

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(2020)100350】

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/2020 年 6 月 19 日	AA/稳定/AA/2020 年 6 月 19 日	AA/稳定/AA/2020 年 6 月 19 日
前次跟踪:	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
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	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司口径数据:</b>			
货币资金	7.61	29.61	8.37
刚性债务	59.84	101.05	109.61
所有者权益	30.22	32.01	30.55
经营性现金净流入量	2.43	-25.79	-22.00
<b>合并口径数据及指标:</b>			
总资产	863.55	1234.29	1496.50
总负债	718.20	1054.78	1286.48
刚性债务	346.99	458.61	487.03
所有者权益	145.35	179.51	210.02
营业收入	123.78	160.87	258.49
净利润	22.66	22.70	20.61
经营性现金净流入量	-97.27	29.50	-52.69
EBITDA	32.01	34.36	31.21
资产负债率[%]	83.17	85.46	85.79
权益资本与刚性债务比率[%]	41.89	39.14	43.12
流动比率[%]	156.34	140.24	138.59
现金比率[%]	13.41	20.89	14.25
利息保障倍数[倍]	1.46	1.10	0.87
净资产收益率[%]	17.58	13.98	10.58
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-26.53	4.87	-6.22
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.77	0.03	-4.33
EBITDA/利息支出[倍]	1.48	1.12	0.89
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.09	0.07

注:根据金辉集团经审计的 2017~2019 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 2019 年金辉集团在业务拓展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、经营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,有助于公司主营业务的持续稳定开展。
- **收入持续增长。**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。近年公司结转的收入规模逐年持续增长。

#### 主要风险:

- **债务压力有所集聚。**金辉集团投资规模大,开发资金主要来源对外融资,导致刚性债务规模快速上升,融资成本较高,目前债务偿付压力有所集聚。
- **近年来业务扩张快。**近年来金辉集团开发规模快速扩张,业务布局部分位于三、四线城市,去化压力加大,经营风险上升。
- **项目合作开发风险。**金辉集团合作开发的项目增多,部分项目公司不控盘,往来款和对外担保规模较大。
- **主业毛利率下滑较快。**跟踪期内金辉集团结转项目的土地成本较高且受限价政策影响盈

利空间小，导致当年主业毛利率有所下滑。

➤ **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跟踪分析与评估，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 AA 信用等级。

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 2019 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。

该公司于 2016 年 1 月、3 月和 4 月公开发行了本金为 5 亿元、15 亿元和 10 亿元人民币的公司债券（分别简称“16 金辉 01”、“16 金辉 02”和“16 金辉 03”），票面利率分别为 7.30%、6.50% 和 6.50%，债券期限均为 5 年，均附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。于 2019 年 1 月 16 金辉 01 除权日，公司维持其票面利率为 7.30%，部分债券（0.3285 亿元）回售后债券本金余额为 4.6715 亿元；于 2019 年 3 月 16 金辉 02 除权日，公司将其票面利率上调至 7.30%，部分债券（0.70 亿元）回售后债券本金余额为 14.30 亿元；于 2019 年 4 月“16 金辉 3”除权日，公司将其票面利率上调至 7.30%，部分债券（7.50 亿元）回售后债券本金余额为 2.50 亿元。

截至 2020 年 5 月末，该公司尚在存续期内的债券本金合计 141.70 亿元，待偿还本金余额为 95.6519 亿元<sup>1</sup>，公司存续债券均按期付息及正常回售。

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)	当前利率 (%)	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	7.30	2016.3	正常回售、付息
16 金辉 03	10.00	2.50	3+2	7.30	2016.4	正常回售、付息
18 金辉 01	10.00	7.00	2+1	7.50	2018.4	正常回售、付息
18 金辉 1B	2.20	2.1804	2	8.20	2018.4	正常回售、付息
18 金辉 1C	1.80	1.80	2	0.00	2018.4	-
18 金辉 02	17.00	14.70	1+1+1	7.40	2018.9	正常回售、付息
18 金辉 03	4.00	4.00	2+1	7.50	2018.10	正常付息
19 金辉 01	20.00	20.00	2+2	7.50	2019.5	正常付息
19 铭著 A1	4.30	4.30	2	7.50	2019.9	正常付息

<sup>1</sup> 待偿还本金余额未包含 1.80 亿元的 18 金辉 1C 和 1.30 亿元的 19 铭著次，因 18 金辉 1C 和 19 铭著次系公司自行出资。

19 铭著 A2	2.20	2.20	2	8.50	2019.9	正常付息
19 铭著次	1.30	1.30	2	0.00	2019.9	-
19 金辉 02	8.50	8.50	1+1+1	7.50	2019.10	未到付息日
19 金辉 03	11.30	11.30	2+2	7.50	2019.11	未到付息日
<b>合计</b>	<b>112.60</b>	<b>98.7519</b>				

资料来源：金辉集团

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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

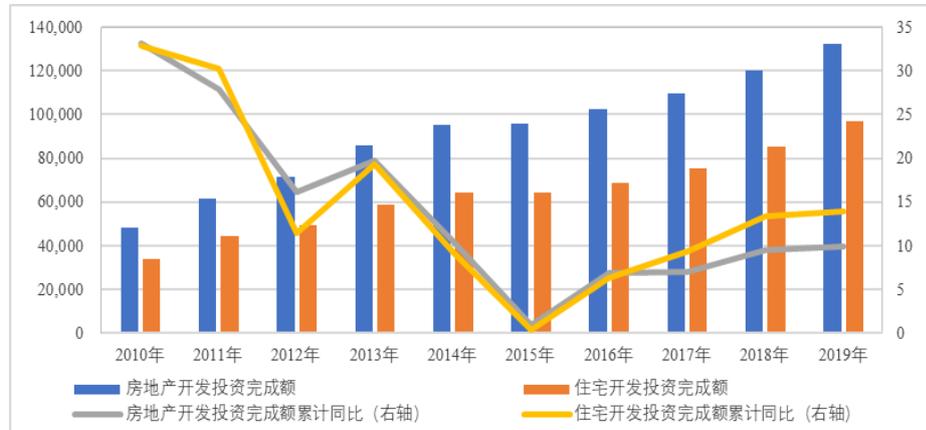
**2019 年我国房地产开发投资增速保持不减，但各地市场分化较为明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度继续提升。短期看，新冠肺炎疫情对房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。**

### A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018 年，我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 12.03 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 8.52 万亿元，占比保持在 70% 上下。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为 9.71

万亿元，同比增长 13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区<sup>2</sup>投资增速分化较为明显，其中，东部地区增长 7.7%，中部地区增长 9.6%，西部地区增长 16.1%，东北地区增长 8.2%。

图表 2. 2010-2019 年度房地产投资情况（单位：亿元）



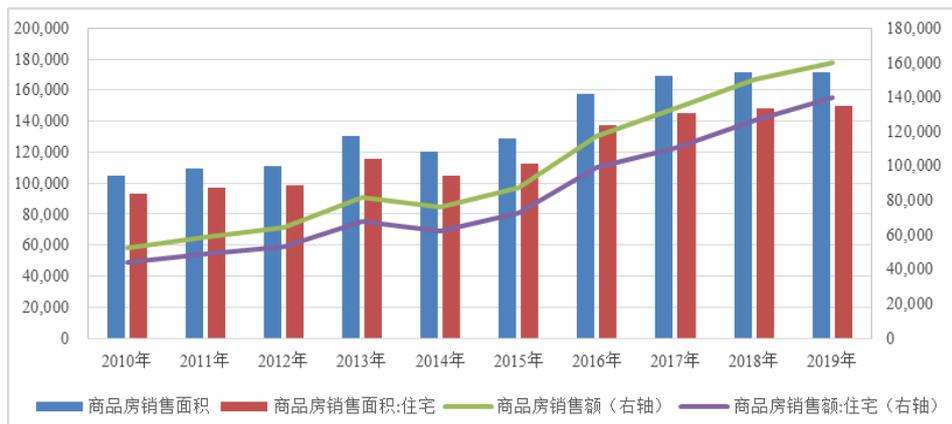
资料来源：Wind 资讯及国家统计局

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7% 和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019 年百城<sup>3</sup>住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3% 和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和 -4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

<sup>2</sup> 地区分区情况如下：东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）；中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份；西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）；东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

<sup>3</sup> 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，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

图表 3. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米，亿元）



资料来源：Wind 资讯

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显。

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数数据显示，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地推出 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。1-3 月份，房企土地购置面积 1969 万平方米，同比下降 22.6%；土地成交价款 977 亿元，下降 18.1%。4 月份，多地政府加大推地力度，土地供应量明显增多。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 4. 2017-2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 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)	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中：住宅用地推出面积 (亿平方米)	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积 (亿平方米)	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中：住宅用地成交面积 (亿平方米)	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%
各类用地成交出让金 (万亿元)	4.10	40.35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%

指标	2017年		2018年		2019年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
其中：住宅用地出让金（万亿元）	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率		28.95%		13.14%		13.02%
住宅用地成交溢价率		33.92%		14.74%		14.42%

资料来源：Wind

## B. 政策环境

2019年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地落实“因城施策”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但4月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

2019年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面可以进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律障碍。

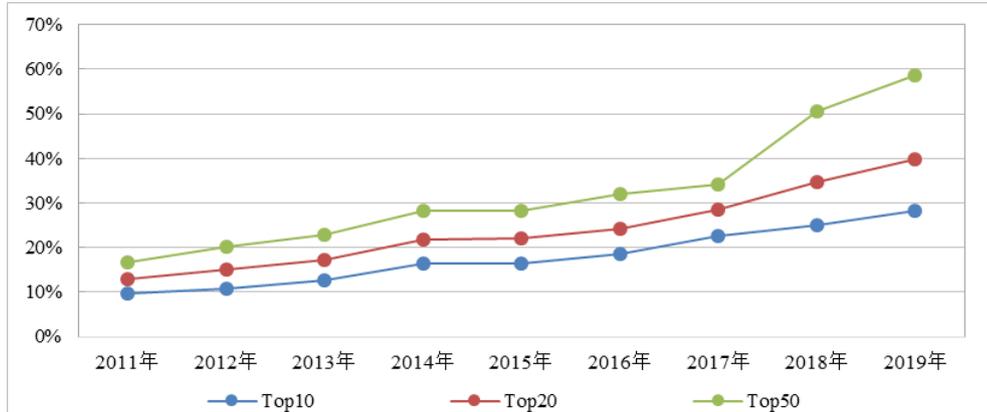
针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地购置等方面受益。

## C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。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，在多层调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据CREIS中指数据，2018年全国前50强房企销售占比首次超过50%，2019年继续提升至59%。预计未来

行业集中度仍将进一步提升。

图表 5. 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

#### D. 风险关注

**中小型房企面临挑战。**近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在多层调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

**业务运营面临的不确定因素增多。**受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线城市，或将面临更大的压力。

**短期流动性压力上升。**新冠肺炎疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现在阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

## 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及物业租赁为主的业态模式，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。但近年来公司开发规模快速扩张，业务布局部分位于三、四线城市，面临一定的经营压力。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。

近年该公司秉持“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、西南、长三角、环渤海、西北共五大区域分布的战略布局，开发足迹遍及上海、重庆、福州、福清、西安、杭州、合肥、沈阳、南京、苏州、成都、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。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，还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。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“2019 中国房地产 500 强测评”及“2020 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 6. 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 7. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计	123.78	160.87	258.49
其中：核心业务营业收入（亿元）	121.12	158.35	256.83
在营业收入中所占比重（%）	97.85	98.43	99.36
其中：（1）房地产销售	116.34	151.05	248.41
在核心业务收入中所占比重（%）	96.05	95.38	96.72
（2）物业服务	3.49	4.49	4.86
在核心业务收入中所占比重（%）	2.88	2.83	1.89
（3）物业出租	1.29	2.82	3.56
在核心业务收入中所占比重（%）	1.07	1.78	1.38
毛利率（%）	36.15	33.46	24.20
其中：房地产销售（%）	34.81	31.82	22.85
物业服务（%）	14.63	15.81	13.58
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。2017-2019 年，公司分别实现营业收入 123.78 亿元、160.87 亿元和 258.49 亿元，其中房地产销售收入在核心业务中占比超过 95%。2018 年和 2019 年公司结转面积持续增多，收入随之增长。近三年，公司综合毛利率有所下滑，主要系结转项目区域的分布不同所致，其中 2019 年结转项目主

要系上海和南京项目，土地成本相对较高且受当地限价影响，毛利率明显下降。

### A. 房地产开发

该公司以住宅开发为主，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；云著系，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 8. 金辉集团房地产业务的经营概况（单位：万平方米、亿元）

	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	257.90	691.14	361.48
竣工面积	135.14	156.60	239.62
签约销售面积	204.14	289.90	-
签约销售金额	233.76	364.11	-

资料来源：金辉集团

注：2019 年公司未披露签约销售面积和签约销售金额。

2019 年该公司开工项目同比显著减少，新开工面积比上年减少 47.70%，主要是因为上年新开工项目多，2019 年处在消化期。2019 年新开工项目主要为武汉的江山云著和 P（2018）119 号地块（一期）、廊坊的优步水岸花园、苏州的铭著北、合肥的新安花园等。截至 2019 年末，公司在建项目共 69 个，分布在西安、福清、福州、淮安、沈阳、苏州等 28 个城市，总建筑面积合计 2,068.12 万平方米，预计总投资额为 1,554.78 亿元，已完成投资 995.54 亿元，2020-2021 年的计划投资额分别为 175.45 亿元和 178.89 亿元。其中，按投资额计前五大城市为西安、福州、武汉、重庆和淮安，涉及项目 22 个，预计投资额合计 855.03 亿元，总建筑面积合计 1,246.71 万平方米。

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、碧桂园、旭辉、弘阳、禹洲地产及金科等。部分合作项目公司占权益虽超过 50%，但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。2017-2018 年，公司房地产签约销售面积分别为 204.14 万平方米和 289.90 万平方米，分别实现签约销售金额 233.76 亿元和 364.11 亿元。2019 年公司未披露签约销售情况。

截至 2019 年末，该公司已完工未清盘项目共 12 个，销售去化率约 82%，剩余可售面积 23.07 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 24 亿元；在建的 69 个

项目中，达到销售条件的面积（含未取得预售证的面积）为 1,611.36 万平方米，已签约销售面积 846.80 万平方米，销售去化率约为 53%。

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。2019 年公司以出让或土地置换方式获得土地共 34 宗合计 211.62 万平方米，计容建筑面积 508.70 万平方米，土地出让金合计 261.36 亿元（2018 年为 131.92 亿元），地块分布在绍兴、苏州、天津、重庆、福清、合肥等地；以收购股权方式获 4 宗地块合计 22.25 万平方米，计容建筑面积 81.94 万平米，收购价款合计 23.07 亿元（2018 年为 146.73 亿元）。目前公司土地储备较为充足，截至 2019 年末公司拥有的土地储备折合计容建筑面积为 436.58 万平方米，合计项目 24 个。

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，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。此外，近年来公司业务布局部分位于三、四线城市，面临一定的经营压力。

## 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 2019 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 55.94 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，经仲量联行企业评估及咨询有限公司评估，该物业在 2019 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，目前出租率为 96.29%，2019 年租金收入达 2.15 亿元，为公司租赁收入的重要来源。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 2,000 万元/年和 3,600 万元/年，预计后续租金将有一定的增长空间。

图表 9. 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	2017 年		2018 年		2019 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	285.71	100.00	292.86	100.00	300.00	100.00
重庆金辉广场	120,845.79	2,089.41	60.99	2,715.41	60.99	3,131.43	61.30
西安金辉大厦	48,685.40	2,346.82	100.00	2,314.50	90.72	2,207.49	90.26
西安馨苑幼儿园	3,641.02	34.28	100.00	35.24	100.00	37.14	100.00
西安馨苑会所	7,166.89	38.89	100.00	37.62	100.00	38.10	100.00
西安融侨城幼儿园	3,506.41	32.14	100.00	34.29	100.00	34.29	100.00
西安曲江观邸幼儿园	2,914.55	26.66	100.00	26.67	100.00	26.67	100.00

项目名称	规划建筑面积	2017年		2018年		2019年	
		租金收入	出租率	租金收入	出租率	租金收入	出租率
重庆风临州南坪实验幼儿园	3,412.04	33.36	100.00	36.84	100.00	49.39	100.00
重庆金辉城二期B区幼儿园	2,020.08	34.47	100.00	31.02	100.00	30.33	100.00
重庆云满庭B区会所	1,527.59	14.22	100.00	3.90	100.00	15.33	100.00
重庆云满庭B区幼儿园	1,730.87	25.94	100.00	47.80	100.00	45.50	100.00
重庆诺丁阳光一期幼儿园	826.95	6.38	100.00	6.90	100.00	7.06	100.00
重庆诺丁阳光二期幼儿园	1,019.93	6.40	100.00	7.30	100.00	7.36	100.00
重庆金辉城四期三标	72,657.14	292.94	92.00	908.33	82.55	1,232.70	88.80
北京金辉大厦	72,854.25	6,925.79	96.00	18,471.81	100.00	21,469.62	96.29
西安博朗世界城H2地块1号楼	102,951.16	-	-	1,221.78	98.80	2,792.88	98.78
西安博朗世界城H1地块B栋	28,349.78	-	-	1,098.89	100.00	1,871.18	100.00
苏州浅湾商业中心	36,464.14	-	-	-	-	101.90	100.00
合计	<b>559,393.11</b>	<b>12,193.41</b>	-	<b>27,291.15</b>	-	<b>33,398.37</b>	-

资料来源：金辉集团

### C. 物业管理

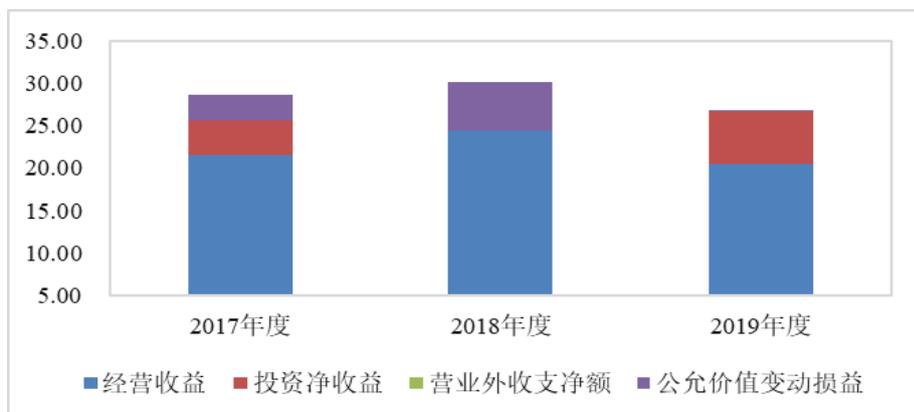
该公司物业管理业务主要由子公司北京金辉锦江物业服务有限公司（简称“锦江物业”）承接。锦江物业是一家具有国家一级物业管理资质的物业管理公司，分别在重庆、福州、西安、上海、江苏和北京设立了32个分公司，合计管理面积超过1,913.75万平方米，已形成集商业、写字楼、城市综合体、别墅、中高端住宅等业态的综合性物业服务公司。

该公司物业管理业务承接的项目仅限于公司开发的项目。物业管理业务在公司营业收入中占比较小，2017-2019年物业管理收入分别为3.49亿元、4.49亿元和4.86亿元，占营业收入比重分别为2.88%、2.83%和1.89%，毛利率分别为14.63%、15.81%和13.58%，综合盈利能力较弱。

为了突出并专注于房地产开发业务，该公司于2019年12月转让了锦江物业100%的股权，处置价款为2,700万元，与锦江物业净资产的评估价值差额为358.37万元。后续公司将不再从事物业管理业务，不再体现物业服务收入。

## (2) 盈利能力

图表 10. 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。2017-2019年，公司营业毛利分别为44.74亿元、53.84亿元和62.55亿元，随收入增加而逐年增长。受土地成本上升的影响，近年来公司毛利率持续下滑，近三年分别为36.15%、33.46%和24.20%。

图表 11. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	123.78	160.87	258.49
毛利（亿元）	44.74	53.84	62.55
期间费用率（%）	10.63	12.15	8.64
其中：财务费用率（%）	2.61	3.35	1.87
<b>全年利息支出总额（亿元）</b>	<b>21.60</b>	<b>30.68</b>	<b>35.23</b>
<b>其中：资本化利息数额（亿元）</b>	<b>18.49</b>	<b>25.71</b>	<b>31.26</b>

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

2017-2019年，该公司期间费用率分别为10.63%、12.15%和8.64%。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%。2019年计入资本化利息数显著增加，财务费用利息支出数比上年减少，财务费用率大幅下降。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%；2019年因结转收入大幅增长和财务费用减少而同比下降3.51个百分点至8.64%。2019年公司资产减值损失达6.03亿元，主要系计提的存货跌价准备，公司分布上海、杭州、盐城和重庆项目的跌价风险上升。2017-2019年公司经营收益分别为21.48亿元、24.45亿元和20.50亿元。

图表 12. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资净收益（亿元）	4.12	-0.86	6.21
其中：理财产品（亿元）	0.05	0.13	0.12
营业外净收入（亿元）	-0.22	-0.50	-0.21
公允价值变动损益（亿元）	3.02	5.75	0.18
其中：投资性房地产（亿元）	3.02	5.73	0.18

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。2017-2019 年，公司投资净收益分别为 4.12 亿元、-0.86 亿元和 6.21 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；2019 年权益法核算的长期股权投资收入 4.64 亿元、处置 2 家子公司<sup>4</sup>股权产生的投资收益 1.03 亿元。同期，公允价值变动损益分别为 3.02 亿元、5.75 亿元和 0.18 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 22.66 亿元、22.70 亿元和 20.61 亿元，净资产收益率分别 17.58%、13.98%和 10.58%。2019 年，公司净利润和净资产收益率有所下降主要系土地成本和存货跌价准备增加。整体而言，跟踪期内，公司盈利尚属稳定，由于房地产业土地成本逐年上升，行业竞争态势日趋激烈，存货跌价风险上升，公司利润空间逐渐减小。

## 管理

**跟踪期内，该公司产权状况、治理结构和管理制度变化不大。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，该公司控股股东仍为金辉投资（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。公司法人治理结构及管理制度、董事会成员和管理层人员等方面均无重大变化。间接控股股东金辉控股（集团）有限公司于 2020 年 3 月向香港联交所提交 IPO 申请，至报告出具日仍在审核中。公司是金辉控股（集团）有限公司在国内的核心子公司。

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，2019 年，公司向关联方销售商品及提供劳务金额合计 0.23 亿元；向关联方提供管理服务确认收入 0.65 亿元。关联担保方面，2019 年末，公司为关联方提供担保余额为 92.87 亿元；当年获得关联方提供的担保余额 6.69 亿元。关联方资金拆借方面，2019 年公司拆出资金的拆借利率均为 6.00%，收取关联方利息 0.38 亿元；当年无拆入资金。公司关联往来规模较大，2019 年末其他应收款和其他应付款余额分别为

<sup>4</sup> 2019 年 7 月公司出让子公司连云港天峻置地有限公司 100% 股权，获得投资收益 0.56 亿元；2019 年 12 月出让北京金辉锦江物业服务服务有限公司 100% 股权，产生投资收益 0.22 亿元。

75.80 亿元和 47.04 亿元，主要为与合营企业的往来款。近年来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，账款回收具有一定不确定性。

图表 13. 近年公司关联交易情况（单位：万元）

科目	2017 年（末）	2018 年（末）	2019 年（末）
销售商品、提供劳务	3,738.33	2,822.41	1,330.91
提供管理服务	807.36	6,237.02	6,500.99
担保余额	919,179.40	1,198,865.40	928,708.85
应收账款	200.22	795.46	129.76
其他应收款	694,055.63	776,711.40	757,968.36
预收账款	1,101.46	0.00	15,079.17
其他应付款	327,416.03	281,143.80	470,426.76

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 2020 年 3 月 26 日《企业信用报告》所载，公司无债务违约记录，公司信用良好。

图表 14. 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	2020/5/28	无	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露	2020/5/28	不涉及	正常	正常	不涉及
诉讼	公开信息披露	2020/5/28	无	无	无	无
工商	公开信息披露	2020/5/28	无	无	无	无
质量	公开信息披露	2020/5/28	无	无	无	无
安全	公开信息披露	2020/5/28	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，经营环节现金净流出量较大，刚性债务规模持续增加，目前债务偿付压力有所集聚。此外公司对外担保数额巨大，面临一定的或有损失风险。

### 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 2017 年至 2018 年财务报表进行了审计，容诚会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报表进行了审计，并均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”）。2019 年，公司根据财政部《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会【2019】6 号）和《关于修订印发《合并财务报表格式（2019 版）》的通知（财会【2019】16 号）对财务报表格式进行了相应修订，上述修

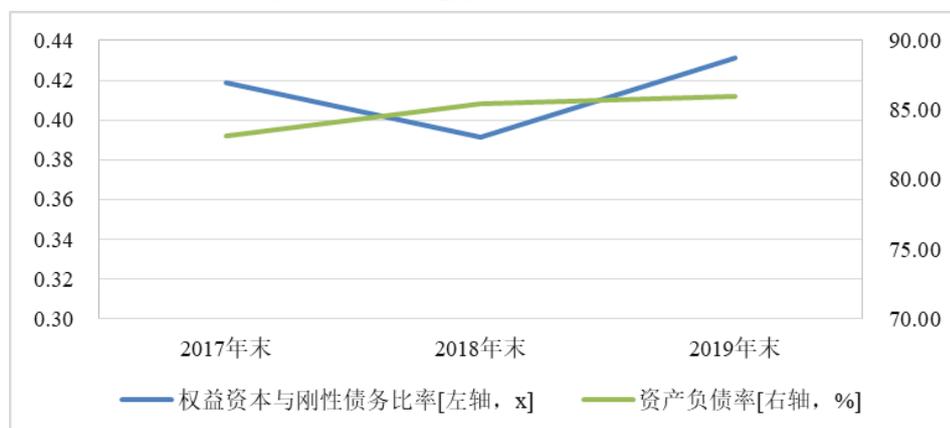
订对公司的资产总额、负债总额、净利润、其他综合收益、期初未分配利润等无影响。

近年来，该公司发展步伐较快，公司及下属子公司对外股权收购事项和新设子公司较多，合并报表范围持续增加。跟踪期内，公司合并范围新增子公司 38 家，其中新设子公司 40 家，因收购而纳入合并报表的子公司 2 家，因处置子公司股权减少子公司 2 家，因控制权变动导致合并范围增加 2 家、减少 5 家。上述变动对当期财务数据造成一定影响。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的各级子公司有 187 家，其中二级子公司（以公司为一计）为 16 家。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 15. 公司财务杠杆水平变动趋势



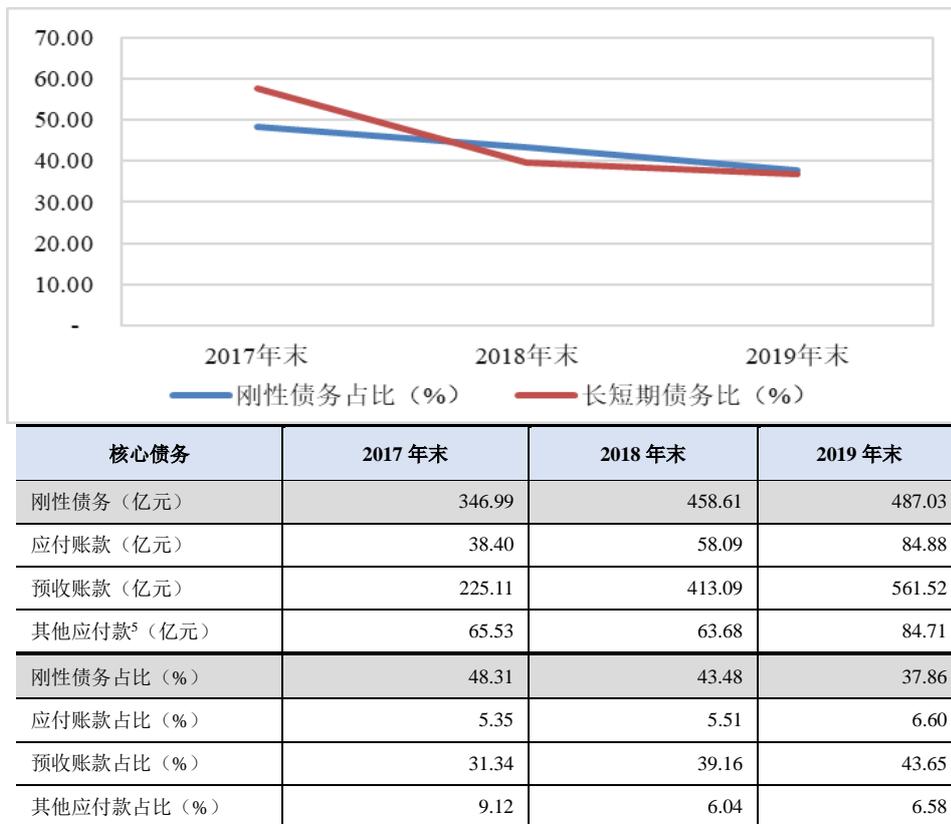
资料来源：根据金辉集团所提供数据绘制。

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，2017-2019 年末公司负债总额分别为 718.20 亿元、1,054.78 亿元和 1,286.48 亿元。同期末，资产负债率分别为 83.17%、85.46% 和 85.97%；剔除预收账款后的资产负债率分别为 77.23%、78.14% 和 77.54%，公司负债经营程度高。

该公司近年来资本实力有所加强，2017-2019 年末所有者权益分别为 145.35 亿元、179.51 亿元和 210.02 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 41.89%、39.14% 和 43.12%。

## (2) 债务结构

图表 16. 公司债务结构及核心债务



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，2017-2019 年末，该公司长短期债务比分别为 57.75%、39.58%和 36.92%，债务期限结构偏短期。但公司流动负债主要系没有现金偿付压力的预收账款，公司流动性风险可控。

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。2019 年末，应付账款 84.88 亿元，较年初增长 46.13%，主要为应付施工方的工程款；预收账款 561.52 亿元，较年初增长 35.93%，绝大部分为预收房款，其余为预收租金；其他应付款为 84.71 亿元，较年初增长 33.03%，主要由关联方往来款（47.04 亿元）、外部单位往来款（21.86 亿元）、预提土地增值税（5.37 亿元）、应付股权转让款（3.52 亿元）和购房定金（3.35 亿元）等构成，因合作开发项目增多，关联方往来款比年初增加 18.93 亿元。

## (3) 刚性债务

图表 17. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	111.11	194.64	177.84
其中：短期借款	31.66	28.60	42.28

<sup>5</sup> 其他应付款不包括应付利息，应付利息进入刚性债务核算。

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末
一年内到期的非流动负债	69.97	155.31	130.20
应付票据	5.88	6.00	-
其他短期刚性债务	3.59	4.72	5.36
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>235.89</b>	<b>263.97</b>	<b>309.19</b>
其中：长期借款	171.74	160.55	196.76
应付债券	64.15	103.43	112.43
<b>综合融资成本（年化）</b>	<b>7.34%</b>	<b>7.80%</b>	<b>7.76%</b>

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

2019 年末，该公司刚性债务同比增长 6.20% 至 487.03 亿元，其中短期刚性债务占比达到 36.51%，比上年末的比例下降了 5.93 个百分点，即期偿债压力有所缓解。公司刚性债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款及应付债券构成，2019 年末余额分别为 42.28 亿元、130.20 亿元、196.76 亿元和 112.43 亿元。公司短期借款主要为保证借款和抵押及保证借款，较上年末增长 47.79%。一年内到期的非流动负债较上年末减少 16.17%，主要系公司 2016 年发行的三期私募债券<sup>6</sup>以及部分长期借款到期偿付。长期借款较上年末增长 22.56%，借款性质主要为抵押、质押及保证借款，利率区间为 4.96%-8.20%。应付债券较上年末增长 8.71%，2019 年公司发行了 46.30 亿元人民币的债券和 2.50 亿美元的债券，另有 40 亿元人民币的债券因即将到期转入一年内到期的非流动负债核算。

刚性债务期限方面，截至 2019 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，2019 年末刚性债务利率区间集中于 7% 及以上，2019 年综合融资成本为 7.76%。

图表 18. 公司 2019 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（单位：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%）	2.78	-	-	-	-
5%~6%（不含 6%）	3.18	1.60	29.33	-	-
6%~7%（不含 7%）	6.31	37.88	37.24	0.57	-
7% 及以上	98.65	150.97	43.51	40.60	29.04
<b>合计</b>	<b>110.92</b>	<b>190.45</b>	<b>110.08</b>	<b>41.17</b>	<b>29.04</b>

资料来源：金辉集团

<sup>6</sup>2016 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。

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	1,885.26	2,120.06	1,592.48
营业收入现金率（%）	168.54	238.36	180.90
业务现金收支净额（亿元）	-64.93	55.99	-28.58
其他因素现金收支净额（亿元）	-32.34	-26.49	-24.11
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-97.27	29.50	-52.69
EBITDA（亿元）	32.01	34.36	31.21
EBITDA/刚性债务（倍）	0.12	0.09	0.07
EBITDA/全部利息支出（倍）	1.48	1.12	0.89

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。

2017-2019 年，该公司营业周期分别为 1,885.26 天、2,120.06 天和 1,592.48 天。2019 年公司营业收入和营业成本大幅增长，存货周转率下降，带动营业周期缩短。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波动性。2017-2019 年公司经营活动产生的现金流量净额分别为-97.27 亿元、29.50 亿元和-52.69 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；2019 年公司加大拿地力度，土地储备支出大幅增加。

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。2017-2019 年 EBITDA 分别为 32.01 亿元、34.36 亿元和 31.21 亿元。由于刚性债务迅速扩张，近年公司 EBITDA 对刚性债务及利息支出的覆盖倍数持续下滑。

#### (2) 投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
收回投资与投资支付净流入额	-34.16	-25.93	5.05
其中：理财产品投资回收与支付净额	-0.87	-	0.54
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	-2.18	-2.78	-0.40
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-	-0.51	-2.70
投资环节产生的现金流量净额	-36.34	-29.22	1.95

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

随着土地获取成本的持续上升，为了降低经营风险，2016-2018 年该公司较多地采用与其他开发商合作开发的方式，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，故投资支付的现金规模较大。2019 年公司减少合作项目，投资支付的现金同比明显下降，同时前期合作项目资金逐步回流，当年主要体现为投资性现金净流入。2017-2019 年，公司投资活动现金流量净额分别为-36.34 亿元、-29.21 亿元和 1.95 亿元。

### (3) 筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	10.01	9.94	9.63
其中：分配股利、利润	0.40	0.37	-
债务类净融资额	115.83	78.80	31.92
其中：现金利息支出	21.66	29.25	34.47
其他类净融资额	-0.65	-0.68	4.41
筹资环节产生的现金流量净额	125.19	88.06	45.76

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理

近年，该公司经营规模持续扩张，公司大幅增加金融机构借款，筹资性现金流持续呈净流入态势。2017-2019 年，该公司筹资活动现金流量净额分别为 125.19 亿元、88.06 亿元和 45.76 亿元。

## 4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	711.74	1,059.81	1,302.19
	82.42	85.86	87.02
其中：货币资金（亿元）	61.05	146.05	133.83
存货（亿元）	495.98	745.52	962.61
其他应收款（亿元）	96.80	120.39	109.23
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	151.81	174.48	194.31
	17.58	14.14	12.98
其中：投资性房地产（亿元）	89.48	101.16	105.06
长期股权投资（亿元）	32.59	30.22	36.31
其他非流动资产（亿元）	12.06	15.36	16.91
<b>期末全部受限资产账面金额（亿元）</b>	<b>289.85</b>	<b>448.17</b>	<b>599.23</b>
<b>期末抵质押融资余额（亿元）</b>	<b>254.79</b>	<b>302.08</b>	<b>234.89</b>
<b>受限资产账面余额/总资产（%）</b>	<b>33.57</b>	<b>36.31</b>	<b>40.04</b>

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。2017-2019 年末，公司资产总额分别为 863.55

亿元、1234.29亿元和1496.50亿元，同期末流动资产占比分别为82.42%、85.86%和87.02%，以流动资产为主的资产结构与公司业务性质相符。

2019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减少8.36%至133.83亿元，减少的原因主要系当年拿地支出明显增加。其他应收款为109.23亿元，较上年末减少9.27%，主要包括关联方往来款76.10亿元、押金和保证金14.53亿元、子公司股东款项组合17.09亿元、其他往来款1.89亿元<sup>7</sup>，比上年末减少的原因主要系押金和保证金减少。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，属于房地产经营业务相关资金拆出，认定为经营性其他应收款项。受拟建及在建项目开发推进影响，公司存货规模持续增加，2019年末账面价值较年初增长29.12%至962.61亿元，主要是由于公司当年土地储备增加。此外，公司其他流动资产主要是预缴各项税费和待抵扣进项税，2019年末余额较上年末增长55.39%至37.83亿元，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，2019年末总额为194.31亿元。其中，长期股权投资账面价值为36.31亿元，较上年末增长20.15%，主要系新增对联营企业的投资。投资性房地产账面价值为105.06亿元，较上年末增长3.85%，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16.91亿元，较上年末增长10.15%，主要为预付投资款及理财产品。

截至2019年末，该公司受限资产账面价值合计582.04亿元，占公司资产总额的40.04%，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4.02亿元，主要为保证金及用于质押的银行存单等；受限预付款项7.97亿元，作为保证金受限。另有用借款抵押和债券抵押受限的存货488.31亿元、长期股权投资11.92亿元和投资性房地产69.03亿元。

此外，该公司用部分直接或间接持有的子公司股权作为借款质押物，共涉及30家子公司，合计总资产493.42亿元，2019年营业收入为23.27亿元。

图表 23. 2019 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	40,251.84	3.01	保证金及用于质押的银行存单及ABS托管户资金
预付款项	79,685.00	13.69	借款抵押
存货	4,883,083.04	50.73	借款抵押
长期股权投资	119,246.17	32.85	为合/联营公司借款提供质押担保
固定资产	5,215.95	14.13	借款抵押、债券抵押
无形资产	2,575.60	21.60	借款抵押、债券抵押
投资性房地产	690,337.12	65.71	借款抵押、债券抵押
<b>合计</b>	<b>5,820,394.72</b>	-	-

<sup>7</sup> 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。

资料来源：金辉集团

## 5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	156.34	140.24	138.59
速动比率 (%)	37.87	40.26	29.95
现金比率 (%)	13.41	20.89	14.25

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。2019 年末流动比率及速动比率分别为 138.59% 和 29.95%，较上年末分别下降 1.65 个百分点和 10.31 个百分点。同期末，公司货币资金大幅减少，现金比率较上年末下降 6.64 个百分点至 14.25%。总体看，公司流动性持续弱化。

## 6. 表外事项

截至 2019 年末，该公司为关联方提供担保金额为 92.87 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 2019 年末，公司承担上述阶段性担保金额合计 223.15 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。2019 年末，本部资产合计 571.88 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 8.37 亿元，占合并口径货币资金比重 6.25%；其他应收款余额为 544.10 亿元，主要为应收子公司款项；长期股权投资为 14.76 亿元。公司债券融资由公司本部负责，银行借款由下属子公司负责。2019 年末本部负债合计 541.34 亿元，其中应付债券余额为 106.29 亿元，其中一年内到期的应付债券余额为 38.86 亿元。2019 年公司本部实现营业收入 0.19 亿元，净利润-1.46 亿元；经营性现金净流量为-22.00 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 2019 年末，该公司已获取银行集团授信额度 719.08 亿元，尚未使用额度为 399.83 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 25. 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）	719.08	719.80	319.25	4.96%-8.20%	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	187.06	4.96%-8.20%	抵押、保证
其中：大型国有金融机构占比（%）	33.49	33.49	58.59	-	-

资料来源：根据金辉集团所提供数据整理（截至 2019 年末）

## 跟踪评级结论

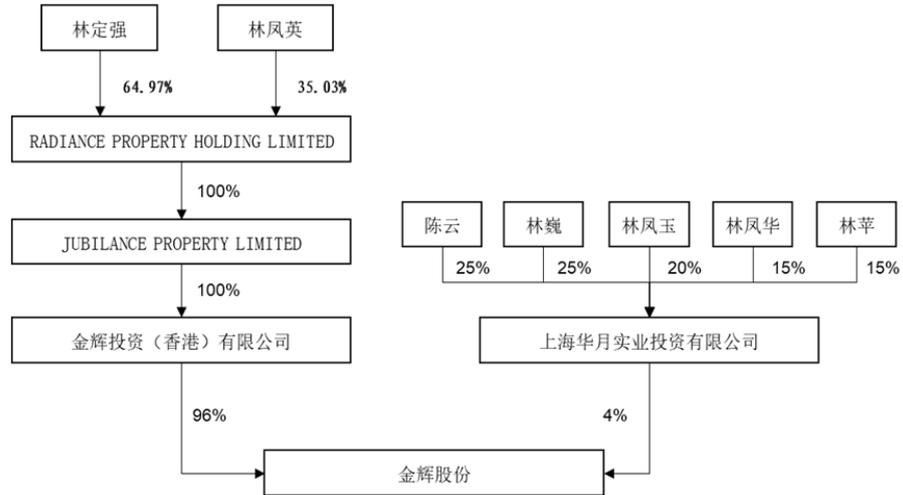
该公司拥有多年的住宅项目开发经验，形成了以住宅地产开发及物业租赁为主的业态模式，项目资金回笼情况较好，同时具有一定规模土地储备量，能够为公司持续发展提供有力支撑。但近年来公司开发规模快速扩张，业务布局部分位于三、四线城市，面临一定的经营压力。目前公司开发项目众多，未来面临较大的资本支出压力，对公司的资金平衡能力提出了更高要求。

跟踪期内，公司业务快速发展，经营环节现金净流出量较大，刚性债务规模持续增加，目前债务偿付压力有所集聚。此外公司对外担保数额巨大，面临一定的或有损失风险。

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）间接控股股东在香港联交所申请公开发行的进展。

附录一：

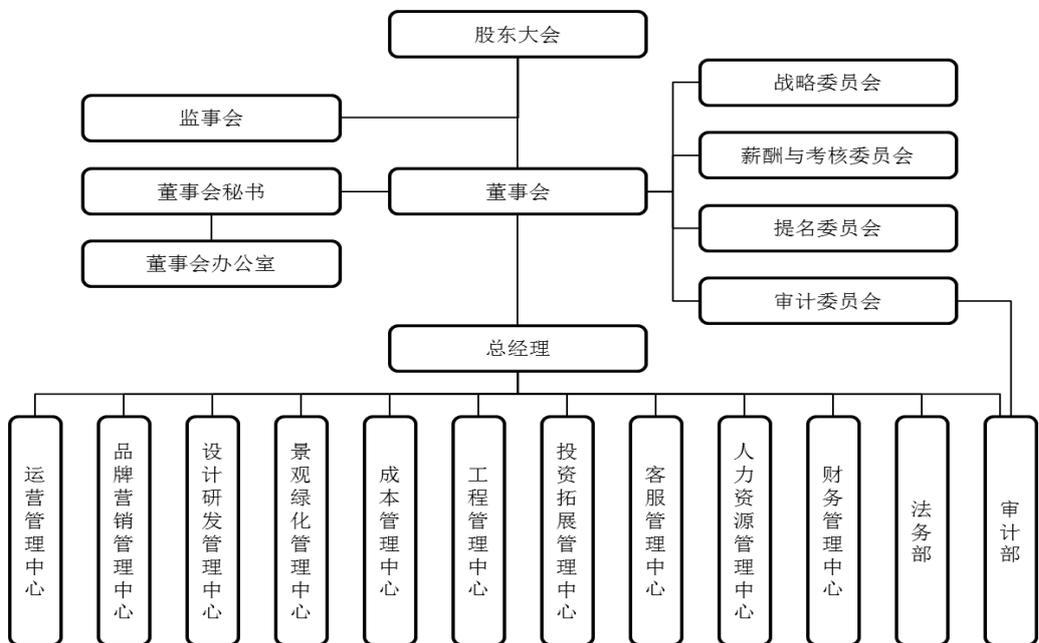
公司与实际控制人关系图



注：根据金辉集团提供的资料绘制（截至 2019 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 2019 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	2019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)	
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	-	-	-	-	-	
<b>金辉集团股份有限公司</b>	<b>金辉集团</b>	<b>本级</b>	<b>--</b>	<b>房地产开发</b>	<b>109.61</b>	<b>32.01</b>	<b>0.19</b>	<b>-1.46</b>	<b>-22.00</b>	母公司口径
北京金辉居业投资有限公司	北京金辉居业	核心子公司	100	投资管理	-	15.76	-	0.0003	-	
北京融辉置业有限公司	北京融辉置业	核心子公司	100	房地产开发	-	13.42	-	2.40	-	
福清金辉房地产开发有限公司	福清金辉地产	核心子公司	100	房地产开发	-	3.66	0.05	-0.22	-	
融侨(福州)置业有限公司	福州融侨置业	核心子公司	60	房地产开发	22.00	27.29	21.53	4.23	-	
福州融辉房地产开发有限公司	福州融辉地产	核心子公司	100	房地产开发	-	1.40	0.06	-0.03	-	
福州金辉置业有限公司	福州金辉置业	核心子公司	100	房地产开发	-	0.63	-	-0.04	-	
重庆融辉房地产有限公司	重庆融辉地产	核心子公司	100	房地产开发	-	6.49	0.37	4.05	-	
重庆金辉星耀房地产开发有限公司	重庆金辉星耀	核心子公司	100	房地产开发	8.82	3.69	-	-0.18	-	
上海融辉房地产有限公司	上海融辉	核心子公司	100	房地产开发	-	1.65	-	-0.007	-	
上海居业投资有限公司	上海居业投资	核心子公司	100	投资管理	-	3.53	-	-0.04	-	

注：根据金辉集团 2019 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]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	863.55	1234.29	1496.50
货币资金 [亿元]	61.05	146.05	133.83
刚性债务[亿元]	346.99	458.61	487.03
所有者权益 [亿元]	145.35	179.51	210.02
营业收入[亿元]	123.78	160.87	258.49
净利润 [亿元]	22.66	22.70	20.61
EBITDA[亿元]	32.01	34.36	31.21
经营性现金净流入量[亿元]	-97.27	29.50	-52.69
投资性现金净流入量[亿元]	-36.34	-29.22	1.95
资产负债率[%]	83.17	85.46	85.97
权益资本与刚性债务比率[%]	41.89	39.14	43.12
流动比率[%]	156.34	140.24	138.59
现金比率[%]	13.41	20.89	14.25
利息保障倍数[倍]	1.46	1.10	0.87
担保比率[%]	163.08	163.87	160.25
营业周期[天]	1,885.26	2,120.06	1,592.48
毛利率[%]	36.15	33.46	24.20
营业利润率[%]	23.14	18.24	10.41
总资产报酬率[%]	4.41	3.22	2.25
净资产收益率[%]	17.58	13.98	10.58
净资产收益率*[%]	18.25	15.02	12.38
营业收入现金率[%]	168.54	238.36	180.90
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-26.53	4.87	-6.22
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.77	0.03	-4.33
EBITDA/利息支出[倍]	1.48	1.12	0.89
EBITDA/刚性债务[倍]	0.12	0.09	0.07

注：表中数据依据金辉集团经审计的 2017~2019 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。