

# 信用等级公告

联合[2019]385 号

金辉集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对金辉集团股份有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**金辉集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**金辉集团股份有限公司拟面向合格投资者公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年三月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 金辉集团股份有限公司

## 面向合格投资者公开发行 2019 年公司债券（第一期）

### 信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

发行规模：不超过 10 亿元（含）

债券期限：4 年（2+2）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 5 月 15 日

主要财务数据

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 9 月 |
|------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 405.67 | 567.53 | 863.55 | 1,213.03   |
| 所有者权益（亿元）        | 89.47  | 112.39 | 145.35 | 163.21     |
| 长期债务（亿元）         | 44.79  | 155.50 | 235.89 | 298.88     |
| 全部债务（亿元）         | 116.60 | 205.37 | 343.41 | 470.90     |
| 营业收入（亿元）         | 148.70 | 179.71 | 123.78 | 74.60      |
| 净利润（亿元）          | 15.65  | 22.30  | 22.66  | 6.64       |
| EBITDA（亿元）       | 22.92  | 30.78  | 32.01  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 37.92  | 18.90  | -97.27 | 1.24       |
| 营业利润率（%）         | 18.20  | 17.76  | 27.83  | 26.89      |
| 净资产收益率（%）        | 16.71  | 22.09  | 17.58  | --         |
| 资产负债率（%）         | 77.95  | 80.20  | 83.17  | 86.55      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 56.58  | 64.63  | 70.26  | 74.26      |
| 流动比率（倍）          | 1.13   | 1.62   | 1.56   | 1.47       |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.20   | 0.15   | 0.09   | --         |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.24   | 1.99   | 1.48   | --         |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 2.29   | 3.08   | 3.20   | --         |

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司其他非流动负债计入长期债务；3、公司 2018 年 1-9 月财务数据未经审计。

#### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对金辉集团股份有限公司（以下简称“金辉集团”或“公司”）的评级反映了公司作为国内规模较大的房地产开发商，在品牌价值、城市布局、项目储备、销售情况、资产规模等方面具有较强的竞争优势。近年来，公司经营稳健，业务涵盖东南部、中西部、环渤海、长三角、珠三角五大区域，土地储备充足，签约销售金额逐年增长；公司自持物业地理位置较好，出租率较高，物业经营状况总体良好。同时，联合评级也关注到房地产政策调整趋严，公司房地产项目面临一定去化压力，部分项目位于三线城市可能面临一定减值风险，债务规模有所扩大，2017 年经营性净现金流呈大规模流出态势，未来面临较大融资需求，整体债务负担较重等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司在建房地产项目及土地储备充足，未来随着公司房地产项目开发及销售的推进，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

#### 优势

1. 公司从事房地产开发的历史较长、开发经验丰富、品牌知名度较高，拥有较强的竞争力。

2. 公司土地储备充足，分布较广，有利于区域风险的分散；公司大多数项目分布于二线城市，整体质量较高。

3. 公司销售情况良好，整体去化水平较高，签约销售金额逐年增长；预收账款规模较

大，可以为公司未来收入提供较大保障。

4. 公司自持物业地理位置较好，出租率较高，物业经营状况总体良好。

#### 关注

1. 房地产政策面临局部性调整，房地产企业受各项调控政策的影响较大。

2. 2017 年，公司拿地节奏加快，经营性现金流呈大规模净流出态势，新增土地储备规模较大，未来面临较大的融资需求。

3. 公司房地产项目整体去化水平较好，但仍有部分土地储备及在建项目位于三线城市，若未来房地产市场景气度再次下滑，则公司部分项目库存面临一定减值风险。

4. 近年来，公司债务规模明显上升，债务负担较重；公司受限资产占比较高，对外担保规模较大。

#### 分析师

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

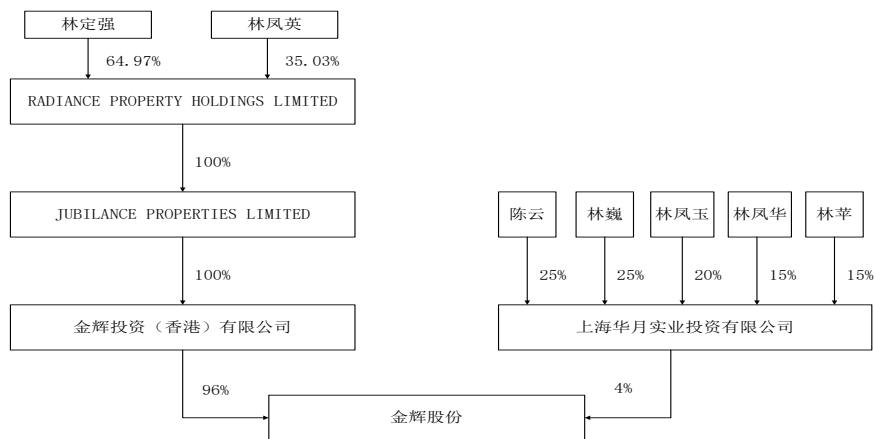
## 一、主体概况

金辉集团股份有限公司（以下简称“公司”或“金辉集团”）成立于 1996 年 9 月 2 日，前身系福建金辉房地产有限公司（以下简称“金辉房地产”），系经福建省对外经济贸易委员会批准，由香港金辉投资公司（以下简称“香港金辉”）投资设立，注册资本 1,755 万元。2003 年 4 月，金辉房地产更名为福建金辉集团有限公司（以下简称“福建金辉”），2006 年 10 月，香港金辉将其持有的福建金辉全部股权转让给金辉投资（香港）有限公司（以下简称“金辉投资”）。此次股权转让完成后，金辉投资持有福建金辉全部股权。截至 2010 年 6 月底，经过股东多次增资及转增股本，福建金辉注册资本增至 4.57 亿元。2011 年 6 月，福建金辉更名为金辉集团有限公司（以下简称“金辉有限”）。2015 年 6 月，上海华月实业投资有限公司（以下简称“上海华月”）出资人民币 20,000 万元成为金辉有限新股东，其中 1,904.54 万元计入注册资本，18,095.46 万元计入资本公积，注册资本变更为人民币 47,613.54 万元。此次变更后，金辉投资以货币形式出资 45,709 万元，占注册资本的 96.00%；上海华月以货币形式出资 1,904.54 万元，占注册资本的 4.00%。

2015 年 9 月，金辉有限整体改制为股份有限公司并更名为现名，以金辉有限全体 2 名股东作为公司的发起人股东，以经审计的金辉有限（母公司口径）截至 2015 年 9 月 30 日的净资产 26.16 亿元按约 1:0.688 的比例折合为金辉集团 18 亿股股本，其余净资产 8.16 亿元转为金辉集团的资本公积金。各股东对金辉集团的持股比例与整体变更前持股比例保持不变，各发起人股东认缴比例与原持股比例相同。

截至 2018 年 9 月底，公司注册资本 18.00 亿元，其中金辉投资持有 96.00% 股份，是公司的控股股东。公司实际控制人为林定强。

图 1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：在福州市晋安区福州火车客站南向华林路西侧建造、出租、出售金辉大厦项目，在福州市台江区排尾路北侧建造、出租、出售锦江花园项目，在晋安区鼓山镇红光、远中村建造、出租、出售东景家园 B 区项目，在晋安区浦东河东连洋路南建造、出租、出售东景家园 C 区项目，在晋安区鼓山镇连洋路南侧浦乾路东侧福光南路西侧建造、出租、出售东景家园 C 区二期项目，在福州市晋安区连洋路以南福光路与浦乾路之间规划路北侧建造、出租、出售东景家园 C 区一期项目，在福州市仓山区浦上路南侧浦上工业区“地王”1#地块建造、出租、出售金域蓝湾项目，在福州市仓山区则徐大道西侧原福州市医疗化工厂地块建造、出租、出售莱茵城项目，在福州市仓山区则徐大道西南侧建造、出租、出售莱茵城二期项目；物业管理；建筑业信息咨询

服务：计算机系统设计、安装及软件开发；日用百货、五金、交电、建筑材料批发、代购代销。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2018 年 9 月底，公司本部设有运营管理中心、品牌营销管理中心、成本管理中心、工程管理中心等 12 个职能部门（见附件 1）；公司纳入合并报表范围的直接或间接控股的子公司合计 147 家；在职员工 5,721 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 863.55 亿元，负债合计 718.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 145.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 128.51 亿元。2017 年，公司实现营业收入 123.78 亿元，净利润（含少数股东损益）22.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额-97.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.41 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 1,213.03 亿元，负债合计 1,049.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 163.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 136.28 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 74.60 亿元，净利润（含少数股东损益）6.64 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 85.99 亿元。

公司注册地址：福州市仓山区建新镇淮安路 8 号 D2#商业楼；法定代表人：林定强。

## 二、本期债券概况及募集资金用途

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“金辉集团股份有限公司面向合格投资者公开发行 2019 年公司债券（第一期）”，债券规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）；债券期限不超过 4 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期发行的公司债券为固定利率债券，债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定，不超过国务院限定的利率水平。本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。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。

本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期公司债券募集资金扣除发行费用后拟全部用于偿还公司有息债务。

## 三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，基于此，本报告行业分析围绕房地产行业展开。

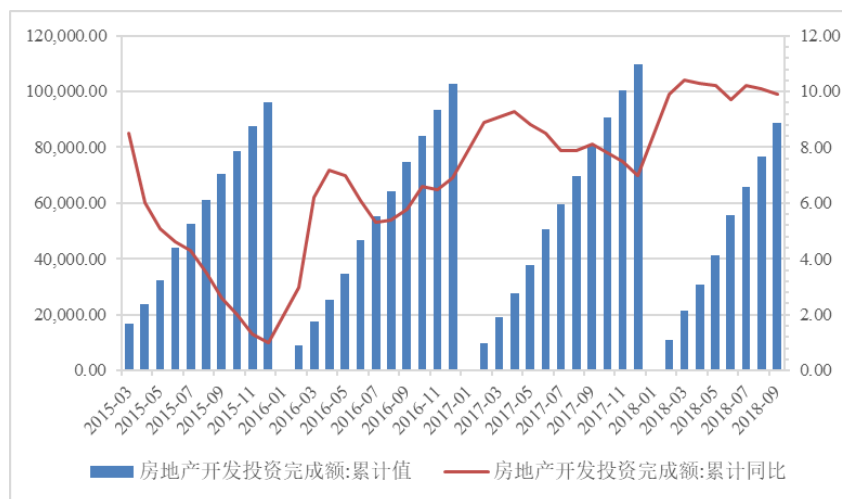
### 1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看，2015 年，我国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点；受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016

年全国房地产开发投资 102,581 亿元,名义同比增长 6.88%;2017 年,我国房地产开发投资 109,799 亿元,同比增长 7.04%,增速较上年同期上升 0.16 个百分点。其中,住宅投资 75,148 亿元(占比为 68.44%),同比增长 9.38%,增速提高 3.02 个百分点;办公楼投资 6,761 亿元(占比 6.16%),同比增长 3.49%,增速降低 2.87 个百分点;商业营业用房投资 15,639 亿元(占比 14.24%),同比减少 1.26%。2018 年 1~9 月,全国房地产开发投资 88,665.04 亿元,同比增长 9.90%,增速从 7 月开始回落,较 1~8 月回落 0.20 个百分点,但在土地购置费和新开工持续高增长下继续维持在高位。

图 2 2015~2018 年 9 月全国房地产市场发展情况(单位:亿元、%)



资料来源: Wind 资讯

总体看,房地产业作为国民经济的重要支柱产业,近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响,自 2014 年起房地产业告别了高速增长态势,开发投资增速逐步放缓;2016 年以来房地产投资增速有所回升,但开始以稳定健康增长为主要目标导向。

## 2. 市场供需

### (1) 土地供应状况

土地作为房地产主要的成本来源,土地市场受到房地产宏观调控政策影响巨大,会受到地方政府供地意愿和开发商购地能力和意愿影响。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力,加之需求端限购等政策,导致部分房企的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化,直接影响土地市场需求。

2015 年,土地市场整体下行,成交量及出让金均低于上年,但楼面均价上涨幅度较大。其中,各线城市推出土地面积及成交土地面积均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金上升 1%外,二、三线城市土地出让金分别下降 7%和 19%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 2 个百分点到 9,180 元/平方米和 27%;二线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 18%和 10 个百分点到 1,560 元/平方米和 17%;三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 1%和 2 个百分点到 751 元/平方米和 8%。

2016 年,土地供求总量小幅下降,整体分化趋势不改,重点城市成交热度攀升带动地价及溢价率上扬。2016 年,除二线城市推出土地面积及成交土地面积分别出现 1%和 0.2%的微跌外,一、三线城市均有较大幅度下降;除一线城市土地出让金下降 16%外,二、三线城市土地出让金分别上升 68%和 9%。另外,各线城市楼面均价和土地溢价率均有不同程度上升。一线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 9%和 18 个百分点到 9,965 元/平方米和 45%;二线城市楼面均价和土地溢价

率分别上升 74%和 34 个百分点到 2,696 元/平方米和 51%；三线城市楼面均价和土地溢价率分别上升 19%和 18 个百分点到 887 元/平方米和 26%。整体看，一线城市的高房价使较多房企转战二线重点城市拿地，二线城市涨幅较大，地王频出。

2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017 年，除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一二三线城市土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

2018 年 1~9 月，全国 300 个城市土地供需双涨，土地供应量 88,834 万平方米，同比增长 23%；土地成交面积 73,993 万平方米，同比增长 19%。土地出让金总额同比增长 13%，整体成交楼面均价及溢价率下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年 1~9 月，一线城市供地节奏放缓，推出面积同比下降 25%，出让金总额下降 24%；二线城市供求量有所增加，土地出让金总额同比小幅增长 9%，但受政策调控影响，平均溢价率下降 19 个百分点；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，并出台相应的土拍政策，除土地溢价率下降 23 个百分点外，土地供应量、成交面积、出让金、楼面均价分别同比增长 24%、20%、37%和 9%。

表 1 全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

| 项目      | 2015 年    | 2016 年     | 2017 年     | 2018 年 1~9 月 |
|---------|-----------|------------|------------|--------------|
| 推出面积    | 113,235   | 103,212    | 111,907    | 88,834       |
| 同比      | -18       | -9         | 8          | 23           |
| 成交面积    | 85,671    | 85,885     | 95,036     | 73,993       |
| 同比      | -21       | -3         | 8          | 19           |
| 出让金     | 21,793    | 29,047     | 40,623     | 30,125       |
| 同比      | -10       | 31         | 38         | 13           |
| 楼面均价    | 1,384     | 1,904      | 2,374      | 2,219        |
| 同比      | 14        | 40         | 26         | -8           |
| 土地平均溢价率 | 16        | 43         | 29         | 16           |
| 同比      | 上升 6 个百分点 | 上升 27 个百分点 | 下降 14 个百分点 | 下降 17 个百分点   |

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理。

总体看，随着热点城市增加土地供给稳定预期，土地供求量均有所回升；房企对重点城市优质地块的争夺仍然激烈，使得楼面均价涨幅仍然较大。

## （2）开发资金来源状况

2015 年国内融资环境全面宽松，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大幅降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 296.53 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

受益于宽松的信贷政策，2016 年前三季度房地产销售市场火爆，房企资金进一步得到缓解。

进入 10 月份，上海证券交易所对房地产企业发债进行分类管理，部分划分为“风险类”房地产企业发债资金来源受到限制。2016 年，房地产开发企业到位资金 144,214.00 亿元，同比增长 15.18%。其中，国内贷款 21,512.00 亿元，同比增长 6.42%；利用外资 140.00 亿元，同比下降 52.79%；自筹资金 49,133.00 亿元，同比增长 0.19%；其他资金 73,428.00 亿元，同比增长 31.93%。在其他资金中，定金及预收款 41,952 亿元，增长 29.0%；个人按揭贷款 24,403 亿元，增长 46.5%。

2017 年，房地产企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,053 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,242 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872 亿元，上升 3.50%；其他资金 79,770 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,694 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906 亿元，同比下降 2.00%。

此外，2017 年 11 月 17 日，“一行三会一局”联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，反映出监管对于规范资管市场，打压非标资产的意愿。若非标融资渠道被严格约束，房地产资金缺口问题将凸显。

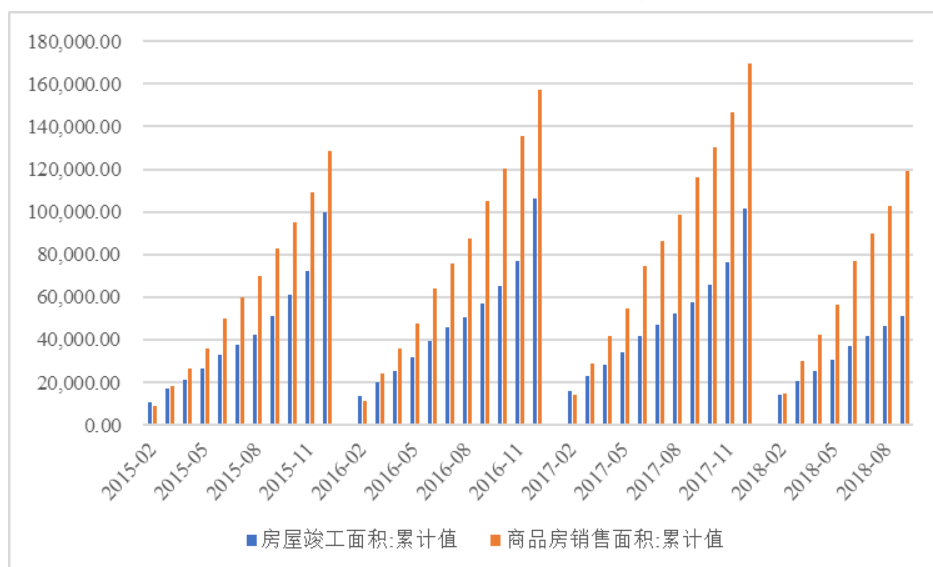
2018 年 1~9 月，房地产开发企业到位资金 121,882.17 亿元，同比增长 7.80%。其中，国内贷款 18,041.19 亿元，同比下降 5.10%；自筹资金 40,595.81 亿元，同比增长 11.40%；定金及预收款 40,258.98 亿元，同比增长 16.30%；个人按揭贷款 17,522.34 亿元，同比下降 1.20%。

总体看，2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解；2016 年 10 月房地产调控后，融资环境再次趋紧，需重点关注非标融资的政策变化情况。

### （3）市场供需情况

2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，全国商品房销售面积 128,495 万平方米，比上年增长 6.5%。其中，住宅销售面积增长 6.9%，办公楼销售面积增长 16.2%，商业营业用房销售面积增长 1.9%。从供应来看，土地供应控规模、调结构，并加大保障性住房安置，改善市场环境。全年房屋竣工面积 100,039 万平方米，下降 6.9%。其中，住宅竣工面积 73,777 万平方米，下降 8.8%。

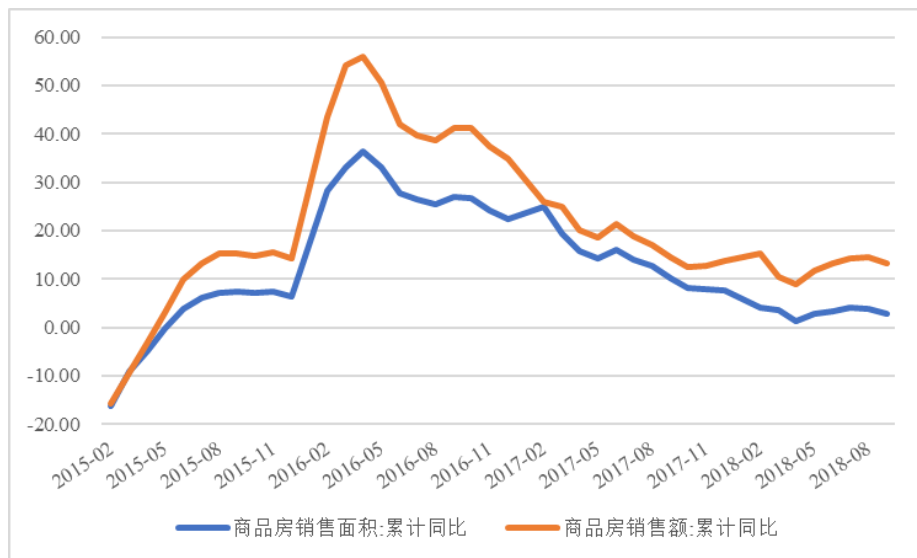
图 3 2015~2018 年 9 月全国商品房供求情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind 资讯

2016 年，房地产政策经历了从宽松到热点城市持续收紧的过程，商品房销售全年高位运行。2016 年，全国商品房销售面积 157,349.00 万平方米，同比增长 22.5%。其中，住宅销售面积增长 22.4%，办公楼销售面积增长 31.4%，商业营业用房销售面积增长 16.8%。从供应来看，2016 年，全国房屋竣工面积 106,128.00 万平方米，同比增长 6.1%。其中，住宅竣工面积 77,185.00 万平方米，同比增长 4.6%。

图 4 近年全国商品房销售面积和销售额增速情况（单位：%）



资料来源：Wind资讯

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,408 万平方米，同比增长 7.70%，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然表现较好。其中，住宅销售面积增长 5.30%，办公楼销售面积增长 24.30%，商业营业用房销售面积增长 18.70%；住宅销售额增长 11.30%，办公楼销售额增长 17.50%，商业营业用房销售额增长 25.30%。从供应来看，2017 年房地产开发企业房屋施工面积 781,484 万平方米，同比增长 3.00%；房屋竣工面积 101,486 万平方米，同比减少 4.40%；商品房待售面积 58,923 万平方米，同比减少 15.30%，其中住宅待售面积同比减 25.10%，办公楼待售面积同比增加 0.90%，商业营业用房待售面积同比减少 4.00%。

2018 年 1~9 月，全国房地产销售面积 119,312.77 万平方米，同比增长 2.90%，增速较上年同期下降 7.40 个百分点；全国房地产销售金额 104,132.23 亿元，同比增长 13.30%，增速较上年同期下降 1.30 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓。

总体看，在当前经济形势下，政府更加重视房地产在促进消费和拉动投资方面的重要作用。政策环境由松趋紧，出现分化，热点城市调控政策不断收紧，而三四线城市内部则出现分化。2018 年前三季度，房地产销售面积和金额同比双降。

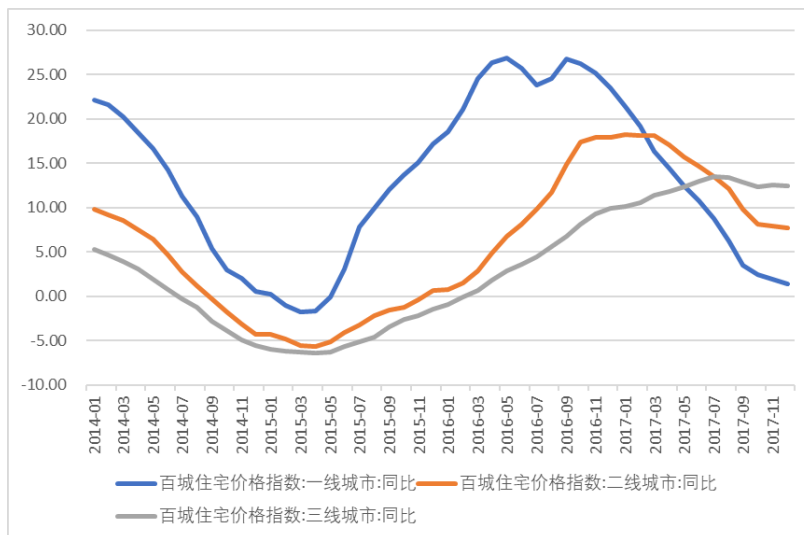
#### （4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2015 年以来受多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积小幅回升，市场呈现回暖迹象；2015 年 3 月后，深圳市领涨全国房价，随后上海、北京房价持续上涨，一线城市房价上涨带动二线城市持续增长；2015 年 12 月，全国 100 个城市（新建）住宅平均价格为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%。整体来看，全国楼市保持平稳回升态势，12 月百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨，且涨幅均继续扩大。

2016 年，百城价格指数延续上年增长态势，一、二线城市进入快速上涨通道，同时三线城市价格进入增长通道。截至 2016 年底，百城价格指数为 13,035.00 元/平方米，较年初增长 18.22%。

2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37% 大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27% 下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

图 5 2014~2017 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2018 年 1~6 月，根据中国房地产指数系统对 100 个城市全样本调查数据显示，百城价格累计上涨 2.62%，较上年同期收窄 1.57 个百分点。在持续深化的调控政策下，房价趋稳。

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；但随着政府限购的出台以及调控的长期化等政策的影响，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，部分城市出现价格一二手房价格倒挂现象，三线城市价格增速降缓，但仍表现较好。

### 3. 行业竞争

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2015 年，房地产行业前 10 名和前 20 名企业的销售额以及销售面积占比分别较 2014 年变化不大。2016 年，房地产行业集中度进一步提升，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 18.81% 和 25.33%，分别较上年提高 1.94 和 2.52 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 12.19% 和 15.94%，分别较上年提高 0.88 和 1.32 个百分点。2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10% 和 32.50%，分别较上年提高 5.29 和 7.17 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 3.19 和 4.09 个百分点，也从侧面反映出优质城市资源不断向大型房企倾斜的态势。

表 2 前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

| 项目             | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 前 10 大企业销售额占比  | 16.87  | 18.81  | 24.10  |
| 前 20 大企业销售额占比  | 22.82  | 25.33  | 32.50  |
| 前 10 大企业销售面积占比 | 11.31  | 12.19  | 15.38  |
| 前 20 大企业销售面积占比 | 14.62  | 15.94  | 20.03  |

资料来源：CRIC

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势；从 2017 年全年房企销售额来看，5,000 亿房企 3 家，3,000 亿房企 3 家。具体来看，前十的房企凭借布局、产品、品牌等优势实现业绩突破，11~30 的房企在踏准市场机遇的前提下凭借高周转实现增长，31~50 的房企主要把握区域深耕和城市市场机遇，利用市场热度进行滚动销售。

表 3 2017 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

| 排名 | 企业简称 | 排名 | 企业简称 |
|----|------|----|------|
| 1  | 中国恒大 | 6  | 保利地产 |
| 2  | 碧桂园  | 7  | 中海地产 |
| 3  | 万科地产 | 8  | 华夏幸福 |
| 4  | 绿地控股 | 9  | 华润置地 |
| 5  | 融创中国 | 10 | 龙湖地产 |

资料来源：克而瑞研究

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

#### 4. 行业政策

2016 年下半年，全国房地产市场的重新火爆为调控思路的转变和升级设了铺垫，北京、上海、深圳等城市迎来最严调控政策。2017 年，调控政策不断加码，与以往调控政策相比体现为三个特点：第一，热点城市的政策出台“高频次”；第二，调控城市覆盖范围广；第三，政策措施呈现多维度、高覆盖。预售证监管、土地供应调控以及限售等政策，在供给端限制供应的增加，另一方面政府又通过需求端调控（主要是因城施策和货币周期淡化等）防止需求过快衰减。此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。

表 4 近年来主要房地产调控政策

| 年份            | 调控政策                                                             |
|---------------|------------------------------------------------------------------|
| 2015 年<br>3 月 | 国务院《不动产登记暂行条例》                                                   |
| 2015 年<br>3 月 | 央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例                                          |
| 2015 年<br>9 月 | 央行、银监会下文，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25% |
| 2015 年<br>9 月 | 住建部发布《关于完善公共租赁住房租金补贴政策的通知》                                       |
| 2016 年<br>2 月 | 央行、银监会发布通知，对不“限购”城市下调居民购买首套房和二套房的最低首付比例                          |

|             |                                                                                                                                                 |
|-------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2016年6月     | 国务院正式发布关于《加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》                                                                                                                   |
| 2016年“十一假期” | 2016年“十一假期”期间，全国一线及重点二线合计21个城市陆续颁布各地的房地产市场调控政策，从限购、限贷与限价三个方面进行调整                                                                                |
| 2016年11月    | 上海、深圳、天津、武汉、杭州、成都、郑州等热点一二线城市进一步升级调控政策，加强限购限贷                                                                                                    |
| 2017年3月     | 2017年3月以来，全国一线及重点二、三线约30个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大                                                                                         |
| 2017年4月     | 住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期                                                                                       |
| 2017年7月     | 中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”                                                                                       |
| 2017年8月     | 《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发〈北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）〉的通知》面向社会公开征求意见                                                                                  |
| 2017年10月    | 坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居                                                                                          |
| 2017年12月    | 发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控                                                            |
| 2018年3月     | 启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法 |
| 2018年4月     | 中央政治局工作会议提出抓好房地产市场调控和住房保障工作                                                                                                                     |
| 2018年7月     | 中央政治局工作会议提出坚持因城施策，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，加快建设促进房地产市场平稳健康发展长效机制                                                                           |

资料来源：联合评级搜集整理

2017年10月，习近平代表第十八届中央委员会在中国共产党第十九次全国代表大会上向大会作出报告，明确提出，“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居”，十九大报告对于房地产行业调控的基调并未发生变化。

2017年12月，中央经济工作会议在北京举行。会议继续坚持“加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度”方向，并指出“要发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控”，坚持分类调控，因城因地施策。

2018年3月，“两会”政府工作报告地直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。4月和7月的中央政治局工作会议再次强调坚持房地产市场调控，促进供求平衡。

总体看，2016年“十一”之后，热点一、二线城市推出房地产调控政策，房地产政策环境再度趋紧；2017年，政府强调稳定房地产市场，政策工具持续运用并从住房租赁、共有产权等方面引导住房消费，提出加快建立长效机制，实行差别化调控，加快房产税落地。

## 5. 行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015年以来，国内货币政策持续宽松，再融资

政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续期债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

#### （2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

#### （3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

### 6. 未来发展

#### （1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017 年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

#### （2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

#### （3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

#### （4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积

累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司是一家专注于房地产开发的全国性开发商，在房地产行业有着二十多年的房地产项目开发经验，在品牌价值、城市布局、项目储备、销售情况、资产规模等方面具有较强的竞争优势。公司在全国 25 个城市开展房地产开发业务，业务重点覆盖中国东南部、长江三角洲、珠三角及环渤海区域等经济发达的东部沿海地区与具有高增长潜力的中国中西部地区；同时，公司具有国家一级物业管理资质，可为业主及客户提供优质的居住服务。公司自成立以来，已累计开发规模超过 2,780.00 万平米，开发项目 110 多个，物业管理面积逾 1,900 万平米。

公司目前房地产开发项目重点扎根长三角地区，布局中西部、环渤海区域等经济发达与具有高增长潜力的地区，深耕上海、苏州、南京、福州、重庆、西安、沈阳、合肥、成都等中心城市。公司项目大多位于城市核心地段，区位优势明显。

公司拥有丰富的产品线，包括住宅、公寓、办公楼和综合体等。公司坚持走精品化路线，已逐步形成了一整套较成熟的品牌体系。在中国房地产业协会、中国房地产测评中心联合主办的“2016 中国房地产 500 强测评”、“2017 中国房地产 500 强测评”及“2018 中国房地产 500 强测评”中，公司的排名分别为第 42 位、第 41 位和第 36 位，公司拥有较高的品牌认可度。

总体看，公司拥有丰富的房地产项目开发经验，目前公司已形成了丰富的产品线，并不断完善产品开发种类。公司已形成较成熟的品牌体系，拥有较高的品牌价值及行业影响力。

##### 2. 人员素质

截至 2018 年 9 月底，公司董事、监事及高级管理人员共计 12 人。公司核心管理人员多数在房地产行业工作一定年限，具有较丰富的行业经验。

公司董事长兼总经理林定强先生，1966 年出生，持有香港永久性居民身份证，拥有香港居留权。1993 年 8 月至 1997 年 6 月，任福建顺华房地产开发有限公司总经理。1996 年 9 月至今担任公司董事长兼总经理。林定强先生为全国政协委员、中国侨联委员会常务委员和中国侨商投资企业协会监事长。

截至 2018 年 9 月底，公司员工总数 5,721 人。从职务上看，管理人员占员工总数的 12.88%，营销人员占员工总数的 10.96%，技术人员占员工总数的 12.60%，基础服务人员占员工总数 53.85%，文职人员及其他人员 7.25%，行政工勤人员占员工总数的 2.46%；从学历上看，研究生及以上学历占员工总数的 3.53%，大学本科学历占员工总数的 30.03%，大学专科学历占员工总数的 26.31%，大专以下学历占员工总数的 40.13%。

总体看，公司高级管理人员具备多年的行业管理经验，公司员工学历构成较合理，能够满足目前公司经营需要。

## 五、公司治理

### 1. 公司治理

公司依据《中华人民共和国公司法》和《公司章程》的相关规定，建立了较为完善的法人治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构。公司股东大会负责决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会或监事的报告；审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案、审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损的方案等。

公司董事会由9名董事组成，设董事长1名。公司董事由股东大会选举或更换，每届任期三年，可连选连任。公司董事会的职能包括决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案；制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案等。

公司设监事会，设监事3人，监事会设主席1人。监事由股东代表和公司职工代表担任。监事会主席由全体监事过半数选举产生。监事每届任期三年，股东代表担任的监事由股东大会选举和更换，职工担任的监事由公司职工民主选举产生和更换，监事连选可以连任。公司监事具体负责对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务状况；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总经理1名，由董事长提名，由董事会聘任或者解聘。总经理每届任期三年，可连聘连任。总经理行使的职权包括主持公司的生产、经营及研发管理工作，并向董事会报告工作；组织实施董事会决议、组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案等。

总体看，公司法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

### 2. 管理体制

截至2018年9月底，公司总部下设运营管理中心、品牌营销管理中心、设计研发管理中心、景观绿化管理中心、成本管理中心、工程管理中心、投资拓展管理中心、客服管理中心、人力资源管理中心、财务管理中心、法务部和审计部12个职能部门，各个部门分工明确，职责清晰。同时，公司在工程管理、成本管理、资金管理、采购管理以及对子公司管理等方面建立了一系列规章制度，并根据发展情况，不断更新和完善相关制度，保障公司健康平稳运行。

在财务管理方面，公司制定了《预算管理制度》、《资金管理规定》和《财务岗位职责说明书》等一系列具体规定，从制度上保证会计核算和财务管理工作的规范化，对各岗位的职责权限予以明确，并规范财务业务流程。通过合理设置会计核算、财务管理、独立稽核及其他相关工作岗位，明确职责权限，形成了相互制衡机制。

在销售管理方面，公司制定了《销售价格评审会制度》、《价格表管理规范》、《折扣管理规范》、《案场标准化接待流程作业指引》、《营销费用管控制度》等一系列管理规范与制度，建立了较为完善的销售管理流程指引，对各项目营销工作流程（售前策划、售中管理、售后服务以及销售后评价等）进行了规范。

成本和采购管理方面，公司通过《招标采购管理规定》、《供应商管理办法》、《设计资源库管理制度》、《工程结算管理制度》等一系列管理规范与制度，建立了较为完善的成本及采购流程指引。成本方面，公司规范了成本管理流程，提高了成本管控效率。采购方面，公司规范采购业务操作，加强集中采购、推行战略合作等采购模式和招投标、竞争性谈判等多种采购方式，兼顾采

购的效益、效率和规范性；通过招投标方式，严格进行经济标和技术标评审，在公平公正、充分竞争的基础上择优选择供应商，保证采购成本的合理性和质量的合规性；通过战略合作，在对关键产品、服务供应商进行全面评估的基础上，与评价为最优的供应商建立长期、紧密、稳定的合作关系，以达到最优采购绩效。在采购付款环节，公司加强了支付环节的核对和审查及对供应商的后评估，以保证付款的准确性及合理性。

对子公司的管理方面，公司向控股子公司委派董事和高级管理人员，明确委派董事和高级管理人员的职责权限，结合公司的经营策略督导各控股子公司建立起相应的经营计划和风险管理程序。同时，公司进一步强化对控股公司经营计划的审核和审批管理，并在经营过程中加强监控，以此强化对控股子公司的经营管理。公司各控股子公司均参照公司制度，并结合其实际情况建立健全的经营和财务管理制度。

在对外担保方面，公司根据《公司法》、《担保法》、《关于规范上市公司对外担保行为的通知》及《公司章程》等有关规定，结合公司的实际情况，制定了《金辉集团股份有限公司对外担保管理制度》，对对外担保行为进行了有效的管理和控制。

总体看，作为民营企业，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主要从事房地产开发及销售。近三年，公司主营业务收入占比在 97%以上，主营业务突出且稳定。2015~2017 年，公司分别实现营业收入 148.70 亿元、179.71 亿元和 123.78 亿元，波动下降，主要系受公司开发的房地产项目结转收入波动影响所致；净利润分别为 15.65 亿元、22.30 亿元和 22.66 亿元，逐年增长，主要系 2017 年合营项目结转利润较大以投资收益体现所致。

从收入结构来看，公司业务主要包括房地产开发销售、物业经营、租赁等，其中房地产开发销售为公司最主要收入来源，2015~2017 年，公司房地产销售收入分别为 146.01 亿元、176.10 亿元和 116.34 亿元，波动下降，占公司营业收入的比重分别为 98.19%、97.99%和 93.99%，2016 年房地产销售收入较上年有所增加主要系结转项目增加所致；2017 年较上年有所下降主要系 2015 年新增项目中合作开发类项目占比较大，2017 年结转项目时，不计入收入所致。2015~2017 年，公司物业收入分别为 2.21 亿元、2.76 亿元和 3.49 亿元，分别占营业收入的比重为 1.48%、1.54%和 2.82%，收入规模随物管面积扩大而有所增长。出租业务近三年收入分别为 0.32 亿元、0.45 亿元和 1.29 亿元，2017 年较上年有所增加主要系新增北京北望金辉大厦租金收入所致，占营业收入的比重分别为 0.22%、0.25%和 1.04%。公司其他业务收入包括房产更名费收入、商业管理费收入和停车卡工本费和资金占用费等收入等。近三年其他业务收入分别为 0.17 亿元、0.40 亿元和 2.66 亿元，2017 年较上年大幅增加，主要系当期向合营单位及联营单位股东借款收取利息所致。

从毛利率情况来看，2015~2017 年，公司业务综合毛利率分别为 26.78%、25.92%和 36.15%，其中房地产销售毛利率分别为 26.83%、25.96%和 34.81%，2016 年有所下降主要系结转项目的土地成本增加以及结转毛利相对较低的三、四线城市项目规模占比提高所致；2017 年有所增长主要系结转的苏州金辉地产-优步花园项目、福州融侨置业-淮安二期项目、重庆金辉长江-融侨城 5 期结转收入占比较大，项目拿地时成本较低，毛利较高所致。近三年，公司物业收入毛利率分别为 10.27%、12.10%和 14.63%，逐年上升，主要系公司增强对物业成本管控所致。公司租赁业务毛利率近三年均为 100.00%，主要系公司采用公允价值计量投资性房地产，不计提折旧，且租赁业务产生的支出均计入期间费用所致。具体数据如下表所示。

表 5 2015~2017 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

| 项 目     | 2015 年 |        |        | 2016 年 |        |        | 2017 年 |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入     | 占比     | 毛利率    | 收入     | 占比     | 毛利率    |
| 主营业务收入  | 148.53 | 99.89  | 26.74  | 179.31 | 99.78  | 25.93  | 121.12 | 97.85  | 34.92  |
| 房地产销售收入 | 146.01 | 98.19  | 26.83  | 176.10 | 97.99  | 25.96  | 116.34 | 93.99  | 34.81  |
| 物业收入    | 2.21   | 1.48   | 10.27  | 2.76   | 1.54   | 12.10  | 3.49   | 2.82   | 14.63  |
| 出租收入    | 0.32   | 0.22   | 100.00 | 0.45   | 0.25   | 100.00 | 1.29   | 1.04   | 100.00 |
| 其他业务    | 0.17   | 0.11   | 60.47  | 0.40   | 0.22   | 21.96  | 2.66   | 2.15   | 92.11  |
| 合计      | 148.70 | 100.00 | 26.78  | 179.71 | 100.00 | 25.92  | 123.78 | 100.00 | 36.15  |

资料来源：公司审计报告

2018年1~9月，公司实现营业收入74.60亿元，同比下降14.53%，主要系结转项目减少的所致；其中房地产销售收入66.87亿元，占比89.64%，仍为公司收入第一大来源；综合毛利率小幅下降，为32.84%，主要系上海融辉地产天鹅湾荟苑项目结转收入占比较大，取得土地的成本较高所致。

总体看，公司各业务板块结构较稳定，主营业务主要来自于房地产销售板块，营业收入受地产业务结转节奏和合作项目影响呈波动下降态势；毛利率呈波动增长态势。

## 2. 房地产开发

公司房地产开发过程的主要阶段包括选址、收购土地、融资、项目设计、采购及建设、质量控制、销售及营销和交付及售后客户服务等，其中土地收购、建设施工和房产销售是影响收入和利润规模最为重要的环节。

公司房地产开发成本主要包括土地成本、前期费用（包括前期设计费、报批报建费用等）、建安成本（建筑成本费）、相关配套设施成本（景观绿化）、开发解决成本（含税费、利息费用等财务成本）和基建费（含管理费用、销售费用），其中前期费用和建安成本占比较高。公司采取多种措施以控制成本。首先，公司通过深入战略分析，结合当地同类房地产项目售价以测算土地的合理成本，并据此来控制拿地成本；其次，公司严控前期设计，通过标准化的评审，控制公司的建安成本；最后，公司通过和金融机构以及和房企的项目合作等外部合作的方式降低资金成本。

### （1）土地储备

从土地储备策略来看，公司坚持“全国布局、区域聚焦、城市领先”战略，着重布局北京、上海等一线城市以及苏州、南京、合肥、重庆、成都、西安、福州等二线核心城市及区域中心型城市。公司在选择进入新城市时的评估要素包括但不限于城市经济、人口、文化、交通基建、房地产竞争情况等。

从土地获取方式来看，公司主要是通过参与政府招拍挂以及股权并购形式获取土地。其中，招拍挂是公司目前获取土地的主要方式。由于股权收购方式具有手续简单、税费优惠以及项目开发快捷等优势，公司未来考虑向股权并购的土地获取方式倾斜。公司目前的合作方包括禹洲地产股份有限公司以及常熟弘阳房地产有限公司；现有的股权合作项目，公司均作为项目操盘人。

自2016年以来，受市场销售情况较好以及公司扩大经营规模需要，公司加快了拿地节奏。从近年公司土地获取情况来看，2015~2017年分别获取土地3块、7块和29块，对应土地面积分别为12.63万平方米、82.15万平方米和168.96万平方米，计容面积分别为22.88万平方米、244.74万平方米和408.99万平方米；由于2015年购置土地的规划容积率较低，因此规划建筑面积相对较小。从获取土地的资金投入来看，2015~2017年，购地支出分别为35.46亿元、74.43亿元和213.47亿元。2015年购置的地块大多位于一线及核心二线城市，地块均价较高，因此尽管2015年公司获得土地占地面积较小，但购地支出却较高。2016年，公司获取土地主要位于重庆、沈阳、苏州、扬州、西安等二、三线城市，各城市获取土地地块面积较大，获取单价较为合理。2017年，公司加大了拿地

力度,其中通过招拍挂方式拿地计容面积合计275.16万平方米,通过收购拿地合计133.83万平方米,主要拿地区域为石家庄、杭州、佛山和重庆等地,获取单价较为合理。2018年1~9月,公司通过招拍挂方式拿地的计容建筑面积合计221.08 万平方米,主要位于武汉、郑州、镇江和合肥,通过收购方式拿地的计容建筑面积合计314.24万平方米。从楼面价来看,公司2018年1~9月获取土地中,郑州、石家庄地块均价较高,其余等地较为合理。

表 6 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司获取土地明细 (单位: 平方米、元/平方米、亿元)

| 获取方式     | 项目全称       | 获得时间   | 地区  | 占地面积         | 计容面积         | 计容楼面价     | 土地价款总额 |
|----------|------------|--------|-----|--------------|--------------|-----------|--------|
| 招拍挂、土地置换 | 金辉西院       | 2015 年 | 福清  | 11,461.00    | 32,090.80    | 5,640.25  | 1.81   |
|          | 优步花园       | 2015 年 | 苏州  | 82,744.92    | 132,391.87   | 4,154.33  | 5.50   |
|          | 莘庄项目       | 2015 年 | 上海  | 32,141.90    | 64,283.80    | 43,790.19 | 28.15  |
|          | 小计         | --     | --  | 126,347.82   | 228,766.47   | --        | 35.46  |
|          | 优步大道       | 2016 年 | 重庆  | 11,878.00    | 47,512.02    | 5,472.30  | 2.60   |
|          | 金辉优步大道     | 2016 年 | 沈阳  | 13,665.61    | 47,829.63    | 2,855.00  | 1.37   |
|          | 优步水岸花园     | 2016 年 | 苏州  | 57,036.00    | 114,073.00   | 8,209.00  | 9.17   |
|          | 吾优花园       | 2016 年 | 扬州  | 70,674.00    | 127,213.00   | 3,167.00  | 4.03   |
|          | 优步花园 (利君西) | 2016 年 | 西安  | 39,412.26    | 137,942.91   | 1,578.41  | 2.18   |
|          | 小计         | --     | --  | 192,665.87   | 474,570.56   | --        | 19.35  |
|          | 正定新区 7 号地  | 2017 年 | 石家庄 | 65,052.38    | 65,702.90    | 9,132.02  | 6.00   |
|          | 优步湖畔       | 2017 年 | 沈阳  | 93,474.43    | 168,253.97   | 2,790.00  | 4.69   |
|          | 优步公园       | 2017 年 | 沈阳  | 56,789.79    | 96,542.64    | 2,940.00  | 2.84   |
|          | 优步南郡       | 2017 年 | 沈阳  | 127,324.51   | 190,986.77   | 3,520.00  | 6.72   |
|          | 临湖 80 号项目  | 2017 年 | 苏州  | 35,441.00    | 70,882.00    | 7,615.16  | 5.40   |
|          | 悦优公寓       | 2017 年 | 杭州  | 22,139.00    | 57,561.40    | 8,808.51  | 5.07   |
|          | 花海路地块      | 2017 年 | 南京  | 20,227.72    | 40,455.44    | 23,235.00 | 9.40   |
|          | 西子花园       | 2017 年 | 合肥  | 104,759.61   | 225,448.24   | 6,121.14  | 13.80  |
|          | 北潞项目       | 2017 年 | 佛山  | 43,523.33    | 108,808.33   | 10,999.99 | 11.97  |
|          | 大良项目       | 2017 年 | 佛山  | 17,164.72    | 68,658.88    | 11,000.03 | 7.55   |
|          | 中央铭著       | 2017 年 | 重庆  | 157,925.00   | 437,910.00   | 6,485.35  | 28.40  |
|          | 正定新区 4 号地  | 2017 年 | 石家庄 | 23,582.38    | 40,090.00    | 7,508.11  | 3.01   |
|          | 正定新区 5 号地  | 2017 年 | 石家庄 | 48,378.41    | 82,243.00    | 7,514.32  | 6.18   |
|          | 科技路地块      | 2017 年 | 西安  | 35,655.64    | 164,729.06   | 614.47    | 1.03   |
|          |            |        |     | 1,670.58     | 3,090.57     |           |        |
|          | 大沥项目       | 2017 年 | 佛山  | 7,804.00     | 23,412.00    | 4,442.17  | 1.04   |
|          | 包河项目       | 2017 年 | 合肥  | 16,261.73    | 35,775.81    | 15,342.77 | 5.49   |
|          | 翁梅项目       | 2017 年 | 杭州  | 64,505.00    | 141,911.00   | 17,225.59 | 24.45  |
|          | 三墩北 11 号地块 | 2017 年 | 杭州  | 11,349.00    | 32,912.10    | 19,635.03 | 6.46   |
|          | 璜泾 18-2 号地 | 2017 年 | 太仓  | 18,865.60    | 33,958.08    | 3,900.40  | 1.32   |
|          | 高明项目       | 2017 年 | 佛山  | 23,275.42    | 58,200.00    | 3,230.24  | 1.88   |
|          | 鹿角项目       | 2017 年 | 重庆  | 157,427.00   | 366,953.00   | 3,153.65  | 11.35  |
|          | 15 号地      | 2017 年 | 福清  | 53,168.00    | 132,920.00   | 4,280.77  | 5.69   |
|          | 10 号地      | 2017 年 | 福清  | 41,675.00    | 104,187.50   | 5,979.60  | 6.23   |
|          | 小计         | --     | --  | 1,247,439.25 | 2,751,592.69 | --        | 175.98 |
|          | 金辉优步湖畔     | 2018 年 | 武汉  | 69,985.32    | 181,962.00   | 5,197.79  | 9.46   |
|          | 仁寿优步花园     | 2018 年 | 成都  | 41,112.33    | 90,447.12    | 4,621.48  | 4.18   |

|      |                   |       |     |                     |                     |           |               |
|------|-------------------|-------|-----|---------------------|---------------------|-----------|---------------|
|      | 高新【2017】084号地     | 2018年 | 郑州  | 88,578.26           | 221,445.65          | 10,815.29 | 23.95         |
|      | 正国土资(2017)05号地    | 2018年 | 石家庄 | 66,587.16           | 57,361.00           | 8,995.66  | 5.16          |
|      | 秋长项目              | 2018年 | 惠州  | 29,615.00           | 71,076.00           | 2,660.99  | 1.89          |
|      | 2018-33号地         | 2018年 | 徐州  | 50,212.16           | 80,339.46           | 2,864.10  | 2.30          |
|      | 2018-3-3(X1803)号地 | 2018年 | 镇江  | 76,715.00           | 176,400.00          | 4,840.00  | 8.54          |
|      | GZ059地块           | 2018年 | 扬州  | 52,581.00           | 91,000.00           | 5,916.81  | 5.38          |
|      | 都荟上城              | 2018年 | 合肥  | 109,852.00          | 219,704.00          | 6,199.71  | 13.62         |
|      | 2018拍-19号         | 2018年 | 福清  | 49,504.00           | 158,412.80          | 4,665.03  | 7.39          |
|      | 2018拍-23号         | 2018年 | 福清  | 49,440.00           | 148,320.00          | 2,885.65  | 4.28          |
|      | 肥西2018-15         | 2018年 | 合肥  | 46,649.00           | 83,968.20           | 6,830.76  | 13.70         |
|      | 泾河新城-2017-011-01  | 2018年 | 西安  | 51,187.20           | 179,155.20          | 3,013.05  | 2.53          |
|      | P(2018)011号       | 2018年 | 荆州  | 105,693.00          | 232,524.60          | 2,874.60  | 5.15          |
|      | LP-1-339          | 2018年 | 重庆  | 67,358.00           | 134,716.00          | 1,860.02  | 4.33          |
|      | LP-1-340          | 2018年 | 重庆  | 46,649.00           | 83,968.20           | 2,508.98  | 3.38          |
|      | 小计                | --    | --  | <b>1,001,718.43</b> | <b>2,210,800.23</b> | --        | <b>115.24</b> |
| 股权并购 | 西安世界城             | 2016年 | 西安  | 613,464.10          | 1,911,307.87        | 3,385.85  | 54.00         |
|      | 沈阳优步学府            | 2016年 | 沈阳  | 15,390.33           | 61,561.32           | 1,750.44  | 1.08          |
|      | 小计                | --    | --  |                     |                     | --        | <b>55.08</b>  |
|      | 金辉优步花园            | 2017年 | 长沙  | 57,795.66           | 183,930.48          | 5,101.17  | 9.38          |
|      | 北京朝阳口岸1号地         | 2017年 | 北京  | 73,891.29           | 173,800.00          | 12,776.34 | 7.96          |
|      | 鹿苑大道项目            | 2017年 | 西安  | 189,235.00          | 662,322.50          | 557.13    | 3.69          |
|      | 句容观岚项目            | 2017年 | 句容  | 37,421.78           | 123,491.87          | 5,767.99  | 7.12          |
|      | 长沙翡翠湾项目           | 2017年 | 长沙  | 61,120.8            | 127,454.50          | 4,158.35  | 5.30          |
|      | 白云坑项目             | 2017年 | 惠州  | 19,231.00           | 67,308.50           | 5,999.99  | 4.04          |
|      | 小计                | --    | --  | <b>438,695.53</b>   | <b>1,338,307.85</b> | --        | <b>37.49</b>  |
|      | 卢卡小镇项目            | 2018年 | 西安  | 697,823.00          | 2,557,277.08        | 656.95    | 16.80         |
|      | 闵集项目              | 2018年 | 武汉  | 188,735.70          | 585,081.00          | 1,209.66  | 7.08          |
|      | 小计                | --    | --  | <b>886,558.70</b>   | <b>3,142,358.08</b> | --        | <b>23.88</b>  |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：统计口径为公司纳入合并报表范围项目的口径

截至2018年9月底，公司计入土地储备的项目拟建面积为861.98万平方米，公司土地储备90%以上为住宅性质。从区域分布来看，公司土地储备主要分布在杭州（占比1.03%）、武汉（含孝感、荆州）（占比10.94%）、西安（占比35.09%）、重庆（占比13.87%）、长沙（占比3.03%）、石家庄（占比1.21%）、合肥（占比4.00%）、成都（占比2.49%）、福州（占比4.59%）等二线城市，以及连云港（占比7.10%）、淮安（占比5.61%）等三、四线城市。公司土地储备面积较大，按照公司未来的开发节奏看，土地储备能够满足公司未来2~3年的开发需要。具体见下表所示。

表7 截至2018年9月底公司土地储备情况（单位：万平方米、元/平米、万元）

| 项目名称           | 城市  | 拟建面积  | 楼面价       | 获取方式 | 土地获取金额     |
|----------------|-----|-------|-----------|------|------------|
| 正国土资(2017)05号地 | 石家庄 | 10.41 | 7,380.23  | 出让   | 51,600.00  |
| 久尚云筑           | 杭州  | 8.91  | 17,225.59 | 出让   | 244,450.00 |
| 优步花园           | 连云港 | 61.17 | 436.18    | 股权转让 | 33,460.90  |
| 四季金辉           | 淮安  | 4.66  | 867.37    | 出让   | 37,380.00  |
| 金辉城A地块         | 淮安  | 11.68 | 1,053.75  | 出让   | 18,300.00  |
| 金辉城B地块         | 淮安  | 32.02 | 904.25    | 出让   | 24,600.00  |

|                    |    |               |           |      |                     |
|--------------------|----|---------------|-----------|------|---------------------|
| 金辉城                | 盐城 | 7.95          | 1,384.62  | 出让   | 73,146.78           |
| 2018-3-3 (X1803)号地 | 镇江 | 22.79         | 4,840.00  | 出让   | 85,377.60           |
| 优步水岸               | 徐州 | 10.25         | 2,864.10  | 出让   | 23,010.00           |
| 观岚项目               | 句容 | 15.50         | 5,487.00  | 股权转让 | 67,760.00           |
| 都荟上城               | 合肥 | 8.11          | 6,376.09  | 出让   | 136,210.00          |
| 优步学府               | 合肥 | 26.38         | 6,739.57  | 出让   | 137,010.00          |
| 原山世界城              | 西安 | 20.39         | 3,652.07  | 股权转让 | 456,945.54          |
| 合创世界城              | 西安 | 34.30         | 2,765.91  | 股权转让 | 113,702.95          |
| 金辉高新云璟             | 西安 | 2.36          | 614.47    | 出让   | 10,312.00           |
| 鹿苑项目               | 西安 | 81.74         | 656.62    | 股权转让 | 43,494.56           |
| 金辉崇文府              | 西安 | 11.84         | 3,011.90  | 出让   | 25,300.00           |
| 泾河小镇-卢卡            | 西安 | 151.85        | 1,588.15  | 股权转让 | 177,319.33          |
| 高新【2017】084 号地     | 郑州 | 29.20         | 10,826.42 | 出让   | 239,500.00          |
| 金辉悦府               | 成都 | 3.90          | 1,120.00  | 出让   | 16,317.92           |
| 温江项目               | 成都 | 17.59         | 1,144.38  | 股权转让 | 14,332.22           |
| 金辉城                | 重庆 | 25.43         | 22,575.71 | 出让   | 170,983.79          |
| 中央铭著               | 重庆 | 16.98         | 6,485.35  | 出让   | 284,000.00          |
| 鹿角项目               | 重庆 | 24.40         | 3,153.65  | 出让   | 113,500.00          |
| 湖山云著               | 重庆 | 33.53         | 1,860.02  | 出让   | 43,250.00           |
| 梁平 LP-1-340 号地     | 重庆 | 19.24         | 2,508.98  | 出让   | 33,800.00           |
| 金辉惟楚花园             | 长沙 | 15.06         | 5,528.44  | 股权转让 | 101,004.55          |
| 鸿涛翡翠湾              | 长沙 | 11.06         | 671.04    | 股权转让 | 8,421.90            |
| 金辉优步湖畔             | 武汉 | 1.17          | 5,197.79  | 出让   | 94,580.00           |
| 金辉城                | 孝感 | 70.11         | 1,422.12  | 股权转让 | 83,205.22           |
| P (2018) 011 号地    | 荆州 | 23.04         | 2,874.61  | 出让   | 51,500.00           |
| 秋长地块 (一期)          | 惠州 | 9.41          | 4,726.08  | 出让   | 33,652.25           |
| 江山云著小区             | 福清 | 20.26         | 4,665.05  | 出让   | 73,900.00           |
| 观澜云著小区             | 福清 | 19.29         | 2,886.04  | 出让   | 42,800.00           |
| <b>合计</b>          | -- | <b>861.98</b> | --        | --   | <b>3,164,127.51</b> |

资料来源：公司提供、联合评级整理。

总体看，公司获取土地储备以招拍挂为主、股权收购为辅，2017 年以来公司加快拿地节奏以扩大经营规模，公司新获取土地以二线核心城市为主；公司土地储备规模较大，主要分布在核心二线城市以及热点三线城市，土地储备成本较为合理；公司新增土地规模较大，未来面临一定的融资需求。

## (2) 项目建设开发

公司采用总公司、地区公司两层管理架构，房地产业务的具体实施由各子公司承担，公司本部负责项目在投资、设计、施工、销售等关键环节的把控。

公司对工程建设进度进行严密计划，每个项目在获取时就已经制定了项目周期的完整开发和销售计划。每年年初公司依据项目计划和预计销售进度将当年建设目标按照区域和项目公司进行分解，并落实到每个项目的开发进度；公司各个部门配合建设计划制定相应的设计、招标和采购计划，以确保土建工作顺利进行。公司注重项目周转的高效性，在保证工程质量的前提下，一般保证在获取土地后 5~6 个月实现开工，8~9 个月达到预售状态。

从公司房地产开发建设情况来看，公司已开发的项目主要为普通住宅和商业物业；其中，住宅产品的客户群体以刚需人群为主，改善性为辅。受益于2016年、2017年房地产市场情况较好、

公司签约销售面积大幅增长影响，公司加快项目建设力度以补充可售项目规模，2015~2017年，公司新开工面积呈逐年增长态势。近三年，公司竣工面积波动下降，主要系公司根据销售情况把控项目的开发速度所致。截至2017年底，公司在建面积563.71万平方米。2018年1~9月，公司加大开工力度，新开工面积达565.75万平方米，已超过2017年全年新开工面积，期末在建面积1,074.79万平方米。具体情况如下表所示。

表8 2015~2017年及2018年1~9月公司项目开发情况

| 项目           | 2015年 <sup>1</sup> | 2016年  | 2017年  | 2018年1~9月 |
|--------------|--------------------|--------|--------|-----------|
| 新开工面积（万平方米）  | 90.15              | 186.97 | 257.90 | 565.75    |
| 竣工面积（万平方米）   | 243.30             | 257.30 | 135.14 | 71.88     |
| 期末在建面积（万平方米） | 402.43             | 440.36 | 563.71 | 1,074.79  |

资料来源：公司提供

注：统计口径为公司纳入合并报表范围项目的口径

截至2018年9月底，公司在建项目54个，主要分布于西安（占比31.77%）、连云港（占比8.28%）、淮安（占比5.66%）和重庆（占比18.55%）等二、三线城市。公司54个在建项目权益总建筑面积1,935.36万平米，权益可售面积1,665.99万平方米。

从项目的开发资金情况来看，公司在建项目计划总投资额1,302.02亿元，截至2018年9月底，已完成投资851.56亿元，尚需投资450.46亿元；其中，2018年10~12月和2019年分别预计投入49.74亿元和134.15亿元；公司近三年平均签约销售金额即可满足公司未来开发资金需求，但是考虑到公司加快拿地节奏，以及房地产调控政策趋严可能会对公司销售回款产生一定影响，公司未来仍可能面临一定资金支出压力。

表9 截至2018年9月底公司在建地产项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

| 项目名称          | 开工时间     | 预计交房时间   | 项目地点 | 权益建筑面积 | 权益可售面积 | 预计总投资 | 截至2018年9月底已完成投资 | 2018年10~12月预计投资 | 2019年预计投资 |
|---------------|----------|----------|------|--------|--------|-------|-----------------|-----------------|-----------|
| 朝阳口岸项目        | 2018年7月  | 2022年12月 | 北京   | 17.49  | 11.08  | 22.21 | 15.21           | 0.14            | 1.39      |
| 湖岸花园          | 2013年12月 | 2021年5月  | 天津   | 29.32  | 24.19  | 13.79 | 5.77            | 0.56            | 3.16      |
| 金辉优步小区（优园）    | 2018年3月  | 2019年9月  | 石家庄  | 1.47   | 1.32   | 5.40  | 3.92            | 0.18            | 1.34      |
| 金辉优步小区（品园、智园） | 2018年5月  | 2020年3月  | 石家庄  | 3.85   | 3.65   | 11.50 | 7.95            | 0.46            | 2.79      |
| 金辉云著小区        | 2018年9月  | 2020年6月  | 石家庄  | 6.02   | 4.33   | 13.94 | 7.08            | 1.19            | 2.00      |
| 优步大道          | 2016年4月  | 2019年6月  | 沈阳   | 5.42   | 4.92   | 3.14  | 2.90            | 0.12            | 0.36      |
| 优步湖畔          | 2017年8月  | 2020年5月  | 沈阳   | 20.87  | 20.12  | 12.14 | 8.92            | 0.70            | 2.33      |
| 优步学府          | 2017年10月 | 2019年9月  | 沈阳   | 8.49   | 7.30   | 4.15  | 2.51            | 0.29            | 0.99      |
| 优步公园          | 2017年10月 | 2019年9月  | 沈阳   | 13.75  | 9.65   | 7.83  | 4.50            | 0.55            | 1.63      |
| 优步南郡          | 2018年5月  | 2020年5月  | 沈阳   | 24.87  | 19.10  | 15.02 | 9.02            | 1.15            | 6.14      |
| 金辉天萃苑         | 2016年10月 | 2019年4月  | 上海   | 9.83   | 7.47   | 40.34 | 38.18           | 0.74            | 2.80      |
| 优步水岸花园        | 2016年4月  | 2019年1月  | 苏州   | 15.68  | 14.39  | 16.08 | 15.20           | 0.78            | 0.14      |
| 璜泾18-2号地      | 2018年3月  | 2019年9月  | 太仓   | 4.63   | 4.12   | 3.44  | 1.94            | 0.19            | 0.74      |

<sup>1</sup> 由于2015年公司收购了之前未纳入合并范围，股权占比10.5%的西安世界城项目，并将其纳入合并范围，2017年公司收购的长沙翡翠湾项目在收购时已开工，因此当期统计数据与上年年末统计数据不构成勾稽关系。

|         |          |          |     |        |        |        |        |      |       |
|---------|----------|----------|-----|--------|--------|--------|--------|------|-------|
| 悦优公寓    | 2017年7月  | 2019年12月 | 杭州  | 8.19   | 8.10   | 9.06   | 6.97   | 0.33 | 0.86  |
| 三墩北11号地 | 2018年5月  | 2020年10月 | 杭州  | 4.80   | 4.68   | 9.80   | 6.98   | 1.00 | 1.37  |
| 久尚云筑    | 2018年8月  | 2020年10月 | 杭州  | 20.61  | 19.91  | 34.67  | 26.06  | 3.79 | 2.89  |
| 四季金辉    | 2011年11月 | 2019年8月  | 连云港 | 76.74  | 68.38  | 33.54  | 29.29  | 0.65 | 0.58  |
| 优步花园    | 2012年2月  | 2021年12月 | 连云港 | 97.86  | 87.46  | 35.88  | 8.61   | 1.03 | 5.06  |
| 四季金辉    | 2011年10月 | 2021年3月  | 淮安  | 56.63  | 47.33  | 19.33  | 15.88  | 0.79 | 3.08  |
| 金辉城A地块  | 2012年5月  | 2019年12月 | 淮安  | 21.92  | 17.27  | 8.02   | 4.19   | 0.21 | 1.73  |
| 天鹅湾     | 2013年7月  | 2019年7月  | 淮安  | 40.88  | 35.75  | 15.18  | 11.09  | 0.38 | 2.15  |
| 金辉城     | 2012年4月  | 2019年8月  | 盐城  | 69.25  | 59.36  | 27.73  | 22.48  | 0.30 | 2.50  |
| 四季金辉    | 2013年1月  | 2019年1月  | 扬州  | 38.54  | 34.44  | 18.55  | 17.76  | 0.25 | 1.16  |
| 吾优花园    | 2016年10月 | 2019年2月  | 扬州  | 16.98  | 15.38  | 9.59   | 7.31   | 0.23 | 1.04  |
| 怡翠花园    | 2018年5月  | 2020年4月  | 扬州  | 4.35   | 4.14   | 10.73  | 5.75   | 0.89 | 2.34  |
| 白马云著苑   | 2017年9月  | 2019年3月  | 南京  | 5.49   | 4.76   | 14.81  | 11.54  | 0.44 | 2.65  |
| 四季金辉    | 2014年8月  | 2019年2月  | 句容  | 40.81  | 38.45  | 17.38  | 14.88  | 0.60 | 0.73  |
| 西子花园    | 2017年7月  | 2019年9月  | 合肥  | 6.70   | 6.09   | 29.08  | 18.01  | 0.87 | 3.34  |
| 云景花园    | 2018年5月  | 2019年11月 | 合肥  | 5.00   | 4.82   | 7.42   | 6.24   | 0.17 | 0.77  |
| 都荟上城    | 2018年5月  | 2020年6月  | 合肥  | 7.42   | 6.27   | 23.07  | 14.86  | 3.78 | 3.68  |
| 融侨城     | 2009年8月  | 2019年6月  | 西安  | 82.02  | 74.31  | 43.47  | 43.79  | 0.02 | -     |
| 世界城上东区  | 2015年4月  | 2019年9月  | 西安  | 26.96  | 23.38  | 14.34  | 12.11  | 0.42 | 1.07  |
| 原山世界城   | 2013年12月 | 2021年12月 | 西安  | 161.19 | 147.49 | 111.98 | 56.43  | 2.57 | 9.45  |
| 合创世界城   | 2017年8月  | 2022年12月 | 西安  | 74.14  | 54.27  | 34.06  | 6.92   | 1.40 | 7.02  |
| 博朗世界城   | 2014年12月 | 2020年12月 | 西安  | 33.49  | 31.64  | 23.14  | 13.03  | 1.18 | 1.75  |
| 优步花园    | 2017年5月  | 2021年6月  | 西安  | 17.09  | 14.56  | 7.84   | 5.93   | 0.37 | 1.07  |
| 金辉高新云璟  | 2018年4月  | 2021年8月  | 西安  | 19.57  | 15.59  | 15.29  | 7.09   | 1.01 | 3.91  |
| 泾河小镇-卢卡 | 2011年5月  | 2026年12月 | 西安  | 255.73 | 198.00 | 102.71 | 15.16  | 4.21 | 12.01 |
| 金辉悦府    | 2013年8月  | 2019年12月 | 成都  | 19.63  | 17.44  | 8.49   | 6.66   | 0.20 | 0.80  |
| 金辉优步花园  | 2018年8月  | 2021年5月  | 眉山  | 12.18  | 11.15  | 8.86   | 4.55   | 1.14 | 0.99  |
| 金辉城     | 2008年11月 | 2019年12月 | 重庆  | 270.88 | 239.39 | 127.38 | 101.26 | 1.64 | 1.66  |
| 优步大道    | 2017年1月  | 2018年12月 | 重庆  | 6.04   | 5.79   | 4.51   | 4.19   | 0.14 | 0.15  |
| 中央铭著    | 2017年11月 | 2021年5月  | 重庆  | 64.64  | 64.22  | 52.37  | 35.29  | 2.96 | 5.53  |
| 鹿角项目    | 2018年4月  | 2021年3月  | 重庆  | 16.89  | 16.27  | 29.24  | 14.46  | 2.25 | 3.30  |
| 金辉惟楚花园  | 2018年5月  | 2020年11月 | 长沙  | 23.32  | 22.85  | 19.65  | 11.30  | 1.04 | 3.02  |
| 鸿涛翡翠湾   | 2015年7月  | 2020年5月  | 长沙  | 17.08  | 13.67  | 10.62  | 4.57   | 0.75 | 1.42  |
| 金辉优步湖畔  | 2018年6月  | 2020年5月  | 武汉  | 25.08  | 23.51  | 19.03  | 10.87  | 1.05 | 3.80  |
| 悠步熙园    | 2017年9月  | 2019年10月 | 佛山  | 14.48  | 11.65  | 17.95  | 14.20  | 0.37 | 2.09  |

|      |             |              |    |          |          |          |        |       |        |
|------|-------------|--------------|----|----------|----------|----------|--------|-------|--------|
| 大良项目 | 2018年<br>5月 | 2019年<br>12月 | 佛山 | 9.89     | 6.43     | 12.35    | 8.55   | 0.25  | 1.76   |
| 大沥项目 | 2018年<br>4月 | 2019年<br>9月  | 佛山 | 1.18     | 1.01     | 2.62     | 1.36   | 0.08  | 0.62   |
| 溪畔家园 | 2018年<br>5月 | 2019年<br>12月 | 佛山 | 3.78     | 3.18     | 4.43     | 2.30   | 0.08  | 0.90   |
| 东堤华园 | 2018年<br>4月 | 2019年<br>11月 | 惠州 | 9.09     | 7.97     | 7.28     | 3.81   | 0.44  | 0.88   |
| 淮安项目 | 2009年<br>4月 | 2020年<br>3月  | 福州 | 80.84    | 61.93    | 120.29   | 109.93 | 2.38  | 7.56   |
| 优步书苑 | 2018年<br>5月 | 2020年<br>12月 | 福清 | 6.31     | 6.06     | 11.30    | 6.80   | 1.03  | 1.65   |
| 合计   | --          | --           | -- | 1,935.36 | 1,665.99 | 1,302.02 | 851.56 | 49.74 | 134.15 |

资料来源：公司提供

注：统计口径为公司纳入合并报表范围项目的口径

总体看，公司项目开发力度较大，目前在建项目较多，体量较大，在建项目主要位于二、三线城市；公司在建项目可以较好地满足公司未来 2~3 年左右的经营需求；考虑到公司拿地节奏加快、房地产调控政策趋严可能对公司回款产生一定影响，公司可能面临一定资金支出压力。

### （3）项目销售情况

从销售模式来看，公司目前主要采用自主销售方式，由公司的营销管理中心负责对项目公司的销售情况进行日常管控。公司开发的项目均建造了销售示范区来营造良好的销售环境，通过建造样板示范房向客户推介产品。

从定价流程来看，公司在竞地时会对该地块的未来销售价格进行预判，在项目开发期间制定项目决策书及财年计划（其中包括产品推出时间和价格），项目开盘前公司召开价格评审会（即定价会），结合市场情况、竞品销售价格和销售速度、项目蓄客情况、客户价格测试结果及认筹客户落位情况来对价格进行综合评判，在保证公司利润的基础上，根据集团品牌营销管理中心的定价建议，以及城市公司对项目销售情况的“销售状况诊断”，进行合理动态调整。

从销售计划的制定来看，公司根据静态加动态考量，根据市场供货情况、户型及地段的分析，制定每年销售目标并分解到各个项目，各个项目根据年度销售目标确定季度、月度、周度销售目标，并实施有效的计划管控。从销售目标出发并且结合市场、客户、公司的实际情况进行策略推导。公司营销管理中心进行从销售目标制定分解、策略生成、执行细节的全程管控，确定销售目标完成。

从公司近期的销售情况来看，2015~2017 年，公司签约销售面积呈逐年增长态势，主要系市场情况较好以及公司收购了部分项目并达到预售条件所致。从销售均价上看，2015~2017 年，公司签约销售价格逐年增长，主要系在楼市整体情况较好的背景下，公司一、二线热点城市以及三线城市销售项目价格大幅提高所致。受上述因素影响，公司签约销售金额呈逐年增长态势。从项目结转情况来看，近三年结转面积和结转收入均呈波动下降态势。2018 年 1~9 月，公司实现签约销售面积 211.46 万平方米，签约销售金额 262.10 亿元，签约销售均价小幅上升为 12,394.52 元/平方米。从结转情况来看，2018 年 1~9 月，公司结转收入 66.87 亿元，结转面积 66.30 万平方米。具体数据如下表所示。

表 10 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司销售情况

| 项目            | 2015 年   | 2016 年   | 2017 年    | 2018 年 1~9 月 |
|---------------|----------|----------|-----------|--------------|
| 签约销售面积（万平方米）  | 144.52   | 187.03   | 204.14    | 211.46       |
| 签约销售均价（元/平方米） | 8,887.35 | 9,729.99 | 11,450.97 | 12,394.52    |
| 签约销售金额（亿元）    | 128.44   | 181.98   | 233.76    | 262.10       |
| 结转收入面积（万平方米）  | 191.83   | 210.96   | 127.12    | 66.30        |

|          |        |        |        |       |
|----------|--------|--------|--------|-------|
| 结转收入（亿元） | 146.01 | 176.10 | 116.34 | 66.87 |
|----------|--------|--------|--------|-------|

资料来源：公司提供

注：统计口径为公司纳入合并报表范围项目的口径

从公司目前在售的项目和库存来看，截至 2018 年 9 月底，公司重点在建项目总可售面积为 1,816.63 万平方米，尚余可售面积为 910.41 万平方米，未售面积充足，可以满足公司未来 2~3 年的销售需要。从去化进度看，截至 2018 年 9 月底，在建项目的去化率为 89%，处于较高水平。考虑到房地产调控政策持续实施，不排除未来房地产市场景气度再次下滑的可能，公司尚余可售面积较大，仍面临一定去化压力。

表 11 截至 2018 年 9 月底公司重点在建项目销售情况（单位：万平方米）

| 区域        | 可售面积            | 已取得预售证的<br>可售面积 | 已售面积          | 已取得预售证未<br>售面积 | 尚余可售面积        |
|-----------|-----------------|-----------------|---------------|----------------|---------------|
| 北京        | 11.08           | --              | --            | --             | 11.08         |
| 天津        | 24.19           | 14.81           | 14.25         | 0.56           | 9.95          |
| 石家庄       | 23.70           | 11.44           | 6.14          | 5.30           | 17.57         |
| 沈阳        | 61.10           | 44.99           | 36.37         | 8.62           | 24.73         |
| 上海        | 7.47            | 6.24            | 2.48          | 3.76           | 4.99          |
| 苏州        | 14.39           | 11.94           | 13.83         | --             | 0.56          |
| 太仓        | 4.12            | --              | --            | 1.00           | 4.12          |
| 杭州        | 32.68           | 5.83            | 6.19          | --             | 26.50         |
| 连云港       | 155.84          | 79.24           | 75.73         | 3.51           | 80.11         |
| 淮安        | 100.35          | 64.44           | 66.64         | --             | 33.71         |
| 盐城        | 59.36           | 46.52           | 42.26         | 4.26           | 17.10         |
| 扬州        | 62.23           | 46.23           | 42.57         | 3.65           | 19.66         |
| 南京        | 4.76            | --              | --            | --             | 4.76          |
| 句容        | 38.45           | 33.48           | 35.56         | --             | 2.89          |
| 合肥        | 56.39           | 29.79           | 25.18         | 4.61           | 31.22         |
| 西安        | 559.24          | 214.67          | 201.69        | 12.98          | 357.55        |
| 成都        | 17.44           | 14.16           | 11.52         | 2.64           | 5.91          |
| 眉山        | 11.15           | 1.92            | --            | 1.92           | 11.15         |
| 重庆        | 357.24          | 225.05          | 237.83        | --             | 119.41        |
| 长沙        | 36.52           | 6.87            | 3.77          | 3.10           | 32.75         |
| 武汉        | 23.51           | 5.51            | 4.57          | 0.94           | 18.94         |
| 佛山        | 27.40           | 4.87            | 2.13          | --             | 25.27         |
| 惠州        | 7.97            | --              | --            | --             | 7.97          |
| 福州        | 103.22          | 78.78           | 73.93         | 4.85           | 29.29         |
| 福清        | 16.83           | 6.76            | 3.61          | 3.15           | 13.22         |
| <b>总计</b> | <b>1,816.63</b> | <b>953.54</b>   | <b>906.25</b> | <b>64.85</b>   | <b>910.41</b> |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

注：已售面积超过取得预售证的情况是因为车位销售，可售面积为重点项目总可售面积并非权益面积。

截至 2018 年 9 月底，公司重点已完工项目总可售面积为 288.66 万平方米，已完工的项目的去化率为 88%，去化水平尚可。西安项目去化较慢主要系西安悦府项目竣工时间较短，车位开始销售的时间不长所致。

表 12 截至 2018 年 9 月底公司重点已完工项目销售情况（单位：万平方米）

| 区域 | 总可售面积 | 已售面积  | 未售面积 |
|----|-------|-------|------|
| 沈阳 | 48.69 | 46.15 | 2.53 |
| 上海 | 25.76 | 21.92 | 3.84 |

|           |               |               |              |
|-----------|---------------|---------------|--------------|
| 苏州        | 7.60          | 1.36          | 6.24         |
| 无锡        | 5.89          | 5.32          | 0.56         |
| 合肥        | 39.48         | 35.60         | 3.89         |
| 西安        | 88.33         | 75.43         | 12.89        |
| 成都        | 10.83         | 9.44          | 1.39         |
| 重庆        | 4.74          | 4.42          | 0.31         |
| 福清        | 57.35         | 55.59         | 1.76         |
| <b>总计</b> | <b>288.66</b> | <b>255.25</b> | <b>33.42</b> |

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，公司房地产签约销售单价、签约销售面积和签约销售金额呈逐年增长态势；公司房地产项目整体去化水平较高，但考虑到公司地产部分项目分布在政策调控城市，若房地产调控政策持续实施，不排除未来房地产市场景气度再次下滑的可能，公司仍面临一定去化压力。

### 3. 其他业务

公司其他业务主要包括物业管理和租赁业务。

截至 2018 年 9 月底，公司已进入福州、福清、重庆、西安、上海、南京、苏州、佛山等 20 个城市开展物业管理业务，分为华南、华东、西南、西北以及华北五个片区进行管理。2015~2017 年，随着公司房地产业务规模的不断扩大，交付使用的房地产数量持续增加，公司管理地产物业的面积和物业收入逐年增加，管理面积分别为 905.72 万平方米、1,371.72 万平方米和 1,710.56 万平方米；实现物业收入分别为 2.21 亿元、2.76 亿元和 3.49 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现物业管理收入 3.52 亿元，期末物业管理面积达 1,913.64 万平方米。

表 13 2015~2017 年公司物业管理业务情况（单位：万平方米、万元）

| 项目        | 2015 年        |                  | 2016 年          |                  | 2017 年          |                  |
|-----------|---------------|------------------|-----------------|------------------|-----------------|------------------|
|           | 期末物业管理面积      | 物业收入             | 期末物业管理面积        | 物业收入             | 期末物业管理面积        | 物业收入             |
| 华南地区      | 238.83        | 5,344.54         | 346.28          | 5,890.17         | 394.29          | 6,647.29         |
| 华东地区      | 149.02        | 2,830.05         | 222.20          | 3,851.70         | 374.23          | 5,195.63         |
| 西南地区      | 279.84        | 7,130.71         | 412.70          | 9,132.49         | 435.82          | 10,321.06        |
| 西北地区      | 216.34        | 6,396.54         | 309.58          | 8,262.44         | 423.78          | 10,147.37        |
| 华北地区      | 21.69         | 348.44           | 80.96           | 503.71           | 82.43           | 2,609.68         |
| <b>合计</b> | <b>905.72</b> | <b>22,050.28</b> | <b>1,371.72</b> | <b>27,640.51</b> | <b>1,710.56</b> | <b>34,921.04</b> |

资料来源：公司提供

在房地产开发的过程中，对于部分区位优势明显、增值潜力较大的商业物业，公司作为投资性物业而长期持有，以达到分散收入风险的目的。截至 2018 年 9 月底，公司已开业的持有型物业 18 处，合计建筑面积为 53.18 万平方米，主要包括福州金辉大厦、重庆金辉广场和西安金辉大厦等。公司自持物业租金收入呈快速增长态势，出租率较高。2017 年，重庆金辉广场出租率有所下降主要系该项目新增部分写字楼，可出租面积增加且时间较短出租面积较小所致。重庆风临洲运动会所 2016 年、2017 年无租金收入，主要系公司对该项目运营定位策略有所调整。2018 年 1~9 月，公司自持物业实现收入 2.14 亿元，已超过 2017 年全年租金收入，主要系北京金辉大厦租金收入增加以及新增西安博朗世界城 H2 地块 1 号楼和西安博朗世界城 H1 地块 B 栋租金收入所致。

表 14 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司主要自持商业物业经营情况（单位：平方米、万元、%）

| 项目名称               | 规划建筑面积     | 2015 年   |        | 2016 年   |        | 2017 年    |        | 2018 年 1~9 月 |        |
|--------------------|------------|----------|--------|----------|--------|-----------|--------|--------------|--------|
|                    |            | 租金收入     | 出租率    | 租金收入     | 出租率    | 租金收入      | 出租率    | 租金收入         | 出租率    |
| 北京北望金辉大厦           | 102,951.16 | --       | --     | --       | --     | 6,925.79  | 96.00  | 15,359.43    | 100.00 |
| 福州金辉大厦             | 16,759.80  | 300.84   | 100.00 | 255.00   | 100.00 | 285.71    | 100.00 | 217.86       | 100.00 |
| 重庆金辉广场             | 120,845.79 | 1,193.17 | 74.00  | 1,782.86 | 83.51  | 2,089.41  | 61.00  | 1,876.42     | 58.76  |
| 西安金辉大厦             | 48,685.4   | 581.14   | 76.00  | 1,787.78 | 97.76  | 2,346.82  | 100.00 | 1,723.58     | 93.71  |
| 西安馨苑幼儿园            | 3,641.02   | 36.00    | 100.00 | 35.43    | 100.00 | 34.28     | 100.00 | 26.83        | 100.00 |
| 西安馨苑会所             | 7,166.89   | 9.00     | 100.00 | 34.83    | 100.00 | 38.89     | 100.00 | 33.27        | 100.00 |
| 西安融侨城幼儿园           | 3,506.41   | 4.37     | 100.00 | 9.48     | 100.00 | 32.14     | 100.00 | 25.72        | 100.00 |
| 西安曲江观邸幼儿园          | 2,914.55   | 20.33    | 100.00 | 27.56    | 100.00 | 26.66     | 100.00 | 20.61        | 100.00 |
| 重庆金辉城四期三标          | 72,854.25  | --       | --     | --       | --     | 292.94    | 92.00  | 592.45       | 90.83  |
| 重庆风临洲运动会所          | 8,837.36   | 190.52   | 100.00 | --       | --     | --        | --     | --           | --     |
| 重庆风临洲南坪实验幼儿园       | 3,412.04   | 34.12    | 100.00 | 34.12    | 100.00 | 33.36     | 100.00 | 27.19        | 100.00 |
| 重庆金辉城二期 B 区幼儿园     | 2,020.08   | 28.72    | 100.00 | 29.87    | 100.00 | 34.47     | 100.00 | 22.90        | 100.00 |
| 重庆云满庭 B 区会所        | 1,527.59   | 13.76    | 31.00  | 14.52    | 100.00 | 14.22     | 100.00 | 3.04         | 100.00 |
| 重庆云满庭 B 区幼儿园       | 1,730.87   | 9.67     | 100.00 | 11.00    | 100.00 | 25.94     | 100.00 | 35.28        | 100.00 |
| 重庆诺丁阳光一期幼儿园        | 826.95     | 6.39     | 100.00 | 6.70     | 100.00 | 6.38      | 100.00 | 5.18         | 100.00 |
| 重庆诺丁阳光二期幼儿园        | 1,019.93   | 6.31     | 100.00 | 6.46     | 100.00 | 6.40      | 100.00 | 5.30         | 100.00 |
| 西安博朗世界城 H2 地块 1 号楼 | 104,716.46 | --       | --     | --       | --     | --        | --     | 759.43       | 98.00  |
| 西安博朗世界城 H1 地块 B 栋  | 28,349.78  | --       | --     | --       | --     | --        | --     | 708.49       | 100.00 |
| 合计                 | 531,766.33 | 2,434.34 | --     | 4,035.61 | --     | 12,193.41 | --     | 21,442.98    | --     |

资料来源：公司提供

注：统计口径为公司纳入合并报表范围项目的口径

截至 2018 年 9 月底，公司持有的在建商业物业项目 1 处，为西安创智大厦，规划建筑面积合计 1.84 万平方米，预计在 2019 年 6 月开业。

表 15 截至 2018 年 9 月底在建商业物业情况（单位：平方米）

| 项目名称   | 规划建筑面积 | 开工时间       | 预计开业时间     |
|--------|--------|------------|------------|
| 西安创智大厦 | 18,365 | 2011 年 5 月 | 2019 年 6 月 |
| 合计     | 18,365 | --         | --         |

资料来源：公司提供

注：统计口径为公司纳入合并报表范围项目的口径

总体看，公司物业管理业务及已运营的商业物业出租业务为公司利润提供了较好的补充。公司已进入多个城市开展物业管理业务，物业收入规模逐渐扩大；公司自持商业物业出租率较高，未来随着在建物业的陆续竣工，公司出租业务收入有望持续扩大。

#### 4. 经营效率

2015~2017 年，受公司项目结转导致收入波动下降影响，公司存货周转率和总资产周转率均呈波动下降态势，存货周转率分别为 0.42 次、0.48 次和 0.19 次，总资产周转率分别为 0.36 次、0.37 次和 0.17 次，流动资产周转率分别为 0.48 次、0.48 次和 0.21 次，公司经营效率有所下降。

从同行业上市公司比较情况看，公司相关指标均处较低水平，具体数据如下表所示。

表 16 房地产开发类上市公司 2017 年经营效率指标情况（单位：次）

| 证券简称        | 存货周转率       | 流动资产周转率     | 总资产周转率      |
|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 大名城         | 0.20        | 0.22        | 0.18        |
| 滨江集团        | 0.38        | 0.28        | 0.25        |
| 信达地产        | 0.26        | 0.25        | 0.22        |
| 广宇发展        | 0.43        | 0.52        | 0.48        |
| 中粮地产        | 0.27        | 0.24        | 0.20        |
| <b>金辉集团</b> | <b>0.19</b> | <b>0.21</b> | <b>0.17</b> |

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，公司数据由联合评级根据公司审计报告计算。

总体看，公司各经营效率指标均处于行业较低水平，整体经营效率有待提高。

## 5. 经营关注

（1）受房地产调控政策影响，公司部分项目未来可能面临一定去化压力

公司房地产部分开发项目位于调控城市，未来随着调控政策持续执行，公司部分项目可能面临一定去化压力，对销售回款产生一定影响。

（2）公司拿地节奏加快、在建项目较多，未来可能存在较大资金投入需求

公司拿地节奏有所加快、项目开发力度较大、在建项目较多且体量较大，随着房地产调控政策持续执行可能对销售回款产生一定影响，进而公司未来可能面临一定资金支出压力。

## 6. 未来发展

在市场选择方面，公司将不断巩固和发展已进入城市，强化在已进入城市的地位和影响力，形成并夯实品牌优势。未来公司将坚持“全国布局、区域聚焦、城市领先”战略，稳步布局北京、上海等一线城市以及苏州、南京、合肥、重庆、成都、西安、福州、杭州等二线核心城市及区域中心城市，通过不断补充土地储备，优化土地储备结构，保障项目销售平稳释放，实现当期业绩与未来成长之间的平衡。

在土地获取方式方面，除通过招拍挂等方式不断补充土地储备外，公司将通过合作经营、兼并收购等多种方式获取土地，有效增强公司在深耕城市的影响力。

在产品选择方面，公司将以住宅地产销售为主，以商业地产销售和战略性持有性物业出租经营为有益补充，合理规划和发展住宅地产、商业地产（含持有性物业）。公司将继续以战略核心城市为开发重点，秉承公司领先的开发理念和经营模式，主要发展刚需及首改住宅，实施高周转。同时，战略性持有适当比例的物业以保证公司整体业务发展的平衡性，增强公司抗御行业周期和经济波动的能力。

在发展速度方面，公司将采取稳健增长策略。公司将在业务运营中保持谨慎态度，加强在土地获取中的可行性分析，审慎进行现金流管理和控制、把握项目开发和销售节奏。

总体看，公司未来的发展战略及目标清晰可行，结合自身的发展阶段和经营特色，能够保证未来几年公司的健康发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2015~2017 年财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2018 年三季度财务报表未经审计。公司按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定编制，由于公司目前还处于 A 股上市申报阶段，因此公司还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。

2015~2017 年，公司合并范围发生一定变化（见下表），但由于该等子公司净资产及净利润规模相对较小，合并范围变化对公司财务数据的影响不大，公司财务数据仍具有可比性。2019 年 1~9 月，公司合并范围新增子公司 6 家。

表 17 2015~2017 年公司合并范围变化（单位：家）

| 时间     | 变动方向 | 变动原因       | 变动子公司数量 |
|--------|------|------------|---------|
| 2015 年 | 增加   | 同一控制下企业合并  | 2       |
|        |      | 新设         | 4       |
|        | 减少   | 吸收合并子公司    | 1       |
| 2016 年 | 增加   | 非同一控制下企业合并 | 4       |
|        |      | 新设         | 7       |
|        | 减少   | 外部单位增资     | 1       |
| 2017 年 | 增加   | 新设         | 48      |
|        |      | 非同一控制下企业合并 | 7       |

资料来源：审计报告

截至 2017 年底，公司合并资产总额 863.55 亿元，负债合计 718.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 145.35 亿元，其中归属于母公司所有者权益 128.51 亿元。2017 年，公司实现营业收入 123.78 亿元，净利润（含少数股东损益）22.66 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 21.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额-97.27 亿元，现金及现金等价物净增加额-8.41 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司合并资产总额 1,213.03 亿元，负债合计 1,049.82 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 163.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 136.28 亿元。2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 74.60 亿元，净利润（含少数股东损益）6.64 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.24 亿元，现金及现金等价物净增加额 85.99 亿元。

### 2. 资产质量

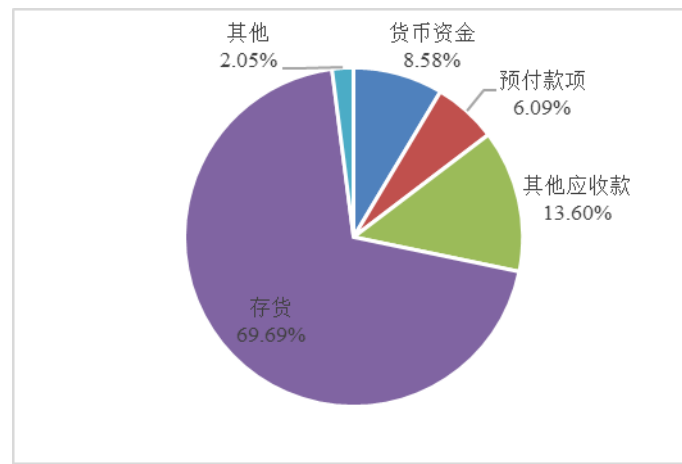
2015~2017 年，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 45.90%，主要系流动资产增长所致。截至 2017 年底，公司资产总额 863.55 亿元，较年初增长 52.16%；其中流动资产占比 82.42%，非流动资产占比 17.58%，公司资产以流动资产为主。

#### 流动资产

2015~2017 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 56.10%，主要系存货和其他应收款增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产 711.74 亿元，较年初增长 57.87%；流动资产主要由货币资金（占比 8.58%）、预付款项（占比 6.09%）、其他应收款（占比 13.60%）和存货（占比 69.69%）构

成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 55.03%。截至 2016 年底，公司货币资金 63.09 亿元，较年初增长 148.38%，主要系公司房地产项目销售良好以及公司发行的资产支持专项融资计划和两期债权融资计划到账所致。截至 2017 年底，公司货币资金 61.05 亿元，较年初减少 3.23%，变动不大；其中库存现金占比 0.04%，银行存款占比 83.61%，其他货币资金占比 16.35%；受限货币资金合计 14.60 亿元，占比 23.92%，主要为保证金及用于质押的银行存单及 ABS 托管户资金，公司货币资金受限规模较大。

2015~2017 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 62.65%。截至 2016 年底，公司预付款项 8.74 亿元，较年初下降 46.64%，主要系公司部分土地取得权属证明，预付土地款转入存货所致。截至 2017 年底，公司预付款项 43.34 亿元，较年初增长 395.80%，主要系公司预付土地款大幅增长所致；公司预付款项主要由预付土地款（占比 95.63%）构成。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年增长，年均复合增长 264.89%，主要系公司为合营、联营企业按照持股比例提供股东借款所致，其他股东亦均按照各自持股比例向各企业提供借款。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值 96.80 亿元，较年初增长 93.54%；公司其他应收款主要由应收关联方往来款（占比 71.47%）和应收押金和保证金（占比 26.64%）构成，公司未对应收关联方往来款和应收押金和保证金计提坏账准备，对其他应收款累计计提坏账准备 0.32 亿元，计提比例为 0.33%，计提比例较低；按欠款方归集的前五大其他应收款余额合计占比 46.12%，集中度偏高。其他应收款中，按账龄组合计提坏账准备的其他应收款余额 1.76 亿元，占比 1.81%，其中账龄在 1 年以内的占比 78.83%，账龄在 1~2 年的占比 10.45%，账龄在 2~3 年的占比 4.92%，账龄在 3 年以上的占比 5.80%，整体账龄较短。

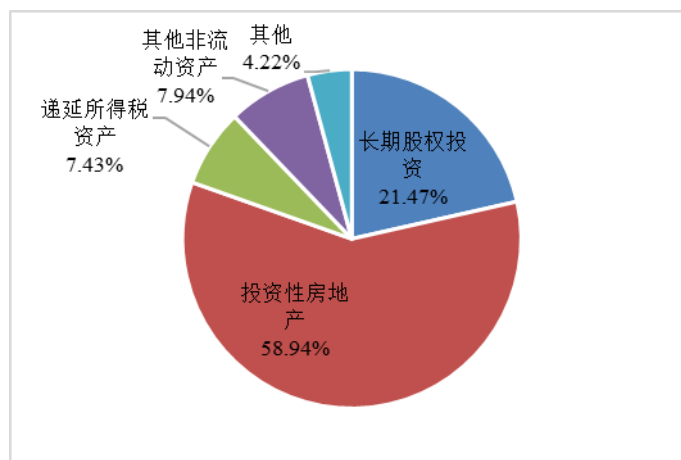
2015~2017 年，公司存货规模逐年增长，年均复合增长 46.38%，主要系公司拓展土地储备、开发规模扩大以及合并范围增加所致。截至 2017 年底，公司存货账面价值 495.98 亿元，较年初增长 55.54%；公司存货主要由开发成本（占比 89.75%）和开发产品（占比 10.25%）构成，对应项目主要分布于成都、淮安、句容、连云港、福州、上海、天津、西安、盐城、扬州、重庆、沈阳、苏州、石家庄、佛山、合肥等城市；公司对存货累计计提跌价准备 1.83 亿元，一方面由于公司首次进入淮安、无锡、盐城等城市品牌溢价未得到体现，另一方面由于重庆彩虹道云满庭、苏州融城花园项目、上海金港商业广场项目、苏州越溪原筑、西安融侨城项目和西安天鹅湾项目剩余车位销售价格较低；截至 2017 年底，存货跌价准备账面价值较年初下降 30.96%，主要原因是

对于已计提跌价准备的淮安四季金辉、苏州越溪原筑等项目符合收入确认原则，对应成本相应结转，天津枫尚项目造成跌价的原因消除，跌价损失转回所致；用于借款抵押的存货账面价值 204.31 亿元，占比 41.19%，受限比例较大。

### 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产规模逐年增长，年均复合增长 15.61%。截至 2016 年底，公司非流动资产 116.69 亿元，较年初增长 2.74%，主要系投资性房地产增长所致。截至 2017 年底，公司非流动资产 151.81 亿元，较年初增长 30.09%，主要系长期股权投资和投资性房地产增长所致；非流动资产主要由长期股权投资（占比 21.47%）、投资性房地产（占比 58.94%）、递延所得税资产（占比 7.43%）和其他非流动资产（占比 7.94%）构成。

图 7 截至 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 1.43%。截至 2016 年底，公司长期股权投资 11.69 亿元，较年初下降 63.09%，主要系公司通过非同一控制下企业合并将 3 家被投资企业纳入合并范围所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资 32.59 亿元，较年初增长 178.73%，主要系公司新增 12 家合营企业和 7 家联营企业所致；2017 年，权益法下确认的投资收益 4.07 亿元。

2015~2017 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 13.21%，主要系在建工程和存货转入以及评估增值所致。截至 2017 年底，公司投资性房地产 89.48 亿元，较年初增长 10.27%；公司投资性房地产主要包括写字楼、会所、酒店和幼儿园，采用公允价值模式进行后续计量，2015~2017 年计入当期损益的公允价值的变动分别为 3.06 亿元、5.94 亿元和 3.02 亿元，主要由于近几年房地产市场租金和市场售价的不断提高，资产的公允价值不断上涨所致，累计增值率 150.38%，公司投资性房地产主要位于上海、北京、西安、福州和重庆等地，跌价风险可控；用于借款抵押和债权抵押的投资性房地产账面价值 70.40 亿元，占比 78.68%，受限程度高。

2015~2017 年，公司递延所得税资产逐年增长，年均复合增长 35.96%，主要系预收房款预计毛利导致的可抵扣暂时性差异增加所致。截至 2017 年底，公司递延所得税资产 11.28 亿元，较年初增长 41.63%。

2015~2017 年，公司其他非流动资产逐年增长。截至 2015 年底，公司无其他非流动资产。截至 2017 年底，公司其他非流动资产 12.06 亿元，较年初增长 28.26%，主要为预付投资款增加所致；公司其他非流动资产由预付投资款（占比 92.55%）和理财产品（占比 7.45%）构成。

截至 2017 年底，公司使用权受到限制的资产合计 289.85 亿元，占公司资产总额的 33.56%，

受限比例较高，如下表所示。

表 18 截至 2017 年底公司使用权受到限制的资产及占总资产比例（单位：亿元、%）

| 项目     | 受限规模   | 占比    |
|--------|--------|-------|
| 货币资金   | 14.60  | 1.69  |
| 存货     | 204.31 | 23.66 |
| 固定资产   | 0.50   | 0.06  |
| 无形资产   | 0.02   | 0.00  |
| 投资性房地产 | 70.40  | 8.15  |
| 合计     | 289.85 | 33.56 |

资料来源：审计报告

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额 1,213.03 亿元，较年初增长 40.47%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产 1,055.45 亿元，较年初增长 48.29%，主要系公司加大开工力度，以及获取新项目，存货增加所致；非流动资产合计 157.58 亿元，较年初小幅增长 3.80%。从资产结构来看，流动资产占比 87.01%，较年初变化不大。截至 2018 年 9 月底，公司使用权受到限制的资产合计 433.86 亿元，占公司资产总额的 35.33%，受限比例较高。

总体看，近三年，公司资产规模增长较快，资产结构以流动资产为主，流动资产中现金类资产规模较大，但受限比例较高；公司部分房地产项目位于三线城市，存货存在一定减值可能；非流动资产以投资性房地产为主；公司资产受限比率较大，整体资产质量一般。

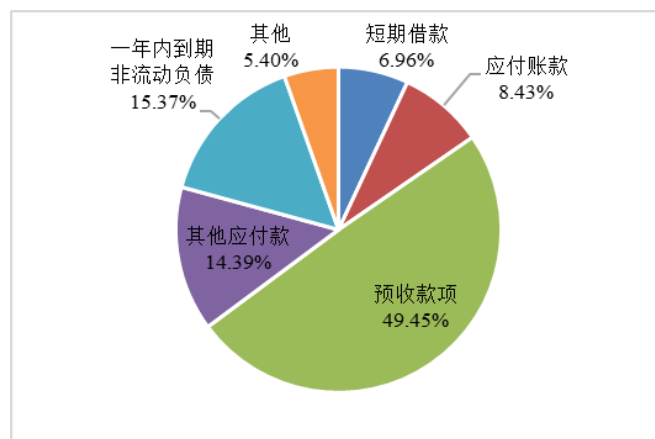
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2015~2017 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 50.71%，流动负债和非流动负债均有所增长。截至 2017 年底，公司负债合计 718.20 亿元，较年初增长 57.80%；其中流动负债占比 63.39%，非流动负债占比 36.61%，公司负债结构中流动负债占比较高。

2015~2017 年，公司流动负债规模逐年增长，年均复合增长 32.52%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 277.95 亿元，较年初增长 7.22%，主要系应付账款和预收款项增加所致。截至 2017 年底，公司流动负债 455.26 亿元，较年初增长 63.80%，主要系预收款项、一年内到期的非流动负债和其他应付款增长所致；流动负债主要由短期借款（占比 6.96%）、应付账款（占比 8.43%）、预收款项（占比 49.45%）、其他应付款（占比 14.39%）和一年内到期非流动负债（占比 15.37%）构成。

图 8 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司短期借款规模逐年增长，年均复合增长 128.58%，主要系公司扩大融资规模所致。截至 2017 年底，公司短期借款 31.66 亿元，较年初增长 190.23%；公司短期借款主要由保证借款（占比 47.34%）和抵押及保证借款（占比 42.64%）构成。

2015~2017 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 8.23%。截至 2016 年底，公司应付账款 43.71 亿元，较年初增长 33.34%，主要系公司福州淮安半岛项目应付土地款增加以及西安世界城三家子公司并表，合并范围增加所致。截至 2017 年底，公司应付账款 38.40 亿元，较年初减少 12.16%，主要系公司支付了淮安二期项目的土地款所致；公司应付账款主要由应付工程款（占比 96.73%）构成。

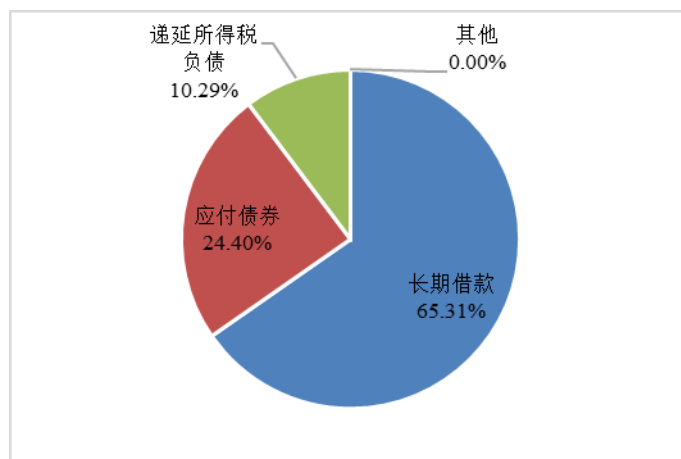
2015~2017 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 35.94%。截至 2017 年底，公司预收款项 225.11 亿元，较年初增长 60.43%，主要系重庆长江地产金辉城项目和苏州辉耀地产优步水岸项目等开盘销售取得的预收房款金额较大所致；公司预收款项主要由预收房款（占比 99.34%）构成，其余为预收物业费 and 预收租金。

2015~2017 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 72.18%。截至 2016 年底，公司其他应付款 29.95 亿元，较年初增长 35.51%，主要系关联方往来增长所致。截至 2017 年底，公司其他应付款 65.53 亿元，较年初增长 118.78%，主要系合营企业南京乾景房地产开发有限公司、苏州辉耀弘阳置业有限公司、福清金辉置业有限公司、苏州融辉置业有限公司、福州金辉居业房地产有限公司按照各自股东现有的股权比例向股东方上缴资金，以及少数股东为合作项目提供的股东借款增加所致；公司其他应付款主要为应付关联方往来款（占比 49.97%）、应付外部单位往来款（占比 33.35%）和预提土地增值税（占比 5.78%）。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 3.16%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 33.43 亿元，较年初下降 49.16%，主要系下属公司偿还到期借款所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 69.97 亿元，较年初增长 109.31%，主要系公司债权融资计划（第一期）、债权融资计划（第二期）和部分长期借款将于一年内到期所致。

2015~2017 年，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 114.85%。截至 2016 年底，公司非流动负债 177.20 亿元，较年初增长 211.08%，主要系公司发行债券所致。截至 2017 年底，公司非流动负债 262.94 亿元，较年初增长 48.39%，主要系长期借款大幅增长所致；非流动负债由长期借款（占比 65.31%）、应付债券（占比 24.40%）和递延所得税负债（占比 10.29%）构成。

图 9 截至 2017 年底公司非流动负债构成



资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 98.90%。截至 2016 年底，公司长期借款 74.79 亿元，较年初增长 72.28%，主要系西安世界城项目并表所致。截至 2017 年底，公司长期借款 171.74 亿元，较年初增长 129.64%，主要系部分子公司由于经营发展需要加大了土地获取力度，借款规模增加；长期借款主要由抵押及保证借款（占比 64.77%）、质押及抵押及保证借款（占比 28.46%）和质押及保证借款（占比 5.18%）构成，利率区间在 4.42%~9.50%；其中 2019 年到期 111.97 亿元，2020 年到期 59.77 亿元，公司面临一定集中偿付压力。

截至 2015 年底，公司无应付债券。截至 2016 年底，公司应付债券账面价值 79.73 亿元，主要系公司发行公司债券、资产支持专项融资计划以及债权融资计划所致。截至 2017 年底，公司应付债券账面价值 64.15 亿元，较年初减少 19.54%，主要系债权融资计划（第一期）、债权融资计划（第二期）即将到期转入一年内到期的非流动负债科目，并且公司到期偿还了部分 ABS 资产支持专项计划所致；公司应付债券大部分于 2019 年到达投资者赎回选择权行权期，届时公司可能会面临一定偿债集中压力。

表 19 截至 2017 年底公司应付债券情况（单位：亿元）

| 债券简称         | 债券代码      | 起息日       | 债券期限  | 发行金额  |
|--------------|-----------|-----------|-------|-------|
| 16 金辉 01     | 136145.SH | 2016/1/13 | 3+2 年 | 5.00  |
| 16 金辉 02     | 136331.SH | 2016/3/23 | 3+2 年 | 15.00 |
| 16 金辉 03     | 136400.SH | 2016/4/25 | 3+2 年 | 10.00 |
| 16 金辉 04     | 135462.SH | 2016/5/5  | 3 年   | 6.00  |
| 16 金辉 05     | 135603.SH | 2016/7/5  | 2+1 年 | 15.00 |
| 16 金辉 06     | 135803.SH | 2016/9/5  | 2+1 年 | 9.00  |
| ABS 资产支持专项计划 | --        | 2016/11/3 | 3+3 年 | 6.00  |
| 合计           | --        | --        | --    | 66.00 |

资料来源：审计报告

2015~2017 年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长 49.07%。截至 2016 年底，公司递延所得税负债 21.70 亿元，较年初增长 78.29%，主要是溢价收购西安世界城项目增值导致。截至 2017 年底，公司递延所得税负债 27.05 亿元，较年初增长 24.63%，主要系溢价收购北京十八里店项目和湖南锦达发公司形成的应纳税暂时性差异增加导致。

2015~2017 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 71.61%。截至 2017 年底，公司全部债务 343.41 亿元，较年初增长 67.21%，主要系公司借款规模扩大所致；其中，短期债务占比 31.31%，长期债务占比 68.69%，公司债务结构中长期债务占比较高。2015~2017 年，公司资产负债率分别为 77.95%、80.20%和 83.17%，全部债务资本化比率分别为 56.58%、64.63%和 70.26%，长期债务资本化比率分别为 33.36%、58.05%和 61.87%，公司债务负担逐年加重，债务水平高。

截至 2018 年 9 月底，公司负债合计 1,049.82 亿元，较年初增长 46.17%，主要系公司下属天津融辉投资-湖岸花园项目、西安辉盛地产-金辉高新云璟项目、西安博朗地产-世界城项目等本期开盘销售取得的预收房款金额较大，且上述项目尚未达到收入确认条件，造成预收账款余额增长。截至 2018 年 9 月底，公司全部债务合计 470.90 亿元，较年初增长 37.13%，主要系短期债务增加所致。债务结构中，长期债务占比较高，为 63.47%。截至 2018 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 86.55%、74.26%和 64.68%，公司债务负担有所加重，债务水平高。

总体看，近三年公司负债规模持续扩大，负债结构以流动负债为主；近三年公司债务负担逐年加重，债务水平高，债务结构中长期债务占比较高；2019 年长期借款集中偿付压力大。

### 所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 27.46%，主要系未分配利润和少数权益增长所致。2015~2017 年，公司股本和资本公积无变化；少数股东权益年均复合增长 236.02%，主要系合作方所有者投入资本以及合作项目实现盈利确认少数股东损益所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 145.35 亿元，较年初增长 29.33%，主要系未分配利润增长所致；其中归属于母公司所有者权益占比 88.42%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 14.01%，资本公积占比 12.44%，其他综合收益占比 0.71%，盈余公积占比 0.32%，未分配利润占比 72.52%。公司所有者权益中，未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 163.21 亿元，较年初增长 12.29%，主要系其他综合收益增长所致；其中归属于母公司所有者权益占比 83.50%；归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 13.21%，资本公积占比 11.73%，其他综合收益占比 1.78%，盈余公积占比 0.30%，未分配利润占比 72.97%。公司所有者权益中，未分配利润占比较高，权益稳定性较弱。

总体看，近三年公司所有者权益规模稳定增长；未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

### 4. 盈利能力

2015~2017 年，公司分别实现营业收入 148.70 亿元、179.71 亿元和 123.78 亿元，波动下降，2017 年公司营业收入同比下滑 31.12%，主要系公司 2015 年新增项目中合作开发类项目占比较大，由于属于合作开发项目，项目 2017 年产生的收入较高而未纳入公司营业收入统计范围，而是以投资收益的形式为公司贡献利润；同期，公司分别实现净利润 15.65 亿元、22.30 亿元和 22.66 亿元，逐年增长，年均复合增长 20.33%；归属于母公司所有者的净利润分别为 15.02 亿元、18.52 亿元和 21.50 亿元。

期间费用方面，2015~2017 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 28.66%。2017 年，公司期间费用总额 13.16 亿元，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 34.78%、40.69%和 24.53%。2015~2017 年，公司销售费用波动增长，年均复合增长 13.84%；2016 年公司销售费用 4.59 亿元，同比增长 29.90%，主要系公司加大销售力度，市场推广费增加所致；2017 年公司销售费用 4.58 亿元，同比下滑 0.22%，变动不大。2015~2017 年，公司管理费用逐年增长，年均复合增长 22.89%；2017 年公司管理费用 5.36 亿元，同比增长 38.89%，主要系新设公司较多导致员工薪酬增加以及签约销售增加导致计提奖金金额增加所致。2015~2017 年，公司财务费用逐年增长，年均复合增长 92.25%，主要系随着公司经营规模扩大借款规模上升所致；2017 年公司财务费用 3.23 亿元，同比增长 42.51%。2015~2017 年，公司费用收入比分别为 5.35%、5.96%和 10.63%，逐年提高。

利润构成方面，2015~2017 年，公允价值变动收益分别占公司当期营业利润的 14.31%、20.74%和 10.56%，对公司营业利润贡献较大，公司公允价值变动收益主要由公司持有的投资性房地产公允价值变动造成；投资收益分别占公司当期营业利润的 2.98%、1.99%和 14.40%，2017 年贡献利润比例较多主要系由于 2015 年新增项目中合作开发类项目占比大幅提升，相关收入和利润集中于 2017 年结转所致；资产处置收益和营业外收入对利润影响较小。

从盈利指标来看，2015~2017 年，公司总资本收益率分别为 7.72%、9.17%和 6.39%，波动下降，主要系公司债务增速较快所致；总资产报酬率分别为 5.34%、6.25%和 4.41%，波动下降；净资产收益率分别为 16.71%、22.09%和 17.58%，波动上升，2016 年大幅上升主要系当年净利润规模增长较快所致，2017 年回落主要系净资产规模增长所致。与同行业上市公司相比，公司盈利能

力指标处于行业中上水平。

表 20 房地产开发类上市公司 2017 年盈利指标情况 (单位: %)

| 股票简称        | 销售毛利率        | 净资产收益率       | 总资产报酬率      |
|-------------|--------------|--------------|-------------|
| 大名城         | 30.57        | 12.58        | 4.61        |
| 滨江集团        | 30.40        | 12.64        | 5.62        |
| 信达地产        | 28.16        | 10.72        | 3.93        |
| 广宇发展        | 27.87        | 36.33        | 6.67        |
| 中粮地产        | 36.33        | 15.10        | 4.77        |
| <b>金辉地产</b> | <b>34.92</b> | <b>17.58</b> | <b>4.41</b> |

资料来源: Wind 资讯, 审计报告。

注: 上市公司数据引自 Wind 资讯, 公司数据由联合评级根据公司审计报告计算。

受公司本期结转项目减少影响, 营业收入及净利润均有所减少, 2018年1~9月, 公司实现营业收入74.60亿元, 同比下降14.53%; 实现净利润6.64亿元, 同比下降42.29%。

总体看, 2015~2017 年, 受合作开发占比提高影响公司营业收入规模波动下降, 净利润规模增长较快, 合作开发项目带来的投资收益为公司利润形成补充, 但公司利润对投资性房地产公允价值变动收益有一定依赖, 整体看公司盈利能力尚可。

#### 5. 现金流

从经营活动看, 2015~2017 年, 公司经营活动现金流入逐年增长, 年均复合增长 29.61%, 主要系房地产销售获得的现金流入及收到的经营性往来款增长所致; 2017 年, 公司经营活动现金流入 316.18 亿元, 同比增长 26.79%。2015~2017 年, 公司经营活动现金流出逐年增长, 年均复合增长 65.85%, 主要系随着业务规模扩大公司支付土地款及工程款增长所致; 2017 年, 公司经营活动现金流出 413.45 亿元, 同比增长 79.40%。2015~2017 年, 公司经营活动产生的现金流量净额分别为 37.92 亿元、18.90 亿元和-97.27 亿元, 由净流入变为净流出。

从投资活动看, 2015~2017 年, 公司投资活动现金流入逐年减少, 年均复合减少 67.74%; 2016 年, 公司投资活动现金流入 96.91 亿元, 同比减少 28.11%, 主要系当年赎回理财产品金额的减少所致; 2017 年, 公司投资活动现金流入 14.03 亿元, 同比减少 85.52%, 主要系公司 2017 年赎回理财产品的金额减少所致。2015~2017 年, 公司投资活动现金流出逐年减少, 年均复合减少 41.62%, 主要系投资支付的现金减少所致; 2017 年, 公司投资活动现金流出 50.37 亿元, 同比减少 57.63%。2015~2017 年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-12.95 亿元、-21.96 亿元和-36.34 亿元, 净流出规模逐年扩大。

从筹资活动看, 2015~2017 年, 公司筹资活动现金流入逐年增长, 年均复合增长 98.35%, 主要系发行债券及取得银行借款规模增长所致; 2017 年, 公司筹资活动现金流入 244.46 亿元, 同比增长 34.20%。2015~2017 年, 公司筹资活动现金流出波动增长, 年均复合增长 18.35%, 主要系偿还债务支付的现金波动增长所致; 2017 年, 公司筹资活动现金流出 119.27 亿元, 同比减少 19.59%。2015~2017 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-23.01 亿元、33.83 亿元和 125.19 亿元, 从净流出变为净流入。

2018 年 1~9 月, 公司经营活动产生的现金流量净额为 1.24 亿元, 投资活动产生的现金流量净额为-30.80 亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为 115.55 亿元。

总体看, 2015~2017 年, 公司经营活动现金流从净流入变成净流出; 投资活动现金流持续净流出且净流出规模逐年扩大; 公司对筹资活动依赖程度较高。2018 年 1~9 月, 公司经营活动现金流

转为净流入，但规模较小，投资活动现金流持续净流出，对筹资仍较为依赖。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司流动比率分别为 1.13 倍、1.62 倍和 1.56 倍，呈波动增长态势，主要系公司负债结构有所改善所致；公司速动比率分别为 0.23 倍、0.47 倍和 0.47 倍；现金短期债务比分别为 0.35 倍、1.26 倍和 0.57 倍，波动增长，2016 年增长较高主要系货币资金规模增长较快和短期债务规模下滑共同作用所致，2017 年下滑主要系短期借款和一年内到期的长期借款和应付债券规模增长所致，现金类资产对短期债务覆盖程度较弱；经营现金流动负债比率分别为 14.63%、6.80%和-21.37%，经营活动现金流对流动负债的保障一般。整体看，公司短期偿债能力较为一般。

从长期偿债能力指标来看，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 22.92 亿元、30.78 亿元和 32.01 亿元，年均复合增长 18.17%，其中 2016 年增长较快主要系利润总额增长所致，2017 年增长主要系计入财务费用的利息支出增长所致；2017 年公司 EBITDA 中，折旧占比 1.00%，摊销占比 0.51%，计入财务费用的利息支出占比 9.71%，利润总额占比 88.78%，以利润总额为主。2015~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.24 倍、1.99 倍和 1.48 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍、0.15 倍和 0.09 倍，随着公司债务规模快速扩大，EBITDA 对利息和全部债务的保障程度逐年下滑。整体看，公司长期偿债能力较为一般。

截至 2018 年 9 月底，公司获得银行授信总额为 569.98 亿元，已使用银行授信额度 256.18 亿元，尚未使用的银行借款额度为人民币 313.80 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

截至 2018 年 9 月底，公司对商品房承购人提供抵押借款担保金额 182.91 亿元；公司对关联方担保合同金额 160.49 亿元，实际担保余额 124.68 亿元，担保余额占公司所有者权益的 76.39%；公司作为北京金辉锦江物业 ABS 资产支持专项计划差额支付承诺人、成本负担承诺人，金辉集团购房尾款资产支持专项计划的差额支付承诺人自专项计划设立日起（含该日）至优先级资产支持证券本金和预期收益清偿完毕之日，作为差额支付承诺人承担的义务：若基础资产产生的现金流不足以覆盖优先级资产支持证券的本息时，则差额支付承诺人将提供差额支付以保证优先级资产支持证券的兑付、作为成本负担承诺人的义务对北京金辉锦江物业服务有限公司日常的成本支出提供补足等。公司存在一定或有负债风险。

截至 2018 年 9 月底，公司不存在对财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生较大影响的重大诉讼或仲裁事项。

根据中国人民银行出具的企业征信报告（机构信用代码：G1035011100021800S），截至 2018 年 10 月 18 日，公司共在 8 家金融机构办理过信贷业务，目前均已结清；已结清信贷信息中，有 8 笔关注类贷款，主要系中国银行出于贷款的审慎性原则，将贷款调整为“关注”类，以上贷款均正常结清，无任何不良记录。

总体看，公司偿债能力指标较为一般，但考虑到公司融资渠道较为畅通、公司销售情况良好、尚余可售面积充足、在建项目规模较大、土地储备成本较合理等因素，公司整体偿债能力很强。

### 八、本期公司债券偿债能力分析

#### 1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年 9 月底，公司全部债务 470.90 亿元，本期拟发行债券规模不超过 10.00 亿元，本期债券的发行对目前债务影响一般。

以 2018 年 9 月底的财务数据为基础，假设募集资金净额为 10.00 亿元，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为 86.66%、74.66%和 65.43%，分别上升了 0.11 个百分点、0.40 个百分点和 0.75 个百分点，债务负担有所加重。考虑到本期债券募集资金拟全部用于偿还公司有息债务，实际债务负担将低于上述测算值。

## 2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2017 年的财务数据为基础，公司 EBITDA 为 32.01 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 3.20 倍，对本期债券的覆盖程度尚可；经营活动产生的现金流入量为 316.18 亿元，为本期债券发行额度（10.00 亿元）的 31.62 倍，对本期债券的覆盖程度较高。

综合上述分析，并考虑到公司在行业内有较强的竞争力，盈利能力尚可；未来随着公司土地储备的开发和在建项目的竣工结转，公司经营状况有望保持良好，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

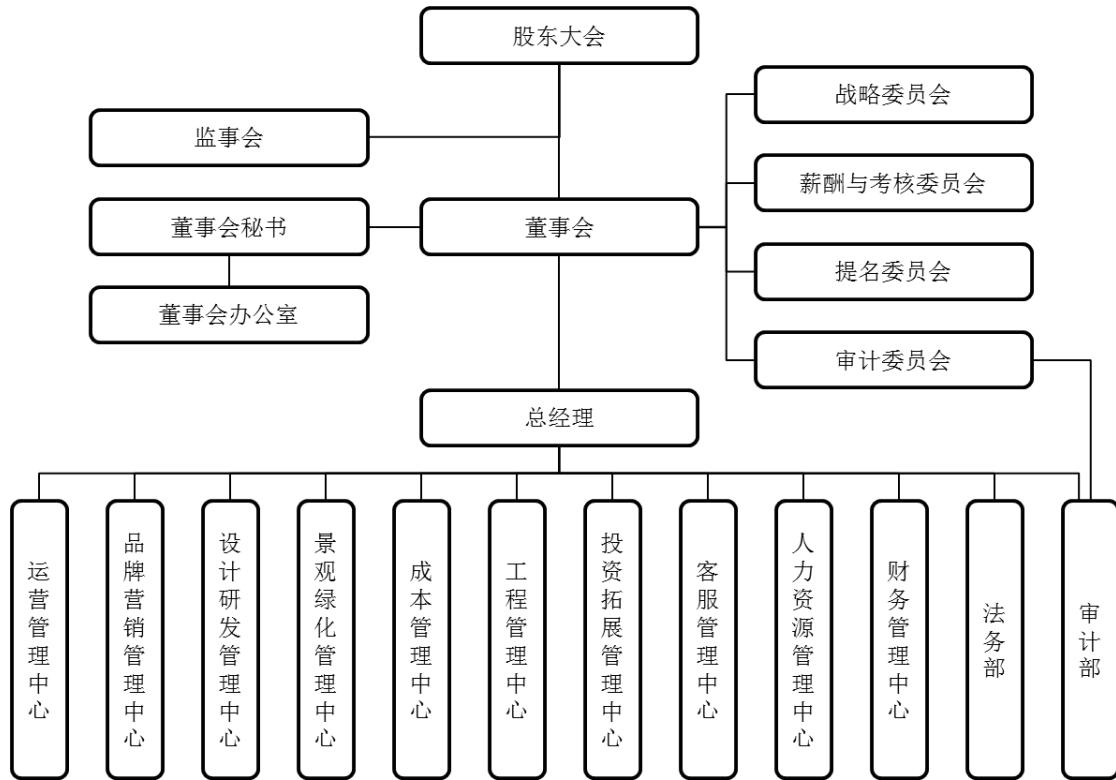
## 九、综合评价

公司作为国内规模较大的房地产开发商，在品牌价值、城市布局、项目储备、销售情况、资产规模等方面具有较强的竞争优势。近年来，公司经营稳健，业务涵盖东南部、中西部、环渤海、长三角、珠三角五大区域，土地储备充足，签约销售金额逐年增长；公司自持物业地理位置较好，出租率较高，物业经营状况总体良好。同时，联合评级也关注到房地产政策调整趋严，公司房地产项目面临一定去化压力，部分项目位于三线城市可能面临一定减值风险，债务规模有所扩大，2017 年经营性净现金流呈大规模流出态势，未来面临较大融资需求，整体债务负担较重等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司在建房地产项目及土地储备充足，未来随着公司房地产项目开发及销售的推进，公司经营状况将保持良好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

## 附件 1 金辉集团股份有限公司 组织结构图



## 附件 2 金辉集团股份有限公司 关联担保情况

| 被担保单位            | 担保起始日      | 担保到期日      | 担保合同金额<br>(万元) | 实际担保余额<br>(万元) |
|------------------|------------|------------|----------------|----------------|
| 苏州辉耀弘阳置业有限公司     | 2016.9.29  | 2019.9.29  | 65,000.00      | 45,000.00      |
| 苏州正润房地产开发有限公司    | 2017.9.29  | 2020.5.16  | 130,000.00     | 100,500.00     |
| 苏州正润房地产开发有限公司    | 2017.8.2   | 2020.4.18  | 150,000.00     | 150,000.00     |
| 苏州正润房地产开发有限公司    | 2017.11.29 | 2018.11.20 | 35,000.00      | 35,000.00      |
| 苏州融辉置业有限公司       | 2017.3.21  | 2019.3.20  | 40,000.00      | 24,000.00      |
| 苏州金辉新园置业有限公司     | 2017.12.29 | 2022.12.28 | 22,000.00      | 21,176.00      |
| 福清金辉置业有限公司       | 2017.9.14  | 2021.9.5   | 80,000.00      | 27,000.00      |
| 福州金辉融欣房地产有限公司    | 2017.7.17  | 2019.7.6   | 213,000.00     | 213,000.00     |
| 福州融丰房地产有限公司      | 2017.7.18  | 2019.7.18  | 40,000.00      | 40,000.00      |
| 成都融辉桥宇置业有限公司     | 2017.8.21  | 2019.8.20  | 25,000.00      | 5,000.00       |
| 成都融辉桥宇置业有限公司     | 2017.11.30 | 2020.11.30 | 17,500.00      | 17,500.00      |
| 佛山市启辉房地产有限公司     | 2017.12.5  | 2020.1.16  | 61,200.00      | 61,200.00      |
| 苏州正创置业发展有限公司     | 2017.11.10 | 2022.11.5  | 35,000.00      | 35,000.00      |
| 苏州奥远房地产开发有限公司    | 2018.2.5   | 2020.4.10  | 8,580.00       | 8,580.00       |
| 连云港金辉置业有限公司      | 2018.2.28  | 2021.2.12  | 64,000.00      | 34,100.00      |
| 扬州启辉置业有限公司第一分公司  | 2018.3.9   | 2022.2.11  | 41,000.00      | 40,320.00      |
| 石家庄金科天耀房地产开发有限公司 | 2018.4.2   | 2020.4.1   | 10,000.00      | 10,000.00      |
| 福州泽翔房地产开发有限公司    | 2018.5.18  | 2021.5.18  | 34,000.00      | 34,000.00      |
| 福州融丰房地产有限公司      | 2018.5.25  | 2021.5.25  | 10,000.00      | 10,000.00      |
| 杭州启辉置业有限公司       | 2018.5.7   | 2021.5.30  | 88,200.00      | 88,200.00      |
| 福清金辉置业有限公司       | 2018.6.30  | 2020.6.30  | 90,000.00      | 15,000.00      |
| 天津禹洲兴汉房地产开发有限公司  | 2018.6.1   | 2021.6.1   | 49,000.00      | 40,000.00      |
| 石家庄金科房地产开发有限公司   | 2018.6.22  | 2021.6.22  | 24,500.00      | 24,500.00      |
| 常熟建瀚置地有限公司       | 2018.5.2   | 2021.5.2   | 5,600.00       | 5,600.00       |
| 天津轩溢房地产开发有限公司    | 2017.11.8  | 2019.5.8   | 18,800.00      | 18,800.00      |
| 重庆金美碧房地产开发有限公司   | 2018.8.17  | 2021.8.16  | 5,000.00       | 5,000.00       |
| 福清金森缘房地产有限公司     | 2018.9.20  | 2021.9.14  | 18,670.40      | 15,000.00      |
| 成都融辉桥宇置业有限公司     | 2018.9.29  | 2021.9.28  | 30,000.00      | 30,000.00      |
| 杭州鑫建辉实业有限公司      | 2018.3.27  | 2023.3.28  | 193,800.00     | 93,330.00      |

资料来源：公司提供

### 附件 3 金辉集团股份有限公司 主要财务指标

| 项目               | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 | 2018 年 9 月 |
|------------------|--------|--------|--------|------------|
| 资产总额（亿元）         | 405.67 | 567.53 | 863.55 | 1,213.03   |
| 所有者权益（亿元）        | 89.47  | 112.39 | 145.35 | 163.21     |
| 短期债务（亿元）         | 71.81  | 49.88  | 107.52 | 172.03     |
| 长期债务（亿元）         | 44.79  | 155.50 | 235.89 | 298.88     |
| 全部债务（亿元）         | 116.60 | 205.37 | 343.41 | 470.90     |
| 营业收入（亿元）         | 148.70 | 179.71 | 123.78 | 74.60      |
| 净利润（亿元）          | 15.65  | 22.30  | 22.66  | 6.64       |
| EBITDA（亿元）       | 22.92  | 30.78  | 32.01  | --         |
| 经营性净现金流（亿元）      | 37.92  | 18.90  | -97.27 | 1.24       |
| 流动资产周转次数（次）      | 0.48   | 0.48   | 0.21   | --         |
| 存货周转次数（次）        | 0.42   | 0.48   | 0.19   | --         |
| 总资产周转次数（次）       | 0.36   | 0.37   | 0.17   | --         |
| 现金收入比率（%）        | 79.98  | 99.56  | 168.54 | 346.27     |
| 总资本收益率（%）        | 7.72   | 9.17   | 6.39   | --         |
| 总资产报酬率（%）        | 5.34   | 6.25   | 4.41   | --         |
| 净资产收益率（%）        | 16.71  | 22.09  | 17.58  | --         |
| 营业利润率（%）         | 18.20  | 17.76  | 27.83  | 26.89      |
| 费用收入比（%）         | 5.35   | 5.96   | 10.63  | 15.76      |
| 资产负债率（%）         | 77.95  | 80.20  | 83.17  | 86.55      |
| 全部债务资本化比率（%）     | 56.58  | 64.63  | 70.26  | 74.26      |
| 长期债务资本化比率（%）     | 33.36  | 58.05  | 61.87  | 64.68      |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.24   | 1.99   | 1.48   | --         |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.20   | 0.15   | 0.09   | --         |
| 流动比率（倍）          | 1.13   | 1.62   | 1.56   | 1.47       |
| 速动比率（倍）          | 0.23   | 0.47   | 0.47   | 0.47       |
| 现金短期债务比（倍）       | 0.35   | 1.26   | 0.57   | 0.89       |
| 经营现金流动负债比率（%）    | 14.63  | 6.80   | -21.37 | 0.17       |
| EBITDA/本期发债额度（倍） | 2.29   | 3.08   | 3.20   | --         |

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、公司其他非流动负债计入长期债务。3、公司 2018 年 1~9 月财务报表未经审计。

## 附件 4 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式                                                                                   |
|-------------------|----------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>增长指标</b>       |                                                                                        |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[ (本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |                                                                                        |
| 应收账款周转次数          | 营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]                                                         |
| 存货周转次数            | 营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额) /2]                                                             |
| 总资产周转次数           | 营业收入/[ (期初总资产+期末总资产) /2]                                                               |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%                                                               |
| <b>盈利指标</b>       |                                                                                        |
| 总资本收益率            | (净利润+计入财务费用的利息支出) / [ (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2] × 100%                       |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [ (期初总资产+期末总资产) /2] × 100%                                        |
| 净资产收益率            | 净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2] × 100%                                                     |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%                                                          |
| 营业利润率             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%                                                        |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%                                                           |
| <b>财务构成指标</b>     |                                                                                        |
| 资产负债率             | 负债总额/资产总计×100%                                                                         |
| 全部债务资本化比率         | 全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%                                                          |
| 长期债务资本化比率         | 长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%                                                               |
| 担保比率              | 担保余额/所有者权益×100%                                                                        |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |                                                                                        |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                            |
| EBITDA 全部债务比      | EBITDA/全部债务                                                                            |
| 经营现金债务保护倍数        | 经营活动现金流量净额/全部债务                                                                        |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务                                                                       |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |                                                                                        |
| 流动比率              | 流动资产合计/流动负债合计                                                                          |
| 速动比率              | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计                                                                   |
| 现金短期债务比           | 现金类资产/短期债务                                                                             |
| 经营现金流动负债比率        | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%                                                                 |
| 经营现金利息偿还能力        | 经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                        |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)                                                       |
| <b>本次公司债券偿债能力</b> |                                                                                        |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA/本次公司债券到期偿还额                                                                     |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额                                                               |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额                                                                 |

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 5 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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：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：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：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 金辉集团股份有限公司 面向合格投资者公开发行 2019 年公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年金辉集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

金辉集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。金辉集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注金辉集团股份有限公司的相关状况，如发现金辉集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如金辉集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至金辉集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送金辉集团股份有限公司、监管部门等。

