉 03	4.00	4.00	2+1	7.50	2018.10	未到付息日
18 金辉 1A	8.00	8.00	2	7.20	2018.4	正常付息
18 金辉 1B	2.20	2.20	2	8.20	2018.4	正常付息
18 金辉 1C	1.80	1.80	2	0.00	2018.4	正常付息
金辉 A1- A12	6	4.34	0.5-6	4.3-5.9	2016.11	正常付息
金辉次	0.7	0.7	6	-	2016-11	正常付息
PR 金辉优	30	30	3+3+3+3+3+3	6%	2018.9	正常付息
PR 金辉次	2	2	3+3+3+3+3+3	-	2018.9	正常付息
合计	141.70	131.5115				

资料来源：金辉集团

¹ 待偿还本金余额未包含 1.8 亿元的 18 金辉 1C，因 18 金辉 1C 系公司自行出资。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工

业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险

(2) 行业因素

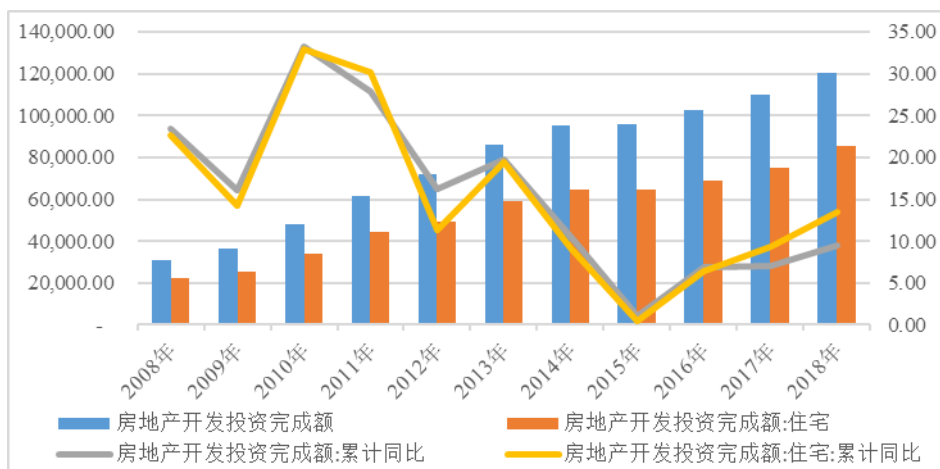
房地产是我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主力。2018年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业面临去化

加速压力，同时自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

A. 行业概况

房地产是我国经济支柱产业。2008-2017 年，我国房地产开发投资完成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年同期增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年同期增长 13.00%，增速高于房地产增速。

图表 2. 2008-2018 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯及国家统计局

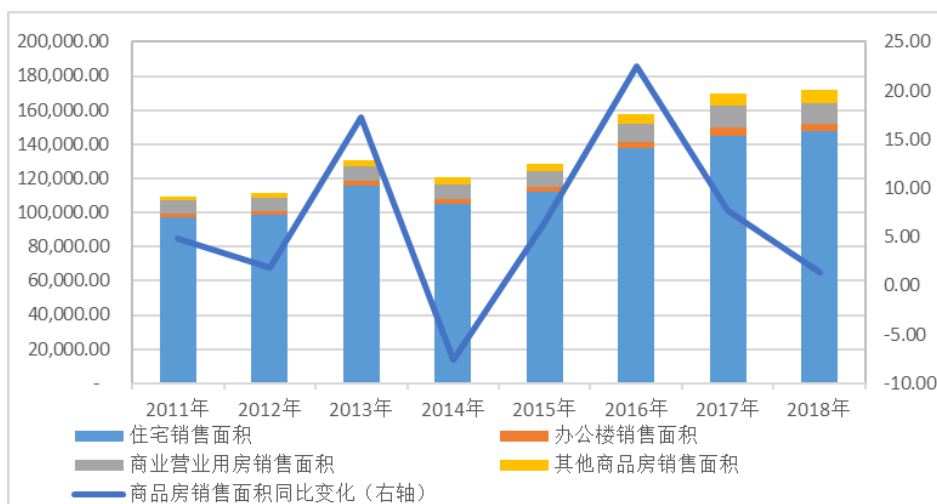
2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，连续两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市²的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一、二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由-27.37% 收窄至-6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00% 升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69% 回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场

² 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个。二线城市：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、石家庄，共 23 个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018年，全国70大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨7.27%，涨幅较上年回落1.21个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨0.43%，涨幅较上年大幅回落9.63个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨7.52%和7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国70大中城市二手住宅平均销售价格同比增长5.55%，涨幅较上年回落1.36个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长0.67%和5.79%，涨幅分别回落11.31个百分点和2.14个百分点，三线城市平均销售价格增长5.89%，涨幅微增0.48个百分点。总的来看，2018年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018年全国商品房销售额为15.00万亿元，同比增长12.2%，增速同比下滑1.5个百分点；其中住宅销售金额12.64万亿元，同比增长14.7%，增速提高3.4个百分点。

图表 3. 2011-2018 年度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米，%）

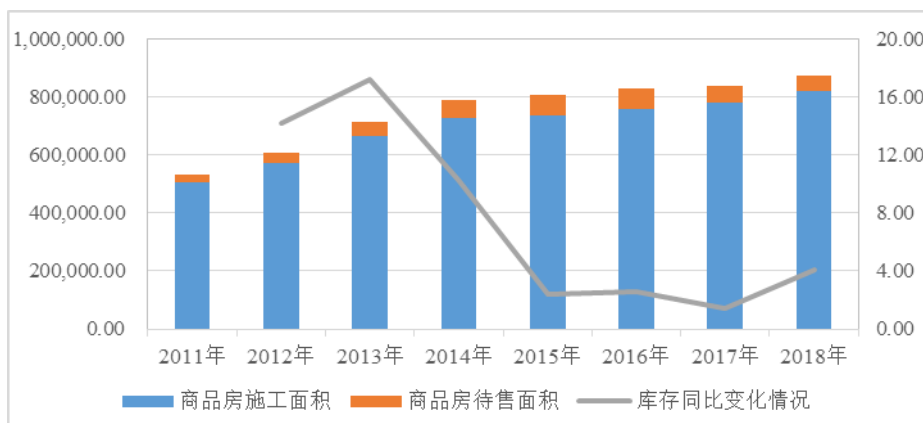


资料来源：Wind 资讯

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2010年和2011年房地产投资的高速增长，带动了2012年和2013年库存的快速增长，随着2012年房地产投资增速的逐步回落，及政策面上自2014年7月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，央行数次下调贷款基准利率，同时国家通过棚改货币化，都助推行业去库存，2014年库存增速大幅回落。2015-2017年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至2018年末，我国商品房市场库存为87.47亿平方米，较上年增长4.08%；具体来看，商品房待售面积为5.24亿平方米，较上年末减少11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的78.15亿平方

米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

图表 4. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind 资讯

2018 年以来，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 Wind 数据显示，2018 年，100 大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米，同比增长 16.82%，其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米，同比增长 22.89%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24% 以上的增长；其中二线城市住宅推地 1.35 亿平方米，同比增长 24.37%；三线城市住宅推地 1.65 亿平方米，同比增长 25.96%；在地方政府融资收紧背景下，土地出让金仍为地方政府主要的财政来源。而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年住宅推地同比减少 11.84% 至 1,429.04 万平方米。

土地供应方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 Wind 数据显示，2018 年，全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米，同比下跌 8.91%，平均溢价率为 12.04%，较上年减少 14.31 个百分点；其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米，同比下跌 5.20%，溢价率为 13.58%，较上年下降 17.30 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势，2018 年，100 大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

图表 5. 2016-2018 年我国 100 个大中城市土地供应及成交情况

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	6.09	-7.31%	6.75	10.89%	7.88	16.82%
其中：住宅类用地推出面积 (亿平方米)	2.22	1.21%	2.56	15.27%	3.14	22.89%
各类用地成交面积 (亿平方米)	5.29	-3.04%	6.02	13.71%	6.66	10.69%
其中：住宅类用地成交面积 (亿平方米)	1.86	1.44%	2.33	25.52%	2.51	7.33%
各类用地成交出让金 (万亿元)	2.47	35.25%	3.32	34.31%	3.32	-0.02%
其中：住宅类用地出让金 (万亿元)	1.94	43.44%	2.67	37.42%	2.67	-0.17%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	2,489.03	40.62%	2,862.29	15.00%	2,607.31	-8.91%

项目	2016年		2017年		2018年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
住宅类用地成交楼面均价（元/平方米）	4,302.28	48.68%	4,882.33	13.48%	4,628.38	-5.20%
各类用地成交溢价率		46.22%		26.36%		12.04%
住宅类用地成交溢价率		58.58%		30.88%		13.58%

资料来源：Wind

B. 政策环境

2018年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，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。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁住房的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继2019年3月5日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3月8日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

2018年货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下，房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

2018年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

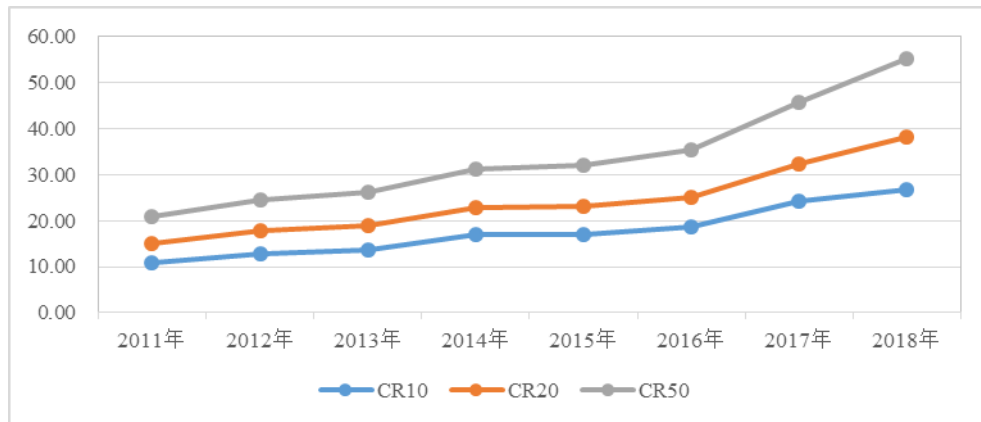
此外，各地政府积极发展租赁和共有产权市场，增加租赁住房供给，主张租购同权，同时推出共有产权房，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

C. 竞争格局/态势

经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018年，CR10/CR20/CR50 该比值逐

年提高,由 10.75%/14.98%/20.90%提升至 26.89%/38.32%/55.10%,预计未来行业集中度将进一步提升。

图表 6. 规模房企市场占有率



资料来源: CREIS 中指数据、新世纪评级整理

2018 年以来,房地产开发企业总体上营业收入及净利润增速均出现增长。受益于销售价格的上涨,毛利率亦小幅上升。但已销售未结算收入同比大幅下滑,短期内业绩增长动力不足。行业整体财务杠杆有所上升,且债务期限结构趋向短期。同时,随着行业销售增速放缓,自由现金流缺口扩大。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览 (2018 年末, 亿元, %)

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据 (合并口径)				
	签约销售金额	营业收入	毛利率	总资产	剔除预收账款后的资产负债率	归属母公司的权益/带息债务 (倍)	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	6070	2976.79	37.48	15285.79	84.58	0.20	492.72	336.18
保利发展控股集团股份有限公司	4048	1945.55	32.48	8464.94	65.89	0.46	261.49	118.93
新城控股集团股份有限公司	2211	541.33	36.69	3303.18	84.56	0.17	122.09	38.17
阳光城集团股份有限公司	1629	564.70	26.06	2633.97	79.62	0.20	36.06	218.31
四川蓝光发展股份有限公司	855	308.21	27.75	1508.81	72.88	0.30	24.96	4.62
珠海华发实业股份有限公司	582	236.99	27.28	1822.09	77.52	0.17	24.02	159.99
上海世茂股份有限公司	271	206.74	44.56	1083.20	56.47	1.20	47.26	39.78
北京北辰实业股份有限公司	282	178.64	33.49	918.94	81.62	0.26	19.93	25.33
光明房地产集团股份有限公司	242	204.94	31.30	744.26	79.21	0.35	13.71	-87.34
中交地产股份有限公司	149	89.48	30.88	402.30	82.10	0.21	11.52	57.96
广宇集团股份有限公司	31	31.68	39.64	115.57	60.45	1.10	6.17	-11.10
金辉集团	367	160.87	33.46	1234.29	78.14	0.34	22.70	29.50

资料来源: 新世纪评级整理

D. 风险关注

购房需求结构调整,行业销售增速放缓,自由现金流缺口增大。2018 年以来,我国房地产调控政策密集出台,调控政策实行“因城因地制宜、精准施策”的差异化措施。一方面通过限购、限价、限售、限贷等手段,抑制房地产投资投机需求入市;另一方面,棚改货币化、共有产权房等推出,解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题,改善了人们的住房质量。

目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退出。未来随着共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，购房需求逐步向租房转化。受此影响，房地产行业销售增速已从高位回落。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型，进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加，自由现金流缺口不断扩大。

融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。2018年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年4月发改委和财政部联合下发的《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》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据Wind数据统计，2019年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模超过5,000亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

2. 业务运营

该公司拥有多年的住宅项目开发经验，形成了以住宅地产开发、物业管理及物业租赁为主的业态模式，目前房产开发项目主要位于一线、环一线及二线核心城市，项目资金回笼情况较好，同时具有一定规模土地储备量，能够为公司持续发展提供有力支撑。但目前公司开发项目众多，未来面临较大的资本支出压力，对公司的资金平衡能力提出了更高要求。

该公司成立初期主要在福州地区从事住宅项目的开发，自2005年公司逐步将业务范围逐渐拓展至福建省内及全国其他主要城市地区，2009年公司将总部迁至北京。公司秉持“全国布局、区域聚焦、城市领先”的发展战略，业务重点扎根长三角、环渤海、珠三角等经济发达与具有高增长潜力的地区，形成了东南、华东、西南、长三角、环渤海、西北共六大区域分布的战略布局，开发足迹遍及北京、上海、天津、重庆、福州、福清、西安、杭州、合肥、沈阳、南京、苏州、成都、长沙、石家庄、佛山、扬州、无锡、盐城、淮安、连云港、武汉等近30座城市，其中核心开发城市包括福州、重庆、西安、武汉等。多年来，公司深耕西安和重庆市场，目前在西安和重庆的市占率均排前列。公司将房地产业务布局全国，业务布局的分散有利于降低公司单一地区市场波动风险。

该公司所开发的项目以住宅为主，并对住宅物业周边的配套商铺设施进行开发和租赁，并通过子公司向所开发楼盘的业主和自持物业的租户提供物业管理服务。公司拥有国家一级房地产开发资质，以及国家一级金牌物业资质。根

据中国房地产业协会、中国房地产测评中心三家单位联合主办的“2018 中国房地产 500 强测评”及“2019 中国房地产 500 强测评”中，公司的排名分别为第 37 位和第 36 位。

图表 8. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
房地产开发与销售	全国	横向规模化	规模、资本、政策

资料来源：金辉集团

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 9. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计	179.71	123.78	160.87
其中：核心业务营业收入（亿元）	179.31	121.12	158.35
在营业收入中所占比重（%）	99.78	97.85	98.43
其中：（1）房地产销售	176.10	116.34	151.05
在核心业务收入中所占比重（%）	98.21	96.05	95.38
（2）物业服务	2.76	3.49	4.49
在核心业务收入中所占比重（%）	1.54	2.88	2.83
（3）物业出租	0.45	1.29	2.82
在核心业务收入中所占比重（%）	0.25	1.07	1.78
毛利率（%）	25.92	36.15	33.46
其中：房地产销售（%）	25.96	34.81	31.82
物业服务（%）	12.10	14.63	15.81
物业出租（%）	100.00	100.00	100.00

资料来源：金辉集团

该公司拥有多年的住宅项目开发经验，形成了以住宅地产开发、物业管理及物业租赁为主的业态模式。公司主营业务收入占比保持在 97% 以上，其他业务收入比重极小。2016-2018 年，公司实现营业收入分别为 179.71 亿元、123.78 亿元和 160.87 亿元，其中房地产销售收入在核心业务中占比超过 95%。2017 年，公司营业收入较上年同期下降 33.93%，主要系 2015 年新增项目中合作开发类项目占比较大，合作开发项目 2017 年结转时产生的收入计入投资收益，导致当期收入结转规模减少。2018 年公司结转面积增多，收入随之增长。近三年，公司综合毛利率有所波动，主要系结转项目区域的分布不同所致。

A. 房地产开发

该公司房地产开发业务以住宅开发为主，并配以少量商业物业开发。住宅类开发产品涵盖高、中层刚需住宅及部分改善型住宅，以刚需住宅为主。公司培育了四大产品品牌：铭著系，定位轻奢；云系，定位改善型；优步系，定位刚需；大城系，定位大盘。公司亦开发整合住宅物业、办公室、酒店及零售等

多种物业的大型城市综合体，但数量较少，主要分布在福州、重庆和西安。

图表 10. 金辉集团房地产业务的经营概况（单位：万平方米、亿元）

	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	186.97	257.90	691.14
竣工面积	257.30	135.14	156.60
签约销售面积	187.03	204.14	289.90
签约销售金额	181.98	233.76	364.11

资料来源：金辉集团

2018 年该公司开工项目同比显著增长，新开工面积是上年的 2.68 倍，主要开发项目为佛山的优步熙园、福清的优步书苑和江山云著、杭州的久尚云筑、咸阳的泾河小镇-卢卡、武汉的优步湖畔、重庆的中央铭著等。截至 2018 年末，公司在建项目共 61 个，分布在西安、福清、福州、淮安、上海、沈阳、苏州等 28 个城市，总建筑面积合计 2280.29 万平方米，预计总投资额为 1432.85 亿元，已完成投资 950.75 亿元，2019-2020 年的计划投资额分别为 158.31 亿元和 110.12 亿元。

图表 11. 2018 年末公司在建项目区域分布及开发进度（单位：个，万平方米、亿元，%）

项目所在地区	项目数量	总建筑面积	权益建筑面积	投资总额	已投资额	2019 年计划投资额	2020 年计划投资额	已取得预售证面积	已签约销售面积	已签约销售金额
北京	1	17.49	17.49	22.21	15.60	1.39	1.90	0.00	0.00	0
天津	1	29.32	29.32	13.79	7.25	3.16	3.16	17.94	16.16	16.70
石家庄	4	38.45	21.76	43.98	26.15	15.94	3.58	13.00	9.81	13.39
沈阳	5	73.40	73.40	42.28	29.68	11.45	3.31	46.17	39.07	38.73
上海	1	9.83	9.83	40.34	40.12	2.80	0.43	6.24	3.58	24.45
苏州	2	43.41	43.41	31.57	29.91	1.94	0.20	29.58	36.76	46.83
太仓	1	4.63	4.63	3.44	2.29	0.74	0.27	0.00	0.00	0.00
杭州	3	33.60	33.60	53.53	42.64	5.12	3.73	10.57	8.10	16.43
连云港	2	174.59	174.59	69.42	38.00	5.64	4.78	89.37	78.34	56.08
淮安	3	119.42	119.42	42.53	32.76	6.96	4.10	79.47	73.21	43.97
盐城	1	69.25	69.25	27.73	22.48	2.50	2.70	46.52	43.59	32.54
扬州	3	68.55	59.86	38.87	32.09	4.54	1.71	52.54	46.26	40.98
南京	1	5.49	5.49	14.81	12.42	2.65	0.00	1.05	0.52	1.43
徐州	1	10.25	10.25	5.58	2.84	0.90	1.10	1.25	0.00	0.00
句容	1	40.81	40.81	17.38	15.70	0.73	0.00	33.48	35.78	29.30
合肥	4	90.19	37.59	81.80	54.49	11.29	6.30	37.29	28.26	36.51
西安	7	414.45	414.45	250.12	136.78	24.26	12.89	232.61	217.11	224.10
咸阳	1	255.73	255.73	102.71	16.09	16.09	20.74	11.96	1.64	1.39
郑州	1	29.20	29.20	36.94	26.02	1.39	1.90	0.00	0.00	0.00
成都	1	19.63	19.63	8.49	6.66	0.35	0.27	14.16	11.66	7.74
眉山	1	12.18	12.18	8.86	4.67	0.99	1.15	3.90	1.44	1.29

项目所在地区	项目数量	总建筑面积	权益建筑面积	投资总额	已投资额	2019年计划投资额	2020年计划投资额	已取得预售证面积	已签约销售面积	已签约销售金额
重庆	4	418.74	369.18	226.32	160.59	15.05	11.03	232.06	264.76	226.14
长沙	2	40.40	40.40	30.27	18.24	4.44	3.89	13.51	8.94	9.68
武汉	1	25.08	25.08	19.03	11.65	3.80	1.20	12.52	7.96	8.68
佛山	4	35.38	29.32	37.35	28.20	5.36	3.98	6.67	2.47	5.10
惠州	1	9.09	9.09	7.28	4.40	0.88	0.66	2.61	1.36	1.89
福州	1	134.73	80.84	120.29	112.95	7.56	7.25	88.72	76.72	144.11
福清	3	57.08	33.50	35.93	20.09	4.45	7.89	6.76	4.67	5.27
合计		2280.29	2069.31	1432.85	950.75	158.31	110.12	1089.96	1018.17	1032.73

资料来源：金辉集团

此外，该公司还有众多合作开发项目，主要合作方有金茂集团、融侨集团、万科、建发集团、碧桂园、旭辉集团、弘阳集团、禹洲地产及金科集团等。部分合作项目公司占权益超过 50%，因项目公司的章程及合作协议设置有各种限制条款，公司没有实际控制权，故未纳入合并范围，进入长期股权投资核算。合作开发项目中，参股各方按权益比例投入项目建设资金及提供项目贷款担保，并按权益比例进行利润分成。

在销售方面，近年来，随着宏观经济环境下行，房地产行业整体政策调控收紧，该公司严格把控建设成本，合理优化销售策略，在重点城市有针对性的推出刚需住宅，公司整体销售情况良好。2016-2018 年，公司房地产签约销售面积分别为 187.03 万平方米、204.14 万平方米和 289.90 万平方米，分别实现签约销售金额 181.98 亿元、233.76 亿元和 364.11 亿元。

图表 12. 近年金辉集团房地产销售收入区域构成（单位：万平方米、亿元）

城市名称	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额
福州	16.59	28.94	12.20	31.02	10.70	26.51
福清	9.31	8.78	5.34	5.83	5.26	5.81
重庆	23.29	21.54	38.34	45.30	54.51	67.89
西安	34.17	27.23	47.35	46.07	55.14	78.61
苏州	9.75	17.43	9.81	17.06	3.48	4.83
上海	3.87	10.03	0.51	0.33	3.69	24.76
天津	-	-	3.26	3.40	12.90	13.30
沈阳	13.51	9.07	17.37	15.44	25.45	25.96
合肥	0.30	0.23	18.10	23.40	11.09	13.44
成都	3.36	2.42	1.54	0.91	0.17	-0.12
连云港	22.67	17.81	7.90	7.25	17.99	11.39
淮安	8.90	4.22	8.86	5.31	36.16	22.63
扬州	12.04	9.99	15.67	16.02	5.34	5.49
无锡	0.19	0.08	0.03	0.01	0.30	0.04
盐城	7.08	5.04	14.36	13.00	8.33	7.49

城市名称	2016 年度		2017 年度		2018 年度	
	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额	销售面积	签约金额
句容	22.00	19.17	3.51	3.40	0.50	0.11
杭州	-	-	-	-	8.11	16.43
佛山	-	-	-	-	2.47	5.10
石家庄	-	-	-	-	9.53	13.20
长沙	-	-	-	-	7.50	7.93
武汉	-	-	-	-	7.96	8.68
南京	-	-	-	-	0.52	1.43
惠州	-	-	-	-	1.36	1.89
眉山	-	-	-	-	1.44	1.29
合计	187.03	181.98	204.14	233.76	289.90	364.11

资料来源：金辉集团

截至 2018 年末，该公司已完工未清盘项目共 19 个，销售去化率约³90%，销售款为 246.36 亿元；剩余可售面积 31.17 万平方米，产品类型包括住宅、底商、车位，主要分布在上海、苏州和西安，按前期销售价格估算，剩余货值约 33 亿元；在建的 61 个项目中，达到销售条件的面积为 1964.81 万平方米，其中已取得预售证面积为 1089.96 万平方米，已签约销售面积 1018.17 万平方米，销售去化率约为 90%，销售均价 10,143 元/平方米，预售款 1032.75 亿元。

土地储备方面，该公司每年的拿地支出占当年签约销售额的 30%-40% 之间，以确保公司业务的稳步增长。2018 年公司以出让或土地置换方式获得土地共 21 宗合计 134.14 万平方米，计容建筑面积 316.74 万平方米，土地出让金合计 131.92 亿元，地块分布在合肥、武汉、郑州、西安、福清、扬州等地；以收购股权方式获得西安的卢卡小镇项目和湖北孝感的闵集项目，2 宗地块合计 88.66 万平方米（折合 1329.83 亩），计容建筑面积 314.24 万平米，收购价款合计 146.73 亿元。目前公司土地储备较为充足，截至 2018 年末公司拥有土地储备的建筑面积（包括拟建项目以及在建项目中的拟建地块）约为 807.04 万平方米，涉及在建项目 61 个，拟建项目 13 个。公司项目多集中于一线、环一线及二线核心城市，涉及非一二线城市相关资产的账面价值仅占房产开发业务资产的 6.55%。

总的看，该公司房地产开发项目去化情况良好，近年保持了稳定的增长态势，能够为公司持续发展提供有力支撑。公司开发项目逐年增多，除自行开发项目外，还有众多的合作开发项目，后续需投入大量的资金，同时为确保一定速度的增长，公司每年拿地的支出规模亦较大，未来面临较大的资金支出压力，对公司的资金平衡能力提出了更高的要求。

B. 物业租赁

该公司物业租赁业务主要系自持物业租赁。公司自持物业均为公司自行开

³ 销售去化率=已预售面积/已取得预售证的面积。

发的商业地产项目，包括 MALL、高端写字楼、底商等多种业态。截至 2018 年末，公司持有并已开业的商业地产主要包括福州金辉大厦、重庆金辉广场、西安金辉大厦、重庆金辉城四期三标、北京金辉大厦和西安朗博世界城等，物业面积合计为 52.29 万平方米。其中，北京金辉大厦占地面积 1.14 万平方米，建筑面积 10.30 万平方米，总投资金额约 13 亿元，经北京中同华资产评估有限公司评估，该物业在 2018 年末的公允价值为 42.36 亿元（不包含 37 楼、38 楼）。北京金辉大厦于 2016 年 12 月竣工交付，目前出租率达到 100%。2017 年北京金辉大厦处于运营初期，租户享有 3-6 个月的免租期，当年租金收入仅为 0.69 亿元；2018 年免租期结束，当年租金收入达 1.85 亿元。2018 年 4 月和 6 月，西安博朗世界城 H1 地块 B 栋和 H2 地块 1 号楼陆续投入运营，公司估算经营稳定后租金收入约为 2000 万元/年和 3600 万元/年，预计后续租金将有一定的增长空间。

图表 13. 金辉集团物业出租业务主要经营数据（单位：平方米、万元）

项目名称	规划建筑面积	2016 年		2017 年		2018 年	
		租金收入	出租率	租金收入	出租率	租金收入	出租率
福州金辉大厦	16,759.80	255	100%	285.71	100%	292.86	100%
重庆金辉广场	120,845.79	1,782.86	83.51%	2,089.41	61%	2,715.41	60.99%
西安金辉大厦	48,685.40	1,787.78	97.76%	2,346.82	100%	2,314.50	90.72%
西安馨苑幼儿园	3,641.02	35.43	100%	34.28	100%	35.24	100%
西安馨苑会所	7,166.89	34.83	100%	38.89	100%	37.62	100%
西安融侨城幼儿园	3,506.41	9.48	100%	32.14	100%	34.29	100%
西安曲江观邸幼儿园	2,914.55	27.56	100%	26.66	100%	26.67	100%
重庆凤临州南坪实验幼儿园	3,412.04	34.12	100%	33.36	100%	36.84	100%
重庆金辉城二期 B 区幼儿园	2,020.08	29.87	100%	34.47	100%	31.02	100%
重庆云满庭 B 区会所	1,527.59	14.52	100%	14.22	100%	3.90	100%
重庆云满庭 B 区幼儿园	1,730.87	11.00	100%	25.94	100%	47.80	100%
重庆诺丁阳光一期幼儿园	826.95	6.70	100%	6.38	100%	6.90	100%
重庆诺丁阳光二期幼儿园	1,019.93	6.46	100%	6.40	100%	7.30	100%
重庆金辉城四期三标	72,657.14	-	-	292.94	92%	908.33	82.55%
北京金辉大厦	72,854.25	-	-	6,925.79	96%	18,471.81	100%
西安博朗世界城 H2 地块 1 号楼	102,951.16	-	-	-	-	1,221.78	98.80%
西安博朗世界城 H1 地块 B 栋	28,349.78	-	-	-	-	1,098.89	100%
合计	522,928.97	4,035.61	-	12,193.41	-	27,291.15	-

资料来源：金辉集团

C. 物业管理

该公司物业管理业务主要由子公司北京金辉锦江物业服务有限公司（简称“锦江物业”）承接。锦江物业是一家具有国家一级物业管理资质的物业管理公司，分别在重庆、福州、西安、上海、江苏和北京设立了 32 个分公司，合计管理面积超过 1913.75 万平方米，已形成集商业、写字楼、城市综合体、别墅、中高端住宅等业态的综合性物业服务公司。

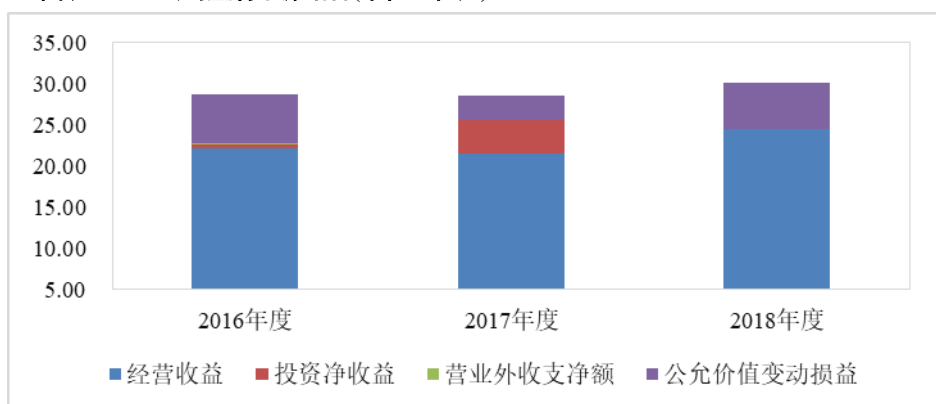
目前，该公司物业管理业务承接的项目仅限于公司开发的项目。物业管理团队通常从物业开发初期就开始参与整个设计规划阶段，以提早制定物业管理计划，并减少日后维护成本。在小区业主委员会尚未成立之前，由公司所属专业物业公司暂时管理小区物业，与业主订立物业管理合同；待小区业主委员会成立后，由业主委员会自行决定聘请物业管理公司。从近年的情况看，业主委员会选择公司物业管理团队的占比在 90% 以上。

在日常管理方面，该公司形成了较为完善的供应方、采购、合同管理、招投标管理等多项管理指引，从客服、工程、安全、环境多方位规范统一公司业务服务标准，对各区域净利润、物业收费率、清欠率进行密切跟踪考核，并引入了第三方客户满意率调查来增强客户粘性，提高物业品质，逐步提高公司物业服务业务收入。2018 年度公司物业整体收费率超过 85%，客户满意率达到 92%，各项业务经营指标均有较好表现。

物业管理业务在该公司营业收入中占比较小，2018 年物业管理收入 4.49 亿元，占营业收入比重低于 3%，毛利率为 15.81%，综合盈利能力较弱。但是，较高的物业管理服务质量能够为公司住宅产品销售提供一定支持，增强住宅销售业务的客户粘性，是公司业务的重要组成部分。

(2) 盈利能力

图表 14. 公司盈利来源结构(单位：亿元)



资料来源：根据金辉集团所提供数据绘制

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司主业突出，利润主要来自营业毛利，公允价值变动净收益和营业外收入相对较小。2016-2018 年，公司营业毛利分别为 46.59 亿元、44.74 亿元和 53.84 亿元。2017 年营业毛利有所下滑，主要系 2015 年新增项目中合作开发类项目占比较大，2017 年合作开发项目结转时产生的收入计入投资收益，导致当期结转收入规模有所减少。受销售策略和结转项目结构变化的影响，近年来公司毛利率有所波动，但总体维持在较好水平，近三年分别为 25.92%、36.15% 和 33.46%。

图表 15. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度
营业收入合计（亿元）	179.71	123.78	160.87
毛利（亿元）	46.59	44.74	53.84
期间费用率（%）	5.96	10.63	12.15
其中：财务费用率（%）	1.26	2.61	3.35
全年利息支出总额（亿元）	15.48	21.60	30.68
其中：资本化利息数额（亿元）	13.75	18.49	25.71

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

2016-2018 年，该公司期间费用率分别为 5.96%、10.63% 和 12.15%。公司期间费用主要为销售费用和管理费用，由于业务拓展较快，销售费用和管理费用呈上升趋势。2018 年，随着经营规模的不断扩大，公司金融机构借款规模上升，财务费用利息支出金额显著增加。当期财务费用率同比上升 0.74 个百分点至 3.35%。受三费增加的共同作用，2018 年期间费用率同比上升 1.51 个百分点至 12.15%。

图表 16. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资净收益（亿元）	0.57	4.12	-0.86
其中：理财产品（亿元）	0.06	0.05	0.13
营业外净收入（亿元）	0.02	-0.22	-0.50
公允价值变动损益（亿元）	5.94	3.02	5.75
其中：投资性房地产（亿元）	5.94	3.02	5.73

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理。

该公司非经营性损益相对较小，对利润影响有限。2016-2018 年，公司投资净收益分别为 0.57 亿元、4.12 亿元和 -0.86 亿元，2018 年投资收益为负值主要系合作开发项目大多处在投入期尚未结转收入所致。同期，公允价值变动损益分别为 5.94 亿元、3.02 亿元和 5.75 亿元，主要系按公允价值计量的投资性房地产增值所致。

该公司净利润较为稳定，近三年分别为 22.30 亿元、22.66 亿元和 22.70 亿元，净资产收益率分别 22.09%、17.58% 和 13.98%。2018 年，公司净资产收益率有所下降主要系所有者权益上升所致。整体而言，跟踪期内，公司盈利规模保持稳定，由于房地产业土地成本逐年上升，行业竞争态势日趋激烈，公司利润空间逐渐减小。

管理

跟踪期内，该公司产权状况、治理结构和管理水平变化不大。公司关联方往来较多，主要为应收应付合营及联营企业往来款。

跟踪期内，该公司产权结构、法人治理结构及管理水平等方面均无重大变化。公司控股股东为金辉投资（香港）有限公司（简称“金辉投资”），实际控制人为林定强。公司产权状况详见附录一。根据公司 2016 年 1 月 29 日公告显示，公司拟在上海证券交易所公开发行人民币普通股（A 股）60000 万股，截至目前发行申请尚未得到证监会核准。

2018 年 9 月 28 日，该公司股东召开了 2018 年第三次临时股东大会，选举林定强先生、林宇先生、陈朝荣先生、林茂祺先生、董晟先生、黄俊泉先生为公司董事，选举葛明先生、陈轼先生和张化桥先生为公司独立董事；选举郑祥关先生、郭艳芳女士为股东代表监事，与职工代表大会选举的职工代表监事周长亮先生组成公司第二届监事会。同日，公司第二届董事会第一次会议召开，选举林定强先生为公司董事长；聘任林定强先生为公司总经理，聘任林宇先生、陈朝荣先生、黄俊泉先生为公司副总经理，聘任陈朝荣先生为公司财务总监、董事会秘书。总的看，公司董事会成员和管理层人员变动不大。

该公司与关联方存在一定规模的持续性关联交易和资金往来，相应的关联方主要包括合营企业、联营企业。购销环节方面，2018 年，公司向关联方销售商品及提供劳务金额合计 0.28 亿元；向关联方提供管理服务确认收入 0.62 亿元。关联担保方面，2018 年末，公司为关联方提供担保余额为 119.89 亿元；当年未获得关联方提供的担保。关联方资金拆借方面，2018 年公司拆出资金的拆借利率为 6.00%-10.00%，收取关联方利息 1.48 亿元；当年无拆入资金。公司关联往来规模较大，2018 年末其他应收款和其他应付款余额分别为 77.67 亿元和 28.11 亿元，主要为与合营企业的往来款。近年，公司合作开发的项目增多，合作模式为公司与合作方共同出资成立项目公司，按各自所持有的权益比例投入项目资本金和为项目公司提供融资担保，资金投向合作的开发项目，造成公司的对外担保和往来款规模大。因公司对开发项目没有绝对控制权，账款回收具有一定不确定性。

图表 17. 公司关联方应收应付款项余额情况（单位：万元）

科目	2017 年末	2018 年末
应收账款	200.22	795.46
其他应收款	694,055.63	776,711.40
预收账款	1,101.46	0.00
其他应付款	327,416.03	281,143.80

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

根据该公司提供的 2019 年 3 月 25 日《企业信用报告》所载，公司无往期债务违约记录，公司信用良好。

图表 18. 公司严重不良行为记录列表（跟踪期内）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司	存在担保等风险敞口的非核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019/3/25	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2019/5/30	不涉及	正常	不涉及	不涉及
诉讼	公开信息披露	2019/5/16	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2019/5/16	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2019/5/16	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2019/5/16	无	无	无	无

资料来源：根据金辉集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理

财务

跟踪期内，该公司业务快速发展，刚性债务规模显著增加。得益于良好的预售，经营性现金由净流出转为净流入。未来随着项目投资进程的推进，公司负债规模将保持增长，公司存在一定的债务偿付压力和流动性风险。

1. 数据与调整

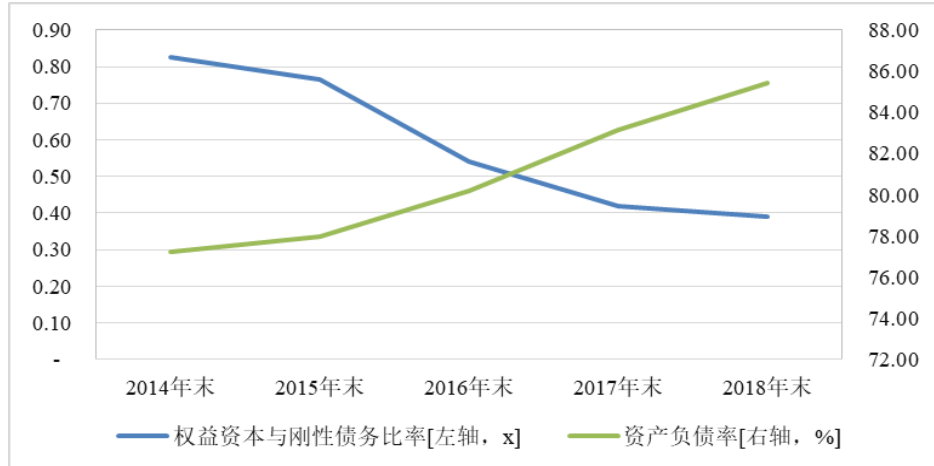
致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016 年至 2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的企业会计准则以及其应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）。此外，公司还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编制规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。跟踪期内，公司根据财政部《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）对财务报表格式进行了相应修订，上述修订对公司的资产总额、负债总额、净利润、其他综合收益、期初未分配利润等无影响。

近年来，该公司产业整合力度较大，公司及下属子公司对外股权投资和股权收购事项较多，合并报表范围变动较大。跟踪期内，公司合并范围新增子公司 28 家，其中新设子公司 22 家，因收购或增资而纳入合并报表的子公司 6 家，因外部单位增资导致合并范围减少 1 家。上述变动对当期财务数据造成一定影响。截至 2018 年末，公司纳入合并范围的各级子公司有 155 家，其中二级子公司（以公司为一级计）为 16 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 19. 公司财务杠杆水平变动趋势



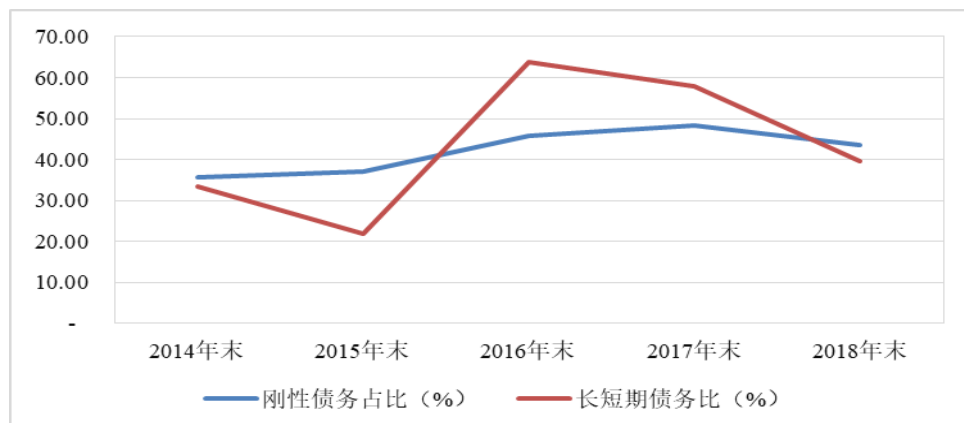
资料来源：根据金辉集团所提供数据绘制。

近年来，该公司加快项目拓展和土地储备步伐，由于内部积累较难满足资金需求，公司外部融资需求不断增加，债务规模持续增长，2016-2018 年末公司负债总额分别为 455.14 亿元、718.20 亿元和 1,054.78 亿元。同期末，资产负债率分别为 80.20%、83.17 % 和 85.46%；剔除预收账款后的资产负债率分别为 73.69%、77.23% 和 78.14%，公司负债经营程度逐年升高。

该公司近年来资本实力有所加强，2016-2018 年末所有者权益分别为 112.39 亿元、145.35 亿元和 179.51 亿元，其中未分配利润占所有者权益比例维持在较高水平。受益于自身经营积累以及少数股东权益增长，公司净资产规模有所扩大，但由于刚性债务迅速扩张，权益资本对刚性债务的覆盖能力持续弱化。近三年末公司权益资本对刚性债务的覆盖比率分别为 54.09%、41.89% 和 39.14%。

(2) 债务结构

图表 20. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
刚性债务 (亿元)	118.49	116.90	207.78	346.99	458.61
应付账款 (亿元)	27.05	32.78	43.71	38.40	58.09
预收账款 (亿元)	153.51	121.81	140.31	225.11	413.09
其他应付款 (亿元)	8.77	22.10	29.95	65.53	63.68
刚性债务占比 (%)	35.64	36.97	45.65	48.31	43.48
应付账款占比 (%)	8.14	10.37	9.60	5.35	5.51
预收账款占比 (%)	46.17	38.52	30.83	31.34	39.16
其他应付款占比 (%)	2.64	6.99	6.58	9.12	6.04

资料来源：根据金辉集团所提供数据绘制

从债务期限结构来看，2016-2018 年末，该公司长短期债务比分别为 63.75%、57.75%和 39.58%，债务期限结构偏短期。跟踪期内，公司流动负债规模增加，即期偿付压力有所加大。

该公司负债主要由刚性债务、应付票据及应付账款、预收账款和其他应付款构成。2018 年末，应付账款 58.09 亿元，较年初增长 51.27%，主要为应付施工方的工程款；预收账款 413.09 亿元，较年初增长 83.51%，绝大部分为预收房款，其余为预收物业费和预收租金；其他应付款为 68.40 亿元，和年初基本持平，主要由关联方往来款（28.11 亿元）、外部单位往来款（18.19 亿元）、应付股权转让款（5.72 亿元）、预提土地增值税（4.12 亿元）和购房定金（3.15 亿元）等构成。

(3) 刚性债务

图表 21. 公司刚性债务构成 (单位: 亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	49.36	73.49	53.27	111.11	194.64
其中：短期借款	10.00	6.06	10.91	31.66	28.60
一年内到期的非流动负债	37.66	65.75	33.43	69.97	155.31
应付票据	-	-	5.54	5.88	6.00
其他短期刚性债务	1.70	1.68	3.39	3.59	4.72
中长期刚性债务合计	69.12	43.41	154.52	235.89	263.97
其中：长期借款	69.12	43.41	74.79	171.74	160.55
应付债券	-	-	79.73	64.15	103.43
综合融资成本 (年化)	-	7.78%	7.51%	7.34%	7.80%

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

2018 年末，该公司刚性债务同比增长 32.17%至 458.61 亿元，其中短期刚性债务占比达到 42.44%，比上年末的比例提升了 10.42 个百分点，即期偿债压力有所增大。公司刚性债务主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券构成，2018 年末余额分别为 28.60 亿元、6.00 亿元、155.31 亿元、160.55 亿元和 103.43 亿元。公司短期借款主要为保

证借款和抵押及保证借款，较上年末减少 9.66%。一年内到期的非流动负债较上年末增长 121.96%，主要系公司 2016 年发行的三期私募债券⁴以及部分长期借款将于一年内到期，分类至一年内到期的非流动负债所致。长期借款较上年末减少 6.51%，借款性质主要为抵押、质押及保证借款，利率区间为 4.42%-11.50%。应付债券较上年末增长 61.22%，主要包括 2016 年发行的 30 亿元公募债券以及 6 亿元 ABS 资产支持专项融资计划⁵，以及 2018 年发行的 31 亿元私募债券、10.20 亿元购房尾款资产支持证券、30 亿元资产支持证券。

刚性债务期限方面，截至 2018 年末，该公司 1 年以内及 1-2 年刚性债务占比较大，金额分别为 194.64 亿元及 111.07 亿元，公司面临一定的集中偿付压力。公司整体资金成本较高，2018 年末刚性债务利率区间集中于 7% 及以上，综合融资成本为 7.80%。

图表 22. 公司 2018 年末主要刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1-2 年（不含 2 年）	2-3 年（不含 3 年）	3-5 年（不含 5 年）	5 年及以上
4%~5%（不含 5%）	-	6.35	-	-	-
5%~6%（不含 6%）	2.55	13.29	6.16	1.21	-
6%~7%（不含 7%）	9.00	33.90	41.24	2.66	28.69
7%及以上	172.37	57.53	72.93	-	-
合计	183.92	111.07	120.33	3.87	28.69

资料来源：金辉集团

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 23. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	1,176.97	833.40	754.52	1,881.58	2,116.78
营业收入现金率（%）	101.55	79.98	99.56	168.54	238.36
业务现金收支净额（亿元）	24.05	26.32	45.18	-64.93	55.99
其他因素现金收支净额（亿元）	-3.00	11.60	-26.28	-32.34	-26.49
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	21.05	37.92	18.90	-97.27	29.50
EBITDA（亿元）	21.07	22.92	30.78	32.01	34.36
EBITDA/刚性债务（倍）	0.19	0.19	0.19	0.12	0.09
EBITDA/全部利息支出（倍）	2.07	2.24	1.99	1.48	1.12

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

注：业务收支现金净额是指剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

⁴2016 年公司发行了三期私募债券，募资资金总额 30 亿元，期限均为 3 年。

⁵ 2016 年 11 月，公司子公司北京金辉锦江物业服务有限公司以其物业费债权和其他权利发行北京金辉锦江物业资产支持专项计划，期限 6 年，按季度付息，总募集金额 6.7 亿元（其中优先级债券 6 亿元，次级债券 7000 万由发行人认购），利率为 4.3%-5.9%。

2016-2018年，该公司营业周期分别为754.52天、1,881.58天和2,116.78天。2018年，公司大幅增加土地储备，导致存货增长，存货周转率下降，推动营业周期拉长。公司房地产销售资金回笼和收入结转不具有同步性，营业收入现金率呈现出一定的波动。2016-2018年公司经营活动产生的现金流量净额分别为18.90亿元、-97.27亿元和29.50亿元。2017年经营性现金大幅净流出，主要系支付新增土地储备价款及房地产项目开发的工程款增加所致；2018年经营性现金大幅净流入，主要系当年房产销售大幅增加所致。

该公司EBITDA主要由利润总额和列入财务费用的利息支出组成。2016-2018年，EBITDA分别为30.78亿元、32.01亿元和34.36亿元，逐年小幅增长。由于刚性债务迅速扩张，公司EBITDA对刚性债务及利息支出的覆盖倍数显著下滑，2018年分别下降至0.09倍和1.12倍。

(2) 投资环节

图表 24. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
收回投资与投资支付净流入额	-18.98	-7.31	-14.23	-34.16	-25.93
其中：理财产品投资回收与支付净额	-5.16	-5.66	0.71	-0.87	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-4.90	-5.65	-4.03	-2.18	-2.78
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-	-3.70	-	-0.51
投资环节产生的现金流量净额	-23.88	-12.95	-21.96	-36.34	-29.22

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

近年来，随着土地获取成本的持续上升，为了降低经营风险，该公司调整了业务经营模式，更多地采用与其他开发商共同经营的方式，通过成立合营公司或者收购项目公司股权来实现自身的业务扩张。2016-2018年，公司投资活动现金流量净额分别为-21.96亿元、-36.34亿元和-29.21亿元。2017年公司增加收购非同一控制下的子公司以及投资设立合营及联营公司，使得投资性现金净支出大幅增加，2018年公司投资支出少于上年。

(3) 筹资环节

图表 25. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
权益类净融资额	5.82	-9.72	-0.90	10.01	9.94
其中：分配股利、利润	0.00	11.72	0.90	0.40	0.37
债务类净融资额	0.64	-12.43	39.68	115.83	78.80
其中：现金利息支出	10.32	10.26	14.15	21.66	29.25
其他类净融资额	-0.81	-0.86	-4.95	-0.65	-0.68
筹资环节产生的现金流量净额	5.65	-23.01	33.83	125.19	88.06

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

2016-2018 年，该公司筹资活动现金流量净额分别为 33.83 亿元、125.19 亿元和 88.06 亿元。2016 年，公司筹资性现金由净流出转为净流入，主要系当年发行公募及私募公司债券、资产支持专项融资计划以及债权融资计划所致。2017 年，随着经营发展规模扩张，公司大幅增加金融机构借款，当年筹资性现金净流入规模进一步扩大。公司在建工程多，未来投资额大，2018 年继续保持较大的融资规模。

4. 资产质量

图表 26. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	332.30	292.09	450.84	711.74	1059.81
	77.22	72.00	79.44	82.42	85.86
其中：货币资金（亿元）	22.65	25.40	63.09	61.05	146.05
存货（亿元）	265.76	231.48	318.88	495.98	745.52
其他应收款（亿元）	23.60	7.27	50.01	96.80	120.39
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	98.02	113.58	116.69	151.81	174.48
	22.78	28.00	20.56	17.58	14.14
其中：投资性房地产（亿元）	61.12	69.81	81.15	89.48	101.16
长期股权投资（亿元）	20.45	31.68	11.69	32.59	30.22
其他非流动资产（亿元）	-	-	9.40	12.06	15.36
期末全部受限资产账面金额（亿元）	138.10	156.06	228.27	289.85	448.17
期末抵质押融资余额（亿元）	104.18	111.62	115.34	254.79	302.08
受限资产账面余额/总资产（%）	32.09	38.47	40.22	33.57	36.31

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理。

随着项目储备增加和项目开发进度的推进，该公司流动资产规模不断增加，并带动总资产规模相应增加。2016-2018 年末，公司资产总额分别为 567.53 亿元、863.55 亿元和 1234.29 亿元，同期末流动资产占比分别为 79.44%、82.42% 和 85.86%，以流动资产为主的资产结构与公司业务性质相符。

2018 年末，该公司流动资产主要由货币资金、存货和其他应收款构成。其中，货币资金余额较上年末增长 139.23% 至 146.05 亿元，增长的原因主要系当年房产销售及回款明显增加。其他应收款账面价值为 120.39 亿元，较上年末增长 24.37%，主要包括关联方往来款 77.67 亿元、押金和保证金 25.37 亿元、子公司股东款项组合 15.73 亿元、其他往来款 2.16 亿元⁶。其中关联方往来款系公司作为股东对于参股的合营公司、联营公司等关联公司的股东借款，借款用途为关联公司用于土地购置及房地产前期开发，属于房地产业务相关资金拆出，认定为经营性其他应收款项，随着合作开发项目的增多，该部分款项增长较快。受拟建及在建项目开发推进影响，公司存货规模持续增加，2018 年末账面价值较年初增长 50.31% 至 745.52 亿元，主要是由于公

⁶其他往来款主要系工程往来款、应收代垫款项、代付员工社保、员工备用金等。

司当年拓展土地储备增加，同时完成陕西枫泓房地产开发有限公司等 6 家子公司收购，合并范围增加。此外，公司其他流动资产主要包括预缴各项税费、理财产品和待抵扣进项税等，2018 年末余额较上年末增长 82.21% 至 24.34 亿元，主要系预售增加带动预缴税费增加。

该公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和其他非流动资产构成，2018 年末总额为 174.48 亿元。其中，长期股权投资账面价值为 30.22 亿元，较上年末减少 7.28%，主要系部分合营企业减少注册资本、分配利润。投资性房地产账面价值为 101.16 亿元，较上年末增长 13.06%，主要为酒店、写字楼等租赁物业的工程投入及公允价值增长。其他非流动资产账面价值为 15.36 亿元，较上年末增长 27.37%，主要为预付投资款及理财产品。

截至 2018 年末，该公司受限资产账面价值合计 448.17 亿元，占公司资产总额的 36.31%，在一定程度上影响了公司资产的流动性。其中，受限货币资金 11.26 亿元，主要为保证金及用于质押的银行存单等；受限存货 359.35 亿元，受限长期股权投资 8.21 亿元，受限投资性房地产 67.21 亿元。

图表 27. 2018 年末公司受限资产情况（单位：万元，%）

受限资产	账面价值	占该科目比例	受限原因
货币资金	112,648.90	7.71	保证金及用于质押的银行存单及 ABS 托管户资金
其他应收款	15,697.16	1.30	借款质押
存货	3,593,482.61	48.20	借款抵押
长期股权投资	82,086.37	27.17	借款质押
固定资产	3,266.29	8.31	借款抵押、债券抵押
无形资产	2,446.94	19.05	借款抵押、债券抵押
投资性房地产	672,120.25	66.44	借款抵押、债券抵押
合计	4,481,748.51	-	-

资料来源：金辉集团

5. 流动性/短期因素

图表 28. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率 (%)	133.28	112.67	162.20	156.34	140.24
速动比率 (%)	24.81	17.06	44.33	37.87	40.26
现金比率 (%)	9.09	9.80	22.70	13.41	20.89

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

跟踪期内，该公司流动负债增长较快，但流动资产亦有所增长，资产流动性变化不大。2018 年末流动比率及速动比率分别为 140.24% 和 40.26%，较上年末分别减少 16.09 个百分点和提升 2.39 个百分点。同期末，公司货币资金大幅增长，且受限数额比上年末减少，现金比率较上年末提升 7.48 个百分点至 20.89%。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司为关联方提供担保金额为 119.89 亿元，被担保对象主要为公司合营及参股企业，目前上述公司经营情况正常。此外，公司根据房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押借款担保，担保类型为阶段性担保，截至 2018 年末，公司承担上述阶段性担保金额合计 174.28 亿元。

7. 集团本部财务质量

该公司集团本部主要承担融资职能以及少量房地产开发及酒店业务。2018 年末，本部资产合计 496.47 亿元，主要由货币资金、其他应收款及长期股权投资构成。其中货币资金余额为 29.61 亿元，占合并口径货币资金比重 20.27%；其他应收款余额为 439.84 亿元，主要为应收子公司款项；长期股权投资为 12.69 亿元。公司债券融资主要由公司本部负责，2018 年末，本部负债合计 464.47 亿元，其中应付债券余额为 101.54 亿元，其中一年内到期的应付债券为 30 亿元。2018 年公司本部实现营业收入 3.48 亿元，净利润 2.15 亿元；经营性现金净流量为 -25.79 亿元。整体来看，公司本部能进行较有效的资金调配及周转，财务风险适中。

外部支持因素

截至 2018 年末，该公司已获取银行集团授信额度 610.80 亿元，尚未使用额度为 291.97 亿元，可为公司的日常运营及后续项目开发提供一定的资金支持。

图表 29. 来自金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	放贷规模 /余额	利率区间	附加条件/增 信措施
全部（亿元）	610.08	610.08	318.83	4.99%-8.1%	抵押、保证
其中：国家政策性金融机构（亿元）	-	-	-	-	-
工农中建交五大商业银行（亿元）	241.08	241.08	170.09	4.99%-7%	抵押、保证
其中：大型国有金融机构占比（%）	39.52	39.52	59.15	-	-

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理（截至 2018 年末）

跟踪评级结论

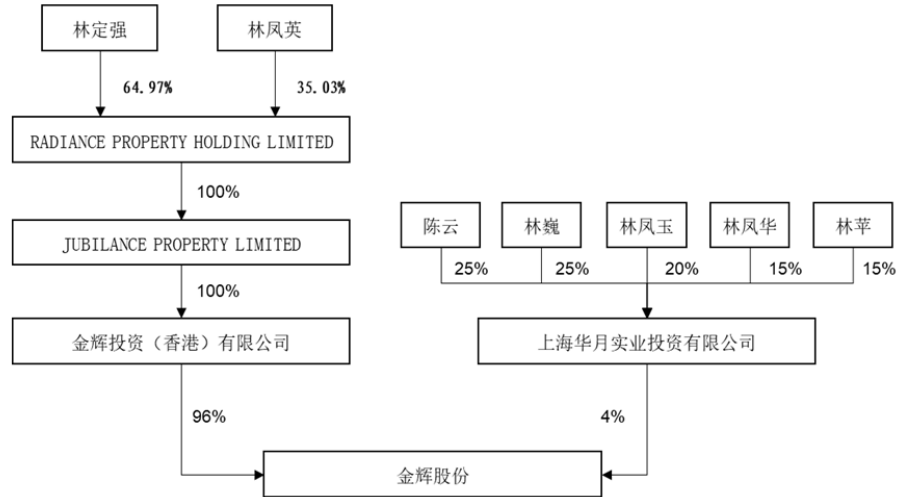
该公司拥有多年的住宅项目开发经验，形成了住宅地产开发、物业管理及物业租赁的业态模式，目前房产开发项目主要位于一线、环一线及二线核心城市，项目资金回笼情况较好，同时具有一定规模土地储备量，能够为公司持续发展提供有力支撑。但目前公司开发项目众多，未来面临较大的资本支出压力，对公司的资金平衡能力提出了更高要求。

跟踪期内，该公司经营业绩稳步增长。当期房产销售情况良好，经营性现金呈净流入状态。但随着项目投资进程的推进，公司刚性负债规模快速增长，存在一定的债务偿付压力和流动性风险。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）房地产行业调控长效化，关注该公司房地产项目销售进度和资金回笼情况；（2）公司未来债务增长情况；（3）公司融资渠道通畅性；（4）公司公开发行股票进展情况。

附录一：

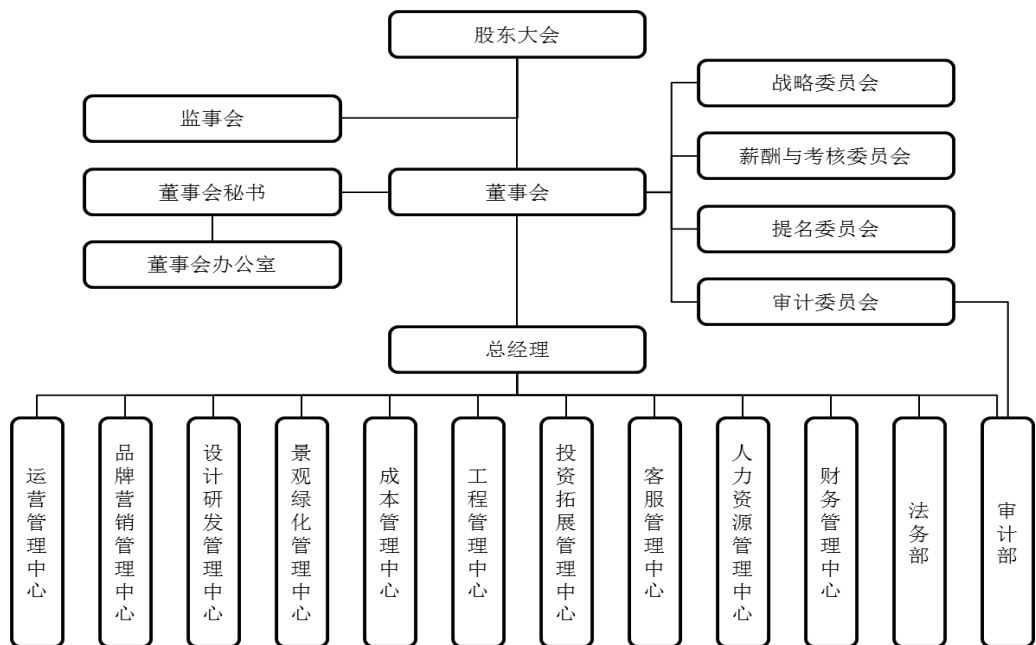
公司与实际控制人关系图



注：根据金辉集团提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据金辉集团提供的资料绘制（截至 2018 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

名称			母公司 持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
全称	简称	与公司的关系			刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
RADIANCE PROPERTY HOLDINGS LIMITED	--	集团最高层级法人实体	--	投资管理	-	-	-	-	-	-	
金辉投资(香港)有限公司	金辉投资	公司控股股东	--	贸易及投资	-	-	-	-	-	-	母公司口径
金辉集团股份有限公司	金辉集团	本级	--	房地产开发	101.05	32.00	3.48	2.15	-25.79		单体
西安金辉房地产开发有限公司	西安金辉地	核心子公司	100	房地产开发	0.57	11.52	0.10	-0.01	-		单体
西安曲江原山置业有限公司	西安曲江原	核心子公司	100	房地产开发	12.79	5.17	1.83	0.04	-		单体
句容弘源房地产开发有限公司	句容弘源地	核心子公司	100	房地产开发		10.11	18.87	5.19	-		单体
融侨(福州)置业有限公司	福州融侨置	核心子公司	60	房地产开发	49.24	23.07	32.06	6.88	-		单体
苏州金辉居业有限公司	苏州金辉居	核心子公司	100	房地产开发	-	7.17	0.20	-0.20	-		单体
重庆金辉长江房地产开发有限公司	金辉长江地	核心子公司	100	房地产开发	49.32	49.17	24.90	4.95	-		单体
上海融辉居业房地产有限公司	上海融辉居	核心子公司	100	房地产开发	-	6.08	-	-0.21	-		单体
北京融辉置业有限公司	北京融辉置	核心子公司	100	房地产开发	-	110.24	0.55	-2.68	-		单体
北京金辉居业投资有限公司	北京金辉居	核心子公司	100	投资管理	30.97	61.76	0.70	0.90	-		单体
北京居业置业有限公司	北京居业置	核心子公司	100	房地产开发	31.68	61.76	0.70	0.90	-		

注：根据金辉集团 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年
资产总额 [亿元]	567.53	863.55	1234.29
货币资金 [亿元]	63.09	61.05	146.05
刚性债务[亿元]	207.78	346.99	458.61
所有者权益 [亿元]	112.39	145.35	179.51
营业收入[亿元]	179.71	123.78	160.87
净利润 [亿元]	22.30	22.66	22.70
EBITDA[亿元]	30.78	32.01	34.36
经营性现金净流入量[亿元]	18.90	-97.27	29.50
投资性现金净流入量[亿元]	-21.96	-36.34	-29.22
资产负债率[%]	80.20	83.17	85.46
权益资本与刚性债务比率[%]	54.09	41.89	39.14
流动比率[%]	162.20	156.34	140.24
现金比率[%]	22.70	13.41	20.89
利息保障倍数[倍]	1.96	1.46	1.10
担保比率[%]	200.72	163.08	163.87
营业周期[天]	754.52	1,881.58	2,116.78
毛利率[%]	25.92	36.15	33.46
营业利润率[%]	15.94	23.14	18.24
总资产报酬率[%]	6.25	4.41	3.22
净资产收益率[%]	22.09	17.58	13.98
净资产收益率*[%]	18.98	18.25	15.02
营业收入现金率[%]	99.56	168.54	238.36
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.04	-26.53	4.87
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.79	-22.77	0.03
EBITDA/利息支出[倍]	1.99	1.48	1.12
EBITDA/刚性债务[倍]	0.19	0.12	0.09

注：表中数据依据金辉集团经审计的 2016~2018 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)=(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/[报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]+365/[报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2]
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出(倍)=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务(倍)=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。