

联合资信评估股份有限公司

承诺书

联合资信评估股份有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据信用评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起人保证其所提供基础资料真实、准确、完整的前提下，本评级机构对本报告的真实性、准确性、完整性负责。

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十六日



信用评级公告

联合〔2021〕4340号

联合资信评估股份有限公司通过对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”的信用状况进行综合分析和评估，确定“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十六日



深圳前海联捷商业保理有限公司2021年度第二期金辉 供应链应付账款资产支持票据信用评级报告



票据名称	金额(万元)	占比(%)	信用等级
优先级	34800.00	99.71	AA ⁺ _{sf}
次级	100.00	0.29	NR
合计	34900.00	100.00	--

注：1. 本报告的评级结论为联合资信基于 2021 年 6 月 16 日前获得的评级资料所确定，若后续评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR 表示未予评级。

交易概览

委托人/发起机构/保理商/资产服务机构：深圳前海联捷商业保理有限公司

直接债务人：金辉集团股份有限公司合并财务报表范围内的子公司

共同债务人一&二/金辉集团&金辉控股：金辉集团股份有限公司&金辉控股（集团）有限公司

受托人：华润深国投信托有限公司

资金保管机构：中国民生银行股份有限公司西安分行

牵头主承销商：中国民生银行股份有限公司

联席主承销商/簿记管理人：招商证券股份有限公司

基础资产：委托人为设立信托而根据《信托合同》在信托生效日由委托人信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属担保权益（如有）

优先级票据还本付息方式：到期一次性还本付息

优先级票据预计存续期限：12 个月

票据法定到期日：【】年【】月【】日

评级时间

2021 年 6 月 16 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法已在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”所涉及的基础资产、交易结构、法律要素以及相关参与机构履约能力等多方因素进行了信用分析，并结合上述要素对资产支持票据进行了现金流分析。

本交易为本次储架第二期真实发行，基础资产池包含 46 笔应收账款债权，直接债务人为金辉集团合并财务报表范围内的子公司。金辉集团、金辉控股作为共同债务人出具《付款确认书》，承诺对应收账款的到期兑付承担到期付款义务。联合资信根据金辉集团截至 2020 年底的数据，给予金辉集团主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；根据金辉控股截至 2020 年 6 月的数据，给予金辉控股主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}¹，评级展望为稳定。共同债务人很高的信用级别有效保障了基础资产信用质量，从而对优先级资产支持票据的信用等级起到主要信用支撑作用。

同时，联合资信通过现金流模型分析得出，当优先级资产支持票据在发行利率不超过 6.90% 的情况下，基础资产预期现金流对优先级资产支持票据预期支出的覆盖能够达到 1 倍以上。故本报告的评级结论仅适用于优先级资产支持票据发行利率不高于 6.90% 的情形。

综合上述因素，联合资信评定“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级为 AA⁺_{sf}。该评级结果反映了优先级资产支持票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

¹ “pi”代表本评级结果为主动评级（公开评级）结果，评级资料主要来源于公开信息或相关方提供，与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在一定局限性。主动评级（公开评级）信用等级设置及含义详见本报告附件”。

共同债务人一：金辉集团股份有限公司（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	1234.29	1496.50	1858.59
所有者权益（亿元）	179.51	210.02	357.68
全部债务（亿元）	453.89	481.67	531.66
营业收入（亿元）	160.87	258.49	347.93
利润总额（亿元）	28.84	26.70	49.21
资产负债率（%）	85.46	85.97	80.76

共同债务人二：金辉控股（集团）有限公司（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	867.60	1206.12	1493.45	1628.30
所有者权益（亿元）	145.97	175.32	213.79	239.25
全部债务（亿元）	340.27	431.68	490.71	551.70
营业收入（亿元）	117.77	159.71	259.63	111.53
除税前溢利（亿元）	34.69	36.50	45.69	17.88
资产负债率（%）	83.18	85.46	85.68	85.31

分析师

徐 阳 范 朔 刘炳奇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

邮箱：lianhe@lhratings.com

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

优势

- 基础资产合格标准较为严格。**本交易制定了较为严格的基础资产入池标准，所有入池资产所涉应收账款均需取得债务人对到期应付义务的书面确认，且债务人不享有任何扣减、减免、抵销全部或部分已经债务人确认的应付款的权利，并且不享有商业纠纷抗辩权。
- 共同债务人信用水平很高。**金辉集团作为国内规模较大的房地产开发商，土地储备布局良好，整体经营状况良好，经营业绩持续增长；金辉控股作为房地产开发商在品牌价值、城市布局、项目储备、资产规模等方面均具有较强的竞争优势。联合资信给予金辉集团主体长期信用等级为 AA⁺，给予金辉控股主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，其对本交易应收账款的到期兑付承担的到期付款义务对优先级资产支持票据具有很强的信用支持作用。

关注

- 存在一定的利率风险。**如果本交易实际发行利率高于 6.90%，基础资产现金流可能不足以覆盖优先级资产支持票据本息，存在一定的利率风险。
- 房地产行业风险。**本交易直接债务人均均为金辉集团并表范围子公司，关联度高且均属房地产行业，风险较为集中。
- 需对共同债务人相关运营风险保持关注。**金辉集团和金辉控股易受到房地产行业调控政策影响，且自身整体债务负担相对较重，存在一定偿付压力。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由委托人/受托人提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。
- 二、根据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为委托人深圳前海联捷商业保理有限公司提供了咨询服务。由于联合资信与关联公司联合咨询之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 三、联合资信与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。
- 四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托人/受托人和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。
- 六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

1. 交易结构

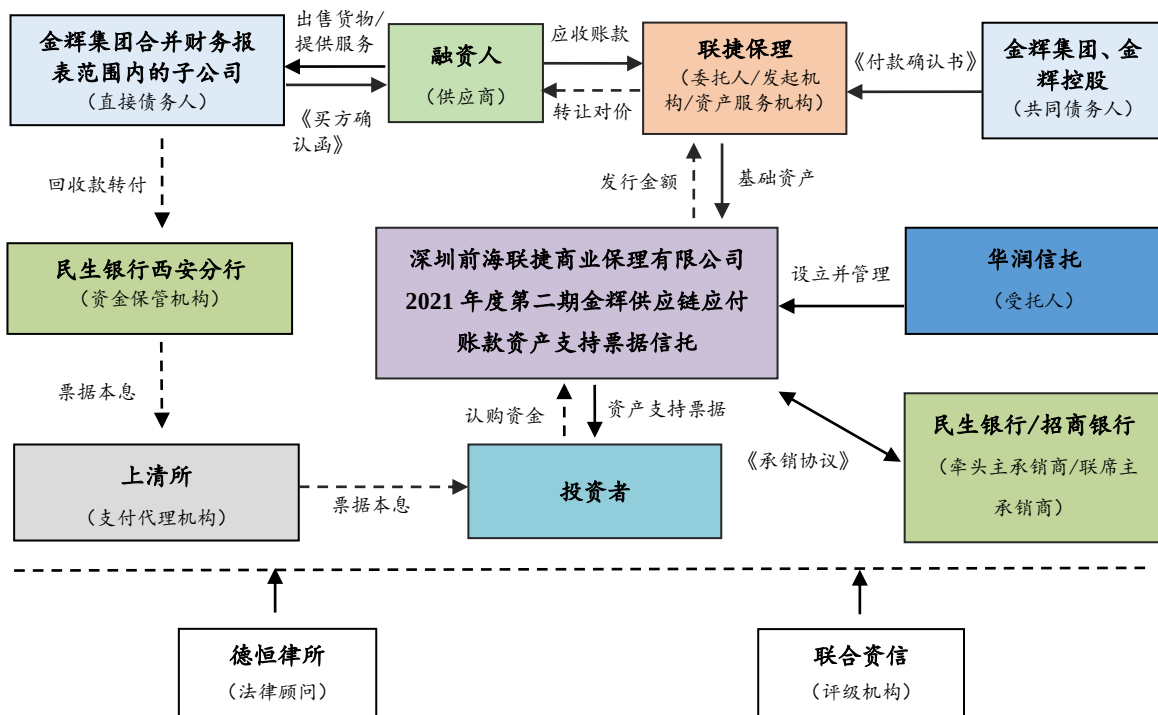
本交易的委托人/发起机构深圳前海联捷商业保理有限公司（以下简称“联捷保理”）将其合法所有的应收账款债权及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给受托人华润深国投信托有限公司（以下简称“华润信托”）并设立“深圳前海联捷商业保理有限公司2021年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据信托”，华润信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行资产支持票据（以下简称“票据”，包括优先级票据和次级票据），投资者通

过购买并持有该资产支持票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。

前述应收账款债权的付款义务均已获得直接债务人金辉集团合并财务报表范围内的子公司出具的《买方确认函》及共同债务人金辉集团股份有限公司（以下简称“金辉集团”）和金辉控股（集团）有限公司（以下简称“金辉控股”）出具的《付款确认书》予以确认。

本交易以基础资产形成的全部资产和收益，按约定向本次资产支持票据持有人还本付息。本交易结构图如下所示：

图 1 交易安排



资料来源：联合资信整理

2. 资产支持票据

本次发行为本次储架第二期发行。本期票据的发行规模为34900.00万元，其中优先级票据的发行规模为34800.00万元，采用固定利率，票面利率根据簿记建档结果确定，存续期限为

12个月，到期一次性还本付息；次级票据的发行规模为100.00万元，不设票面利率，到期获得最终的清算收益。

本期票据募集资金用途以募集说明书披露为准，主要用于补充营运资金或偿还金融机构

借款等符合监管要求的用途。

表 1 资产支持票据概要

(单位: 万元、%)

票据名称	金额	占比	利率类型	存续期限	还本付息方式
优先级	34800.00	99.71	固定利率	12 个月	到期一次性还本付息
次级	100.00	0.29	--	--	到期获得最终的清算收益
合 计	34900.00	100.00	--	--	--

资料来源: 发起机构提供, 联合资信整理

3. 基础资产合格标准

本交易制定了明确、较为严格的基础资产合格标准。

委托人为设立信托而根据《信托合同》在信托生效日由委托人信托予受托人的每一笔应收账款债权及其附属担保权益(如有)。

根据本交易约定, 每一笔应收账款债权必须在初始起算日²、信托生效日³和信托财产交付日⁴满足以下要求: (a) 初始债权人、直接债务人及金辉集团均系根据中国法律在中国境内设立且合法存续的法人或其他机构, 金辉控股系根据开曼群岛法律设立且合法存续的有限公司; (b) 基础合同签订时, 初始债权人具有订立基础合同所需的资质、许可、批准和备案(如适用法律规定为必需); (c) 初始债权人与直接债务人之间的交易、真实、合法、有效, 初始债权人与直接债务人签署的基础合同适用法律为中国法律, 且在适用法律下均合法、有效, 初始债权人在向委托人转让其享有的应收账款债权前, 真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权; (d) 委托人已根据应收账款转让合同的约定向初始债权人支付该笔应收账款的转让对价, 且委托人支付的应收账款的转让对价公允; (e) 直接债务人已通过《买方确认函》确认初始债权人完全、适当履行基础合同项下的合同义务, 直接债务人对基础合同项下的应付款负有到期支付义务, 并且不享有商业

纠纷抗辩权。共同债务人已通过《付款确认书》确认共同债务人对基础合同项下的应付款负有到期支付义务, 并且不享有商业纠纷抗辩权;

(f) 直接债务人已通过《买方确认函》确认其对基础合同项下应付款不享有任何主张扣减、减免、抵销全部或部分的权利(法定抵销权除外。为避免疑义, 前述扣减、减免或抵销应付账款的权利包括但不限于债务人因基础合同项下初始债权人提供的产品、服务或工程不符合法定或约定的产品、服务或工程质量要求或初始债权人逾期提供产品或服务等原因而对应付款主张扣减、减免或抵销的权利); (g) 该笔应收账款债权上未设定抵押、质押等担保权利, 亦无其他权利负担, 但委托人因提供保理服务受让该笔应收账款债权而通过中登网进行转让登记的除外; (h) 委托人为初始债权人提供的保理服务真实、合法、有效, 委托人与初始债权人双方签署的应收账款转让合同及其他相关法律文件在适用法律下均合法及有效; 并且, 委托人向初始债权人受让其享有的该笔应收账款债权后, 真实、合法、有效并完整地拥有该笔应收账款债权; (i) 资产均来源于委托人自行为初始债权人办理的保理业务, 不存在再保理的情形; (j) 基础合同及适用法律未对初始债权人转让该笔应收账款债权作出禁止性或限制性约定; 或者, 在基础合同对初始债权人转让该笔应收账款债权作出限制性约定的情况下, 转让条件已经成就; (k) 应收账款转让合同及适用法律未对委托人受让应收账款债权后再行转让作出禁止性或限制性约定; 或者, 在应收账款转让合同对委托人再行转让该债权作出限制性约定的情况下, 转让条件已经成就;

² 初始起算日: 系指资产池的封池日, 就委托人设立信托的资产而言, 为【】年【】月【】日, 若本信托成立, 从该日起(含该日)资产池产生的回收款应归入信托财产。

³ 信托生效日: 系指《信托合同》约定的条件均满足时信托生效之日。在本信托中, 信托财产交付日和信托生效日为同一日。

⁴ 信托财产交付日: 系指委托人将信托财产交付给受托人之日。在本信托中, 信托财产交付日和信托生效日为同一日。

(l) 初始债权人或委托人已将该笔应收账款债权转让予委托人后转让予信托的事宜向直接债务人发出书面通知并已取得直接债务人出具的《买方确认函》及共同债务人出具的《付款确认书》；(m) 由共同债务人出具的《付款确认书》及直接债务人出具的《买方确认函》适用中国法律，且在所适用的中国法律下均合法、有效；(n) 资产对应的任一笔应收账款债权的到期日均早于兑付日⁵前的第9个工作日（T-9日），但晚于资产支持票据设立日。每笔资产具有明确的付款计划；(o) 资产不涉及国防、军工或其他国家机密；(p) 资产不涉及诉讼、仲裁、执行或破产程序，且未被采取任何查封、扣押、冻结等司法保全或强制措施，以至于对受托人持有基础资产及基础资产的回收性产生重大不利影响；(q) 同一应收账款转让合同项下尚未清偿的应收账款债权全部入池；初始债权人与直接债务人或金辉集团的关联交易所对应的未偿价款余额占比合计不超过20%。前述关联交易指具有关联关系的各方之间达成的基础交易；(r) 资产池中住所地位于一线和二线城市直接债务人所对应的未偿价款余额占比合计不低于70%。

就每一笔应收账款债权而言，除上述所列的入池标准外，委托人于初始起算日和信托生效日进一步作出陈述和保证如下：(a) 委托人是相应的每一笔应收账款债权的唯一债权人，对相关的附属担保权益拥有合法的请求权；委托人未向任何第三方转让该等权利或利益；且委托人未对该等权利或利益设定任何担保权益、抵押或任何其他财产负担；(b) 在初始起算日、信托财产交付日和信托生效日，每一笔资产均符合合格标准；(c) 经委托人合理审慎核查，委托人向受托人提供的关于委托人转让的相应的资产的相关的资料和信息，在所有可能对债权回收的实现有重大影响的方面均真

实、准确和完整；(d) 从信托财产交付日起，受托人将成为信托财产中各应收账款债权的唯一债权人；该等权利将依法完善以具有对抗第三人的效力，并且受托人将对与信托财产有关的任何文件、记录和数据，拥有完整的、不受妨碍和唯一合法的所有权；委托人作为一方的交易文件项下的任何交易（包括但不限于信托财产的转移）均不构成欺诈性的让与；(e) 每位直接债务人履行基础合同项下义务的所有先决条件（付款期限除外）均已得到满足；(f) 除交易文件规定的以外，委托人未就其在任何资产中或与任何资产有关的所有权及相关权益，给予或同意给予任何第三方对资产的回收产生重大不利影响的选择权；也未处置或同意任何第三方处置其在任何资产中或与任何资产有关的所有权及相关权益；(g) 委托人对相应的每笔资产享有的所有权并非是无效的或已被撤销、宣布无效或被废止，亦不能被撤销、宣布无效或被废止；(h) 任何资产（或其任何部分）均不是其他交易的对象，且不曾被相应的委托人出售、转让、质押、转移或以其他方式处置，以致使相应的委托人出售、转让和转移其对资产的所有权和其他有关权益的权利受到任何限制；(i) 除已取得或作出且现行有效的政府机构的批准、许可、授权、备案、登记、记录或其他手续以外，不需要其他政府机构的批准、许可、授权、备案、登记、记录或其他手续，以确保与资产相关的任何文件的有效性、可执行性或作为证据的可接受性；(j) 每笔应收账款债权是相关债务人合法、有效和有约束力的支付义务，并且可按照基础合同、付款确认书、买方确认函的条款对该债务人主张权利；(k) 委托人在将相应的资产信托给受托人时，除交易文件另有约定的以外，委托人已经完成交易文件项下交易应适用的中国法律所要求其履行的所有程序和规定；(l) 信托生效日之前，就每一笔资产而言，委托人持有与该笔资产有关的、为资产提供适当有效的服务和执行所必需的各项文件；(m) 委托人将（或已经）把

⁵ 兑付日/T日：指登记托管机构向资产支持票据持有人划转其享有信托利益之日，即【】年【】月【】日（遇法定节假日或休息日顺延至其后第一个工作日）。在信托存续期间内，系指资产支持票据预期到期日；在信托终止日后，系指受托人根据清算方案将信托财产向资产支持票据持有人进行分配之日。

其在相应的每笔资产和相关收入中的所有权和相关权益有效地信托予受托人，并且委托人将与上述权益有关的记录和信息有效地转让给受托人；（n）在初始起算日和信托生效日，受托人对每笔资产享有能够对抗所有主体（但相关债务人除外）的合法的、有效的、可执行的所有者权益，该权益上未设定任何种类的担保权益或产权负担；（o）将任何资产设立信托时或之前，委托人无故意或重大过失行为损害受托人对该资产所享有的合法权利；（p）每笔资产都能够并将始终能够为确认所有权的目与相应的委托人的其他资产相区别；（q）据委托人所知，债务人没有涉及任何重大司法或者仲裁程序，也未被任何司法机关、监管机关、行政机关调查，以致于对信托财产造成重大不利影响；（r）委托人和相关债务人之间关于该资产不存在其他可能对信托财产造成不利影响的协议。

4. 现金流收付机制

本交易现金流来自于应收账款在信托存续期内的回收款，相关交易文件对现金流归集、划付做出了明确安排。

（1）现金流归集

本交易设立有信托账户，用以记录货币类信托财产的收支情况。

资产服务机构应于应收账款到期日⁶（T-9日，T为兑付日）前30个工作日、10个工作日、5个工作日分别向债务人提示各笔应收账款的到期付款时间。如果直接债务人未能在应收账款到期日的前2个工作日【15:00】前足额清偿债务，则共同债务人将在应收账款到期日当天【12:00】前履行清偿应收账款债权的义务。受托人应于兑付日前的第2个工作日下午五点（17:00）前，指令资金保管机构将信托账户中与《付息兑付通知单》相符的资金划转至支付代理机构指定的资金账户，用于兑付资产支持

票据的本息及收益；受托人应于兑付日下午五点（17:00）前，指令资金保管机构于当日（或中国法律规定、交易文件约定的其他日期）将信托账户中相应数额的资金划转至指定账户，用于支付信托财产应付的税收、费用、报酬。

在信托期限内，如受托人提出赎回不合格基础资产的书面要求或委托人提出赎回并经受托人同意的，委托人最迟不晚于该笔资产债权到期日前2个工作日或兑付日前7个工作日12:00前（以孰早日为准）将待赎回不合格基础资产的赎回价款支付至信托账户。

（2）分配资金划付

受托人于每个支付日将信托账户内的信托财产按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按照比例支付）：（a）支付依据所适用的中国法律，由受托人缴纳的与信托相关的税收（如有）；（b）受托人按照信托合同的规定以固有财产垫付的应由信托财产承担的费用（如有）；（c）同顺序支付各参与机构报酬以及其他根据信托合同约定应由信托财产承担的费用；（d）向优先级票据持有人分配优先级票据的预期收益；（e）支付优先级票据的本金，直至优先级票据的本金清偿完毕；（f）信托财产仍有剩余的，向次级票据持有人分配次级票据的本金；（g）剩余的信托财产作为次级票据的收益分配给次级票据持有人。

在信托终止日⁷后，受托人应将清算所得的信托财产按以下顺序进行分配（如不足以支付，同顺序的各项应受偿金额按比例支付）：（a）支付依据所适用的中国法律，由受托人缴纳的与信托相关的税收（如有）；（b）支付信托清算期间所发生的与信托财产清算相关的清算费用；（c）受托人按照信托合同的规定以固有财产垫付的应由信托财产承担的费用（如有）；（d）同顺序支付各参与机构报酬以及其他根据信托合

⁶ 应收账款到期日：系指《应收账款转让合同》中《转让应收账款清单》列明的日期，即信托账户收到足额应收账款的未偿本金余额的最晚日期，该日期应早于兑付日前的第9个工作日（T-9日）。

⁷ 信托终止日：（a）信托之信托目的已经无法实现；（b）信托被法院或仲裁机构依法撤销、被认定为无效或被判决终止；（c）发生不可抗力事件导致信托不能存续；（d）相关监管部门依法命令终止信托；（e）资产支持票据持有人会议决议提前终止信托；（f）向资产支持票据持有人支付了《信托合同》项下应向其支付的全部款项；（g）任一共同债务人出现提前清偿事件；（h）信托财产全部变现完毕；（i）法定到期日届至；（j）或出现适用法律规定应当终止信托的情形。

同约定应由信托财产承担的费用；(e) 支付应付未付的优先级票据的预期收益；(f) 支付应付未付的优先级票据的本金，直至优先级票据的本金全部清偿完毕；(g) 信托财产仍有剩余

的，按届时信托财产的原状向次级票据持有人分配次级资产支持票据的本金；(h) 剩余信托财产作为次级票据的收益全部按届时信托财产的原状分配给次级票据持有人。

二、交易结构分析

1. 债务加入

共同债务人信用水平很高，其作为基础资产共同债务人对优先级票据本息的偿付起到很强的信用支撑作用。

根据金辉集团和金辉控股签署的《付款确认书》，金辉集团和金辉控股同意作为本交易的共同债务人对基础交易合同项下的应收账款债权承担到期付款义务且不得以任何理由（包括但不限于商业纠纷）抗辩，直至应收账款债权获得全部清偿。

联合资信评定共同债务人金辉集团主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；评定金辉控股主体长期信用等级为 AA⁺_{pt}，评级展望为稳定。金辉集团和金辉控股的信用水平很高，其作为基础资产共同债务人对优先级票据本息的偿付起到很强的信用支撑作用，本交易面临的违约风险很低。

2. 利率风险

本交易通过折价购买及优先级/次级受偿顺序来保障基础资产现金流对优先级票据本息预期支出及相关税费的覆盖，但从现金流测算情况来看，存在一定利率风险。

本期提取的基础资产池所对应的应收账款余额合计为本交易发行规模的 107.50%，通过应收账款的折价购买来保障票据预期收益的支付。同时本交易通过设定优先级/次级受偿顺序的交易结构来进一步提高基础资产现金流对优先级票据本息的保障程度。

假设本期票据存续期为 12 个月，优先级票据到期一次性还本付息，在发行利率不超过 6.90%，同时考虑本交易应支付的各项税费的情况下，基础资产回收现金流可以实现对优先级票据本息的足额覆盖。

三、基础资产分析

本交易为本次储架第二期真实发行，委托人根据本交易计划发行规模结合基础资产合格标准提取了应收账款作为基础资产池，联合资信对该资产池进行了分析。入池资产所涉及的应收账款均需取得直接债务人出具的《买方确认函》及共同债务人出具的《付款确认书》确认付款义务。

1. 基础资产概况

本交易基础资产为融资人因申请保理服务而转让予发起机构并同意发起机构以其设立资产支持票据信托的应收账款债权及其附属担保

权益。本交易资产池共涉及 26 户债务人、46 笔应收账款债权及其附属担保权益，应收账款余额共计 37516.37 万元。本期入池资产中涉及关联交易，详见下文。

表 2 资产池概要

应收账款余额总计（万元）	37516.37
应收账款笔数（笔）	46
债务人户数（户）	26
单笔应收账款最小余额（万元）	18.20
单笔应收账款最大余额（万元）	2608.00
单户应收账款最小余额（万元）	198.06

单户应收账款最大余额（万元）	3526.00
----------------	---------

注：资产池信息由发起机构提供，联合资信整理

2. 应收账款类型分布

从应收账款形成的来源来看，资产池的应收账款共 46 笔，均为供应商/债权人因向金辉集团合并财务报表范围内的子公司提供境内工程承包/分包服务形成的工程应收账款债权。

3. 区域分布集中度

基础资产区域集中度较高。

区域分布方面，资产池直接债务人分布在全国 17 个城市。其中，一线和二线城市的应收账款余额占比为 87.17%；应收账款余额占比最大的城市为天津市，占比为 26.23%，区域集中度较高。资产池直接债务人区域分布见下表。

表 3 资产池直接债务人区域分布

（单位：笔、万元、%）

地区	笔数	应收账款余额	占比
天津市	6	9841.59	26.23
西安市	7	5800.84	15.46
福州市	4	3526.00	9.40
合肥市	4	2743.80	7.31
扬州市	1	2242.36	5.98
石家庄市	2	2059.08	5.49
淮南市	6	2043.63	5.45
惠州市	1	1815.41	4.84
重庆市	5	1737.48	4.63
绍兴市	2	1163.50	3.10
连云港市	2	1079.33	2.88
镇江市	1	1020.22	2.72
荆州市	1	670.00	1.79
佛山市	1	594.32	1.58
南通市	1	490.34	1.31
苏州市	1	353.04	0.94
长沙市	1	335.44	0.89
合计	46	37516.37	100.00

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

4. 直接债务人集中度

基础资产池涉及直接债务人均均为金辉集团合并财务报表范围内的子公司，直接债务人

集中度较低。

从应收账款涉及直接债务人情况来看，资产池共涉及 26 户金辉集团合并财务报表范围内的子公司。单户直接债务人涉及的应收账款余额最大为 3526.00 万元，占比 9.40%。占比较大的前五户直接债务人应收账款余额共计 16180.81 万元，占比 43.13%，直接债务人集中度较低。资产池前五大直接债务人分布见下表。

表 4 资产池前五大直接债务人分布

（单位：笔、万元、%）

直接债务人	笔数	应收账款余额	占比
福州京辉房地产有限公司	4	3526.00	9.40
天津启辉房地产开发有限公司	2	3432.58	9.15
天津融辉投资有限公司	2	3385.73	9.02
西安辉耀房地产开发有限公司	3	3092.70	8.24
安徽金辉房地产开发有限公司	4	2743.80	7.31
合计	15	16180.81	43.13

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

5. 债权人集中度

基础资产债权人集中度较高。

从应收账款债权人分布情况看，资产池共涉及 11 户债权人，单户债权人涉及的应收账款余额最大为 13882.31 万元，占比 37.00%，债权人集中度较高。资产池前五大债权人分布见表 5。

表 5 资产池前五大债权人分布

（单位：笔、万元、%）

债务人	笔数	应收账款余额	占比
福建宏盛建设集团有限公司	11	13882.31	37.00
陕西顺隆建设有限公司	9	8559.95	22.82
福建卓越建设集团有限公司福清分公司	10	7723.64	20.59
西安居业建筑工程有限公司	3	2105.27	5.61
福建卓越建设集团有限公司正定分公司	1	1703.05	4.54
合计	34	33974.21	90.56

资料来源：发起机构提供，联合资信整理

关联交易方面，资产池有 10 笔入池资产涉及关联方交易，涉及债务人 3 户、债权人 2 户，涉及的应收账款余额共计 3137.88 万元，占比

8.36%。

四、定量分析

在优先级票据发行利率不超过 6.90%、存续期限为 12 个月的情况下，基础资产预期现金流能够覆盖优先级票据预期支出，优先级票据的兑付有保障。

本交易基础资产的直接还款来源为直接债务人金辉集团合并财务报表范围内的子公司，若直接债务人未将应收账款金额按时足额划付至信托账户，则由共同债务人金辉集团、金辉控股承担清偿应收账款债权的义务。联合资信给予共同债务人金辉集团的主体长期信用等级为 AA⁺，给予金辉控股的主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，与优先级票据的预设信用等级一致。鉴于此，现金流分析重点关注正常情况下基础资产现金流是否能满足优先级票据预期本息的支付。

联合资信根据本交易规定的现金流偿付顺序，构建了专用于本交易的现金流分析模型，根据交易要素测定不同发行利率下，应收账款偿付安排对优先级票据预期支出的保障程度。

在费用测算方面，本交易信托税费税率为 3.26%。此外，根据交易文件的约定，联合资信在测算过程中计入应由信托财产承担的支出的

综合费率为 0.095%（包括托管费、兑付服务费 etc）。

本交易优先级票据预计存续期为 12 个月。假定优先级票据发行利率分别为下表中所设值，存续期限为 12 个月，测算的优先级票据保障倍数如下表所示：

表 6 不同利率情景下优先级票据保障倍数
(单位：万元、倍)

优先级票据 预期发行利率	预期支出	票据保障比率
6.40%	37248.77	1.0072
6.50%	37283.57	1.0062
6.60%	37318.37	1.0053
6.70%	37353.17	1.0044
6.80%	37387.97	1.0034
6.90%	37422.78	1.0025

注：预期支出=优先级票据本金*（1+优先级票据预期发行利率*优先级票据预计存续期限/365）+应由信托财产承担的支出

从测试结果来看，在优先级票据发行利率不超过 6.90%、存续期限为 12 个月的情况下，基础资产预期现金流对优先级票据预期支出的保障程度可以达到 1 倍以上。

五、共同债务人信用分析

1. 共同债务人一：金辉集团（具体分析详见附件 1）

（1）主体信用评价

金辉集团主要经营房地产开发与销售，辅以自持物业出租和其他业务。

截至 2020 年底，金辉集团注册资本 18.00 亿元，其中金辉投资（香港）有限公司持有 96.00% 股份，是金辉集团的直接控股股东。金辉集团实际控制人为林定强。截至 2020 年底，

金辉集团合并资产总额 1858.59 亿元，所有者权益 357.68 亿元（含少数股东权益 154.13 亿元）；2020 年，金辉集团实现营业收入 347.93 亿元，利润总额 49.21 亿元。

金辉集团作为国内规模较大的房地产开发商，在城市布局、项目储备、销售情况等方面具有较强的竞争优势。近年来，金辉集团经营稳健，业务覆盖长三角、环渤海、华南、西南、华中和西北区域，项目储备尚可，销售规模呈

逐年增长态势。同时，联合资信也关注到金辉集团部分项目位于限价城市和三线城市，该等项目可能面临一定去化压力和减值风险，金辉集团整体债务负担相对较重，短期债务规模较大、存在偿付压力，受限资产规模较大以及对外担保规模偏大等因素对金辉集团信用水平造成的不利影响。

金辉集团在建房地产项目充足，未来随着金辉集团房地产项目开发及销售的推进，金辉集团经营状况将保持良好。联合资信对金辉集团的评级展望为稳定。

优势

1) 金辉集团整体经营状况良好，经营业绩持续增长。金辉集团从事房地产开发的历史较长，开发经验丰富，经营保持持续增长态势。

2) 金辉集团土地储备布局良好。金辉集团土地储备分布较广，有利于区域风险的分散，且主要分布于二线及三线热点城市。

3) 金辉集团销售情况良好，预收账款规模较大。金辉集团销售情况及整体去化水平良好，签约销售金额逐年增长；预收账款规模较大，可为金辉集团未来收入提供较大保障。

4) 金辉集团融资结构合理，融资成本适中。截至 2020 年底，金辉集团长期债务占比 70.70%，银行借款占比较高；2020 年综合融资成本约 7.47%。

关注

1) 金辉集团地产项目存在一定的补库存需求，其所带来的融资需求存在不确定性。截至 2020 年底，金辉集团拟建项目的计容建筑面积为 440.28 万平方米，存在一定拿地需求，后续项目融资规模面临不确定性。

2) 金辉集团盈利能力有所下滑，部分项目面临一定减值风险。受部分城市限价影响，金辉集团盈利能力有所下滑。2019 年，金辉集团存货减值准备增幅较大；截至 2020 年底，金辉集团存货跌价准备金额为 7.69 亿元。

3) 金辉集团受限资产占比较高，对外担保规模偏大，债务规模持续增长，面临一定的偿付压力。近年来，金辉集团债务规模持续增长，面临一定集中偿付压力；截至 2020 年底，金辉集团使用权受到限制的资产合计 657.06 亿元，占金辉集团资产总额的 35.35%；对合联营开发项目公司的担保金额为 62.83 亿元。

4) 金辉集团合作开发项目占比较高，少数股东权益增长快。近年来，金辉集团合联营项目及并表合作开发项目规模均持续增长。截至 2020 年底，金辉集团长期股权投资 71.58 亿元，较上年底增长 97.17%；少数股东权益 154.13 亿元，较上年底增长 276.30%，少数股东权益占比为 43.09%。

(2) 优先级票据支付能力分析

以 2020 年财务数据为基础，金辉集团所有者权益（357.68 亿元）、EBITDA（54.20 亿元）和经营性现金流入（681.43 亿元）对优先级票据本金（3.48 亿元）的覆盖倍数分别为 102.78 倍、15.57 倍和 195.81 倍，金辉集团所有者权益、EBITDA 和经营性现金流入对优先级票据本金的保障能力很强。

2. 共同债务人二：金辉控股

(1) 企业概况

金辉控股于 2019 年 10 月 17 日在开曼群岛注册成立为获豁免有限公司，初始法定股本为 380000 港元。2020 年 10 月 5 日，金辉控股通过增设 9962000000 股每股面值 0.01 港元的额外股份，将其法定股本增加至 1000000000 港元。2020 年 10 月 29 日，金辉控股在香港联交所主板上市，证券代码为 9993.HK。截至 2020 年 6 月底，金辉控股是金辉集团的直接控股股东，金辉控股实际控制人为林定强。

截至 2019 年底，金辉控股资产总额 1493.45 亿元，所有者权益 213.79 亿元（含非控股权益 45.49 亿元）；2019 年，金辉控股实现营业收入 259.631 亿元，除税前溢利 45.69 亿元。

截至 2020 年 6 月底，金辉控股资产总额

1628.30 亿元，所有者权益 239.25 亿元（含非控股权益 64.87 亿元）；2020 年 1—6 月，金辉控股实现收益 111.53 亿元，除税前溢利 17.88 亿元。

金辉控股注册地：开曼群岛；法定代表人：林定强。

（2）经营分析

金辉控股主要从事房地产开发与销售业务，具有良好的综合实力，开发项目以住宅物业为主。近三年，金辉控股业务规模扩张较快，主营业务突出，受部分地区限价政策影响，毛利率有所下降。

金辉控股是一家以“全国布局、区域聚焦、城市领先”为战略的大型地产开发商，2019 年，在国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所及中国指数研究院评选的“中国房地产开发商前百强”中，金辉控股位列第 37 名。金辉集团是金辉控股所有中国附属公司及两间离岸附属公司的控股公司。截至 2020 年 6

月底，金辉集团注册资本 18.00 亿元人民币，金辉投资（香港）有限公司（以下简称“金辉投资”）持有其 96.00% 股份，是金辉集团的直接控股股东。

金辉控股主要从事住宅物业及商业物业的开发及销售，也提供物业管理服务、租赁商业物业及物业管理咨询服务。2017—2019 年，金辉控股收入规模快速增长，年复合增长率 48.48%；住宅项目收入年复合增长 54.02%，商业项目收入规模有所下降。2017—2019 年底，金辉控股毛利率分别为 32.20%、30.21% 和 21.81%。受上海、南京等地限价政策影响，2019 年，金辉控股部分结转项目毛利率较低，综合毛利率同比下降 8.40 个百分点。

2020 年 1—6 月，金辉控股物业开发与销售业务收入为 109.16 亿元，同比增长 8.78%；物业管理业务已于 2019 年 12 月出售，自 2020 年起不再产生收入；物业租赁与管理咨询服务收入规模同比变化不大。

表 7 2017—2020 年 6 月金辉控股营业收入及占比情况

（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年		2018 年		2019 年		2019 年 1—6 月		2020 年 1—6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
物业开发及销售	112.86	95.83	151.50	94.86	250.38	96.44	97.16	95.25	109.16	97.88
住宅	101.98	86.59	142.51	89.23	241.92	93.18	--	--	90.69	81.31
商业	10.88	9.24	8.99	5.63	8.46	3.26	--	--	18.47	16.57
物业管理服务	3.57	3.03	4.81	3.01	5.17	1.99	2.77	2.72	--	--
物业租赁	1.26	1.07	2.79	1.75	3.53	1.36	1.66	1.63	1.76	1.58
管理咨询服务	0.08	0.07	0.62	0.39	0.56	0.21	0.42	0.41	0.61	0.55
总计	117.77	100.00	159.71	100.00	259.63	100.00	102.01	100.00	111.53	100.00

注：尾差主要系数据四舍五入所致；2019 年 1-6 月的物业开发及销售未取得住宅和商业数据
资料来源：金辉控股提供

（3）财务分析

（A）财务概况

金辉控股提供了 2017—2019 年底及 2020 年 1—6 月的财务报告，安永会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017—2019 年的报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2020 年 1—6 月的财务报告未经审计。

截至 2019 年底，金辉控股资产总额 1493.45

亿元，所有者权益 213.79 亿元（含非控股权益 45.49 亿元）；2019 年，金辉控股实现营业收入 259.63 亿元，除税前溢利 45.69 亿元。

截至 2020 年 6 月底，金辉控股资产总额 1628.30 亿元，所有者权益 239.25 亿元（含非控股权益 64.87 亿元）；2020 年 1—6 月，金辉控股实现收益 111.53 亿元，除税前溢利 17.88 亿元。

（B）资产质量

金辉控股资产规模快速增长，资产结构以流动资产为主。金辉控股部分存货存在一定减值风险，资产受限比率较大，其他应收款和应收其他关联方款项金额较大，对资金造成一定占用，整体资产质量一般。

2017—2019 年底，金辉控股资产规模持续增长，年均复合增长 31.20%。截至 2019 年底，金辉控股资产总额 1493.45 亿元，较上年底增长 23.82%，主要系开发成本增长所致。其中，流动资产占 86.81%，资产结构较上年底变化不大。

流动资产

2017—2019 年底，金辉控股流动资产规模持续增长，年均复合增长 34.88%，主要系开发成本增加所致。截至 2019 年底，金辉控股流动资产 1296.46 亿元，较上年底增长 26.82%。金辉控股流动资产主要由货币资金（占 7.11%）、其他应收款（占 5.22%）、应收其他关联方（占 6.03%）、开发成本（占 66.41%）和开发产品（占 6.85%）。

2017—2019 年底，金辉控股货币资金波动增长，年均复合增长 61.02%，主要系回款规模大幅增加所致。截至 2019 年底，金辉控股现金及现金等价物 92.19 亿元，较上年底下降 7.18%；金辉控股受限现金 37.63 亿元，保证金存款 4.19 亿元。

2017—2019 年底，金辉控股其他应收款持续增长，年均复合增长 43.02%，主要系向合作项目增加股东借款所致。截至 2019 年底，金辉控股其他应收款 67.66 亿元，较上年底增长 25.27%。

2017—2019 年底，金辉控股应收其他关联方波动增长，年均复合增长 1.61%。截至 2019 年底，金辉控股应收其他关联方 78.15 亿元，较上年底增长 13.38%。

2017—2019 年底，金辉控股开发成本持续增长，年均复合增长 38.87%，主要系土地储备、开发规模扩大以及合并范围增加所致。截至

2019 年底，金辉控股开发成本 861.04 亿元，较上年底增长 28.52%。截至 2019 年底，金辉控股重要子公司金辉集团存货账面价值 962.61 亿元，较 2018 年底增长 29.12%，新增武汉耀星地产-江山云著、廊坊优步水岸花园、武汉三江汇物流-P（2018）119 号地块（一期）、苏州启辉置业-铭著北和安徽金辉开发-新安花园等项目；金辉集团存货主要由开发成本（占比 97.80%）和开发产品（占比 2.20%）构成；金辉集团存货计提的跌价准备余额为 7.93 亿元，较年初增加 5.87 亿元，主要系上海市和杭州市等城市限价导致销售价格低于综合成本所致。

2017—2019 年底，金辉控股开发产品持续增长，年均复合增长 37.67%，主要系开发规模扩大以及合并范围增加所致。截至 2019 年底，金辉控股开发产品 88.85 亿元，较上年底增长 61.41%。

非流动资产

2017—2019 年底，金辉控股非流动资产规模持续增长，年均复合增长 12.73%。截至 2019 年底，金辉控股非流动资产 196.99 亿元，较上年底增长 7.17%，主要系长期股权投资、递延所得税资产增加所致；金辉控股非流动资产主要由于合营公司的投资（占 8.82%）、于联营公司的投资（占 11.89%）、投资性房地产（占 53.33%）和递延税款借项（占 14.59%）构成。

2017—2019 年底，金辉控股于联营公司的投资持续增长，年均复合增长 68.84%。截至 2019 年底，金辉控股于联营公司的投资 23.42 亿元，较上年底增长 23.73%，主要系新增及追加联营公司投资所致。

2017—2019 年底，金辉控股于合营公司的投资波动下降，年均复合下降 13.81%。截至 2019 年底，金辉控股于合营公司的投资 17.37 亿元，较上年底增长 44.12%，主要系新增、追加合营公司投资以及确认对合营公司的投资收益所致。

金辉控股投资性房地产主要包括商业、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，2017—2019 年底，金辉控股投资性房地产持续增长，年均复合增长 9.73%。截至 2019 年底，金辉控股投资性房地产 105.06 亿元，较上年底增长 7.92%，金辉控股投资性房地产公允价值受租金水平及当地楼宇价格波动影响大。

2017—2019 年底，金辉控股递延所得税资产快速增长，年均复合增长 54.07%，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 2019 年底，金辉控股递延所得税资产 28.74 亿元，较 2018 年底增长 26.70%。

截至 2019 年底，金辉控股重要子公司金辉集团使用权受到限制的资产合计 587.68 亿元，占金辉集团资产总额的 39.27%，受限比例较高。

截至 2020 年 6 月底，金辉控股资产总额 1628.30 亿元，较 2019 年底增长 9.03%，主要系货币资金、存货和其他应收款增长所致；其中流动资产占比 87.52%，资产规模和结构较 2019 年底变化不大。

(C) 所有者权益及负债

所有者权益

金辉控股所有者权益规模不断增长，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

2017—2019 年底，金辉控股所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 21.02%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。2017—2019 年底，未分配利润分别为 124.54 亿元、144.62 亿元和 169.70 亿元，主要系经营规模扩大所致；少数股东权益年均复合增长 41.17%，主要系合作方股东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 2019 年底，金辉控股所有者权益合计 213.79 亿元，较上年底增长 21.94%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 78.72%。

截至 2020 年 6 月底，金辉控股所有者权益合计 239.25 亿元，较 2019 年底增长 11.91%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 72.89%。其中，保留溢利合计 158.34 亿元，占

权益总额 66.18%，权益结构稳定性较弱。

负债

金辉控股负债规模不断扩大，负债结构以流动负债为主；金辉控股有息债务规模持续增长，债务负担较重，短期债务规模较大，有一定的集中偿付压力。

2017—2019 年底，金辉控股负债规模快速增长，年均复合增长 33.16%，流动负债和非流动负债均有所增长。截至 2019 年底，金辉控股负债合计 1279.65 亿元，较 2018 年底增长 24.14%；其中流动负债占比 74.46%。

2017—2019 年底，金辉控股流动负债规模快速增长，年均复合增长 39.62%，主要系应付账款、预收款项和其他应付款增长所致。截至 2019 年底，金辉控股流动负债 952.88 亿元，较上年底增长 18.40%。金辉控股流动负债主要由合约负债（占比 59.49%）、应付账款及应付票据（占 8.82%）和应付关联公司款项（占 5.15%）构成。

2017—2019 年底，金辉控股合约负债快速增长，年均复合增长 51.79%，主要系地产项目销售规模持续扩大所致。截至 2019 年底，金辉控股合约负债 566.85 亿元，较上年底增长 35.17%。金辉控股合约负债主要由预收房款构成。

2017—2019 年底，金辉控股应付账款及应付票据快速增长，年均复合增长 38.11%。截至 2019 年底，金辉控股应付账款 84.02 亿元，较上年底增长 38.10%，主要系根据工程进度确认的暂估应付账款增加所致。

2017—2019 年底，金辉控股应付关联公司款项波动增长，年均复合增长 26.64%。截至 2019 年底，金辉控股应付关联公司款项 49.12 亿元，较上年底增长 70.33%，主要系合营与联营业务规模扩大所致。

2017—2019 年底，金辉控股非流动负债快速增长，年均复合增长 18.47%。截至 2019 年底，金辉控股非流动负债 326.77 亿元，较上年底增长 44.58%，主要系长期借款和应付债券增

长所致。金辉控股非流动负债主要由长期借款（占 59.57%）、应付债券（占 16.12%）、递延税款负债（占 8.57%）和资产支持证券收益（占 10.49%）。

2017—2019 年底，金辉控股长期借款波动增长，年均复合增长 6.47%。截至 2018 年底，金辉控股长期借款 141.68 亿元，较 2017 年底下降 6.51%，主要系金辉控股发行非公开债券获得资金较多，减少了长期借款融资力度所致。截至 2019 年底，金辉控股长期借款 194.66 亿元，较上年底增长 37.40%，主要系建设资金需求增加所致。

2017—2019 年底，金辉控股应付债券波动增长，年均复合增长 21.17%，主要系金辉控股新发行公司债券以及资产支持专项计划所致。截至 2019 年底，金辉控股应付债券 52.67 亿元，较上年底增长 277.10%，主要系金辉控股发行公司债券“19 金辉 01”、“19 金辉 02”和“19 金辉 03”合计 39.80 亿元。

2017—2019 年底，金辉控股资产支持证券收益波动增长，年均复合增长 181.71%。截至 2019 年底，金辉控股资产支持证券收益 34.27 亿元，较上年底下降 19.39%。

2017—2019 年底，金辉控股递延所得税负债快速增长，年均复合增长 16.27%，主要由项目股权收购溢价对应的应纳税暂时性差异产生导致。截至 2019 年底，金辉控股递延所得税负债 27.99 亿元，较 2018 年底增长 1.17%。

2017—2019 年底，金辉控股全部债务持续增长，年均复合增长 20.09%。2017—2019 年底，金辉控股资产负债率分别为 83.18%、85.46%和 85.68%，持续增长；全部债务资本化比率分别为 70.08%、69.28%和 67.28%，持续下降但仍保持较高水平；长期债务资本化比率分别为 58.72%、47.03%和 53.64%，波动下降。截至 2019 年底，金辉控股全部债务 490.71 亿元，较 2018 年底增长 13.68%。其中，短期债务占比 39.14%。截至 2019 年底，金辉控股短期债务 192.05 亿元，较上年底下降 17.76%；长期债务

298.66 亿元，较上年底增长 50.72%。

截至 2020 年 6 月底，金辉控股负债总额 1389.05 亿元，较 2019 年底增长 8.55%。其中，流动负债占 73.08%。截至 2020 年 6 月底，金辉控股合约负债 632.79 亿元，较 2019 年底增幅 11.63%，主要系业务规模扩大所致；金辉控股长期优先票据 55.76 亿元，较上年底增长 226.86%，2020 年主要发行了“2022 年票据”和“2023 年票据”，合计 39.44 亿元；金辉控股长期借款 238.15 亿元，较上年底增长 22.34%；金辉控股长期公司债券 17.72 亿元，较上年底下降 66.35%，主要系一年内到期部分转入短期公司债券所致，金辉控股短期公司债券金额为 78.32 亿元，较上年底增长 94.05%。2020 年，金辉控股完成发行本金额为人民币 5 亿元的四年公司债券“20 金辉 01”。截至 2020 年 6 月底，金辉控股须于一年内偿还的债券合计 78.32 亿元；须于二至四年内偿还的债券合计 17.72 亿元，短期偿债压力较大。

截至 2020 年 6 月底，金辉控股全部债务为 551.70 亿元，较 2019 年底增长 12.43%。其中，短期债务占比 37.43%。截至 2020 年 6 月底，金辉控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 85.31%、69.75%和 59.06%。总体看，金辉控股债务负担较重。

（D）盈利能力

金辉控股营业收入不断增长，期间费用率波动下降；公允价值变动损益对金辉控股利润影响较大。

2017—2019 年，金辉控股收益持续增长，年均复合增长 48.48%。2019 年，金辉控股实现收益 259.63 亿元，同比增长 62.56%，主要系当期销售房屋大量交房结转所致。

2017—2019 年，金辉控股期间费用总额持续增长，年均复合增长 28.01%，期间费用率分别为 11.68%、11.81%和 8.68%。2019 年，金辉控股期间费用总额 22.54 亿元。其中，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 34.22%、43.83%和 21.95%。

2017—2019 年，金辉控股除税前溢利分别为 34.69 亿元、36.50 亿元和 45.69 亿元。投资性房地产公允价值变动收益分别占金辉控股当期除税前溢利的 9.16%、16.89%和 10.53%，对金辉控股营业利润贡献较大，资产处置收益和营业外收入对利润影响较小。

2017—2019 年，金辉控股总资本收益率和净资产收益率均波动下降。2019 年，金辉控股上述两项指标分别为 3.82%与 12.58%。

2019 年，金辉控股实现营业收入 259.63 亿元，除税前溢利 45.69 亿元。2020 年 1—6 月，金辉控股实现收益 111.53 亿元，除税前溢利 17.88 亿元。

(E) 现金流

金辉控股经营活动现金流净额波动较大，投资活动现金流净流出有所下降，筹资活动现金流净额不断下降。金辉控股融资需求较大。

从经营活动来看，2017—2019 年，金辉控股经营活动现金流净额分别为-77.56 亿元、14.34 亿元和-56.97 亿元。

从投资活动来看，2017—2019 年，金辉控股投资活动现金流净额分别为-66.75 亿元、-15.45 亿元和-5.37 亿元。

2017—2019 年，金辉控股筹资活动前现金流分别为-144.31 亿元、-1.11 亿元和-62.34 亿元，融资需求较大。

从筹资活动来看，2017—2019 年，金辉控股筹资活动现金流净额分别为 131.91 亿元、64.87 亿元和 55.21 亿元。

2017—2019 年，金辉控股现金流净额分别为-12.40 亿元、63.77 亿元和-7.14 亿元。

2020 年 1—6 月，金辉控股经营活动净现金流、投资活动净现金流和筹资活动净现金流分别为-18.43 亿元、7.84 亿元和 46.76 亿元。

(F) 偿债能力

金辉控股偿债能力指标尚可，但考虑到金辉控股融资渠道较为畅通、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，金辉控股整体偿债能力

很强。

从短期偿债能力指标来看，2017—2019 年，金辉控股流动比率波动下降，速动比率逐年下降，主要系金辉控股加大销售力度、预收款项增加所致；从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，金辉控股流动比率由上年底的 127.03% 上升至 136.06%，速动比率由上年底的 36.94% 下降至 36.37%。流动资产对流动负债的保障程度较强。截至 2019 年底，金辉控股现金短期债务比由上年底的 0.61 倍上升至 0.70 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较弱。截至 2020 年 6 月底，金辉控股流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 140.39%、37.47%和 0.92 倍。整体看，金辉控股短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，金辉控股 EBITDA 为 51.49 亿元，同比增长 20.09%。从构成看，金辉控股 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 9.61%）和利润总额（占 88.74%）构成。2019 年，金辉控股 EBITDA 利息倍数由上年的 7.50 倍提高至 10.40 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；金辉控股全部债务/EBITDA 由上年的 10.07 倍下降至 9.53 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，金辉控股长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 6 月底，金辉控股重要子公司金辉集团获得银行授信总额为 839.08 亿元，已使用银行授信额度 356.72 亿元。金辉控股为港股上市公司，股票代码：09993.HK，金辉控股直接、间接融资渠道较为通畅。

截至 2020 年 6 月底，金辉控股重要子公司金辉集团对商品房承购人提供抵押借款担保金额约为 302.22 亿元；金辉集团对外担保规模对应的合同金额为 86.23 亿元（实际担保余额为 67.33 亿元），主要为对合作项目开发的担保，金辉控股承担合作开发项目出资份额比例的担保。

截至 2020 年 6 月底，金辉控股无超过 1000.00 万元且达到净资产 10%以上的重大未决诉讼。

（4）结论

金辉控股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、资产规模等方面具有较强的竞争优势。近年来，金辉控股经营稳健，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，联合资信也关注到金辉控股部分项目位于三、四线城市可能面临一定去化压力和减值风险，整体债务负担较重，短期债务规模大、存在偿付

压力以及受限资产规模较大等因素对金辉控股信用水平造成的不利影响。

金辉控股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，金辉控股经营状况将保持良好。

总体看，金辉控股主体信用风险很低。经联合资信综合评估，确定金辉控股的主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定。

六、其他参与机构尽职能力分析

1. 委托人/发起机构/资产服务机构

联捷保理业务规模尚小，但有较为完善的风险管理制度，应能履行作为本交易资产服务机构的职责，联合资信将对其作为资产服务机构的履职能力保持关注。

本交易的委托人/发起机构/资产服务机构为联捷保理。联捷保理成立于 2016 年 11 月，由深圳前海环融联易商业保理有限公司全资设立，注册资本 5.50 亿元人民币。其中，深圳前海环融联易商业保理有限公司是联易融数字科技集团有限公司（以下简称“联易融”）的全资子公司。截至 2020 年底，联易融持有联捷保理 100% 股权，联捷保理为其全资子公司。

截至 2020 年底，联捷保理资产总额为 36.17 亿元，所有者权益总额为 6.57 亿元。2020 年，联捷保理实现营业收入为 6.64 亿元，净利润 0.92 亿元。2020 年，联捷保理经营活动产生的现金流净额为 6.36 亿元。

截至 2021 年 3 月底，联捷保理资产总额为 21.99 亿元，所有者权益总额为 6.58 亿元。2020 年 1—3 月，联捷保理实现营业收入 1.08 亿元，净利润 18.46 万元。2020 年 1—3 月，联捷保理经营活动产生的现金流净额为 9.31 亿元。

风控方面，由于联捷保理的主营业务是基于核心企业信用的供应链上游应收账款融资业务，其主要风险体现在核心企业的信用风险以及业务本身的操作风险。信用风险方面，联捷

保理主要通过规范企业准入筛选标准、进行合规检查及实地调查、建立项目审批制度和审查委员会、贷后管理来防范。应对操作风险方面，联捷保理将操作风险进行分类和分等级，对应不同类别、等级的风险来指定操作细则，规范操作流程。

2. 资金保管机构

中国民生银行股份有限公司的公司治理较规范，财务状况优良，风控能力很强，托管经验丰富，本交易因资金保管机构引起的操作和履约风险极低。

本交易的资金保管机构为中国民生银行股份有限公司西安分行。中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）成立于 1996 年，是我国首家主要由非公有制企业入股的全国性股份制商业银行。2000 年 12 月，民生银行 A 股股票在上海证券交易所挂牌上市。2009 年 11 月，民生银行在香港联交所主板上市交易。截至 2020 年底，民生银行第一大股东为香港中央结算（代理人）有限公司，持股比例为 18.92%。

截至 2020 年底，民生银行资产总额为 69502.33 亿元，贷款和垫款总额为 38539.31 亿元，不良贷款率为 1.82%，不良贷款拨备覆盖率为 139.38%，拨贷比为 2.53%，资本充足率为 13.04%，一级资本充足率为 9.81%，核心一级资本充足率为 8.51%。2020 年民生银行实现营

业收入 1849.51 亿元，利润总额为 367.06 亿元。截至 2020 年底，民生银行资产托管规模（含各类资金监管业务）达到 10.65 万亿元，实现托管业务综合创利 60.87 亿元。

信用风险管理方面，民生银行由风险管理委员会对信用风险防范进行决策和统筹协调，主要通过采取专业化授信评审、集中质量监控、问题资产集中运营和清收等手段进行信用风险管理。

操作风险管理方面，民生银行根据操作风险的监管要求，推进操作风险管理三大工具在全行的落地实施，包括开展操作风险与控制自我评估，建立操作风险关键风险指标监测体系和操作风险损失数据管理体系；实施操作风险监管资本计量，健全外包风险管理，加速推进业务连续性体系建设；有计划有重点地排查业务经营领域风险。

3. 受托人

华润信托拥有稳健的财务实力、比较健全的风险内控制度以及较为丰富的资产证券化业务经验，本交易因受托人尽职能力或意愿而引发风险的可能性相对很小。

本交易的受托人是华润信托。华润信托前身是深圳国际信托投资有限责任公司，成立于 1982 年，2006 年加入华润集团。2016 年 6 月，经中国银行业监督管理委员会深圳银监局核准，华润信托以资本公积、盈余公积、未分配利润转增 33.70 亿元人民币注册资本，增资后华润信托实收资本由 26.30 亿元人民币增至 60

亿元人民币，2018 年 5 月，华润信托以未分配利润转增资本 50 亿元，增资后公司实收资本为 110 亿元。截至 2020 年底，华润金控投资有限公司持有华润信托 51% 股权，深圳市投资控股有限公司持有公司 49% 股权。

截至 2020 年底，华润信托信托资产总计 10237.04 亿元，信托权益 9976.90 亿元；合并资产总额 272.56 亿元，所有者权益 255.29 亿元。2020 年全年，华润信托实现信托项目营业收入 1010.25 亿元，信托利润 892.00 亿元；实现营业收入 39.76 亿元，净利润 27.51 亿元。

华润信托作为受托人，在银行间市场成功发行了多期信贷资产证券化产品，业务经验丰富。针对资产证券化业务，华润信托的风险控制具体采用事前预防、事中监控、事后稽核三种手段。通过对资产证券化涉及的风险因素进行充分研究，判断风险控制的关键点，同时通过制度建设控制、分散、防范风险，及时进行监察稽核和信息披露。针对信贷证券化业务可能出现的市场风险、信用风险、操作风险、法律风险等，华润信托通过研究业务控制、投资决策控制、岗位分离控制、空间分离控制、作业流程控制、信息披露控制、档案保管控制、信息技术系统控制、会计系统控制、保密控制和监察稽核控制实现信贷资产证券化业务的风险控制。此外，华润信托按照全流程风险管理的指导思想，建立了专业的覆盖信托业务全流程的信息管理系统；根据资产证券化业务运营及发展需要，专门制定了业务相关操作流程和风控制度。

七、法律风险分析

北京德恒律师事务所为本交易出具相关法律意见书。法律意见书表明：本项目的设立符合各项法律法规，各参与方均具备相应的法律资格，基础资产符合适用法律所规定的条件。

北京德恒律师事务所出具的法律意见书表明：发起机构系在中华人民共和国境内依法设

立并有效存续的具有独立法人资格的非金融企业，为交易商协会会员，历史沿革合法合规，不存在根据法律、法规、规范性文件及相应的公司章程需要予以终止的情形，具备《公司法》《银行间债券市场非金融企业债务融资工具管理办法》（中国人民银行令[2008]1 号）（以下简

称“《管理办法》”）及其配套文件等法律、法规和规范性法律文件的规定担任本项目发起机构的资质和权限，已取得本次发行所需的内部批准与授权，本项目在取得交易商协会出具的《接受注册通知书》后，可根据《资产支持票据指引》《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的规定完成发行。发行文件已按照《资产支持票据指引》《非金融企业资产支持票据公开发行注册文件表格体系》《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件的要求编制，内容符合交易商协会相关规则指引有关信息披露的规定，各交易文件一经合法有效签署即生效并对交易文件各方产生约束力。本项目的中介机构均具备《资产支持票据指引》《管理办法》及其配套文件等法律、法规和规范性文件要求的相关资质。本项目交易结构不存在损害发起机构股东、债权人利益的不当安排，并制定了自信托生效之日起符合《资产支持票据指引》、《管理办法》及其配套文件

等法律、法规和规范性文件要求的资金混同风险防范措施以及投资者保护机制，在本项目各参与方按照相关法律法规及交易文件的约定履行相应的权利和义务的情况下，可以对资产产生的现金流进行有效控制。本项目募集资金用途符合国家产业政策以及交易商协会相关规则指引的要求。本项目项下各交易以及本期资产支持票据在全国银行间债券市场发行，不违反《公司法》《民法典》《信托法》等法律法规的规定，符合《资产支持票据指引》《管理办法》及其配套文件等规则指引的规定。基础资产符合适用法律所规定的条件，且满足《主定义表》第（55）条约定的合格标准中除（d）项外的相关要求。基础资产转让行为合法有效。在满足《主定义表》第（55）条（d）项约定的合格标准及信托文件约定的设立前提后，本信托可依法、有效设立并由受托人根据适用法律规定和信托文件约定发行资产支持票据。

八、评级结论

联合资信通过对本交易所涉及的基础资产、交易结构、法律要素、有关参与方履约及操作风险等因素的综合考量，以及对本交易共同债务人金辉集团和金辉控股的偿债能力和偿债意愿的考虑，确定“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账

款资产支持票据”项下优先级票据的信用等级为 AA⁺_{sf}，次级票据未予评级。

上述优先级票据的评级结果反映了该票据预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或之前获得足额偿付的能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 金辉集团主要财务数据及指标（合并口径）

1. 企业概况

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 1755 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 20000 万元成为金辉有限新股东，其中 1904.54 万元计入注册资本，18095.46 万元计入资本公积，注册资本变更为人民币 47613.54 万元。此次变更后，金辉投资以货币形式出资 45709 万元，占注册资本的 96.00%；上海华月以货币形式出资 1904.54 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 名股东作为金辉集团的发起人股东，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，各发起人股东认股比例与原持股比例相同。

截至 2020 年底，金辉集团注册资本 18.00 亿元，其中金辉投资持有 96.00% 股份，是金辉集团的直接控股股东。金辉集团实际控制人为林定强。

金辉集团主要经营房地产开发与销售，辅以自持物业出租和其他业务。

截至 2020 年底，金辉集团本部设有运营管理中心、品牌营销管理中心、成本招采管理中心和工程管理中心等职能部门。

截至 2020 年底，金辉集团合并资产总额 1858.59 亿元，所有者权益 357.68 亿元（含少数股东权益 154.13 亿元）；2020 年，金辉集团实现营业收入 347.93 亿元，利润总额 49.21 亿元。

金辉集团注册地址：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。

2. 宏观经济与政策环境分析

（1）宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 8 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增

长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下

降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年末（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年末增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年末增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及

相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

（2）宏观政策环境和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。**中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向

绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

2. 行业分析

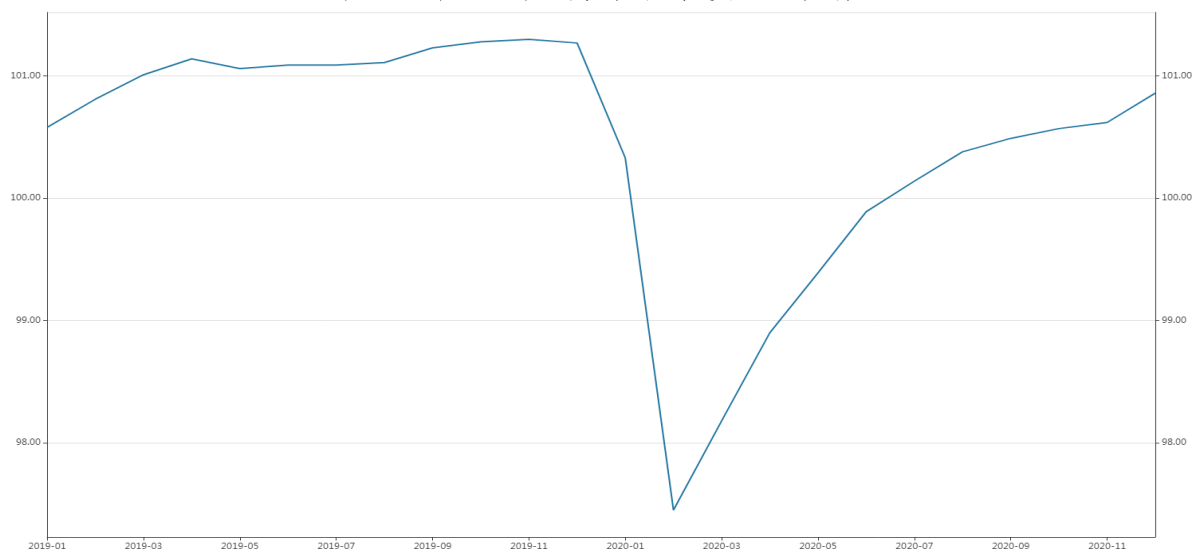
(1) 房地产行业概况

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

全国房地产市场景气度逐步回升。

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

图 2 2019 年—2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

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

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

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

（2）土地市场与信贷环境

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

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

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 9 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况

（单位：亿元、%）

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

资料来源：Wind，联合资信整理

(3) 政策环境

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

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

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

表10 2020年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年2月	央行	2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年5月	央行	央行发布《2020年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年5月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

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

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

表11 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金监测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

3. 宏观经济与政策环境分析

(1) 产权状况

截至 2020 年底，金辉集团注册资本 18.00 亿元，其中金辉投资持有 96.00% 股份，是金辉集团的直接控股股东。金辉集团实际控制人为林定强。

(2) 企业规模和竞争力

金辉集团拥有丰富的房地产项目开发经验，目前金辉集团已形成了丰富的产品线，并不断完善产品开发种类；金辉集团已形成较成熟的体系，拥有较高的品牌价值及行业影响力。

金辉集团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。截至 2020 年底，金辉集团业务重点覆盖中国长江三角洲、环渤海区域、华南区域、西南区域、华中区域和西北六大经济区域。

金辉集团拥有丰富的产品线，包括住宅、公寓、办公楼和综合体等。金辉集团坚持走精品化路线，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“2019 中国房地产 500 强测评”“2020 中国房地产 500 强测评”和“2021 中国房地产 500 强测评”中，金辉集团的排名分别为第 36 位、第 36 位和第 37 位，金辉集团拥有较高的品牌认可度。

(3) 人员素质

金辉集团高级管理人员具备多年的行业管理经验，金辉集团员工构成较合理，能够满足目前金辉集团经营需要。

截至 2020 年底，金辉集团共有董事会成员 5 人，其中董事长 1 人、董事 4 人；监事会成员 3 人；高级管理人员 6 人。金辉集团核心管理团队多数从事相关业务和管理工作多年，行业经验较丰富。

金辉集团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。林定强先生在中国房地产行业拥有 26 年的从业经验，于 1996 年 9 月创立公司；林定强先生自 2009 年 7 月起担任中国侨联委员会常务委员，自 2010 年 12 月起担任中国侨商联合会副会长，自 2013 年 3 月起担任全国政协委员，自 2015 年 12 月起担任中国华侨公益基金会副会长。

截至 2020 年底，金辉集团员工总数 3794 人。从职务上看，管理人员占员工总数的 0.95%，营销人员占员工总数的 38.59%，工程、设计研发、成本管理人员占员工总数的 29.12%，人力、行政及客户服务人员占员工总数 9.94%，财务资金人员占员工总数 9.46%，投资拓展、运营人员占员工总数的 8.15%，商业物业管理及其他人员占员工总数的 3.79%；从学历上看，研究生及以上学历占员工总数的 7.54%，大学本科学历占员工总数的 55.80%，大学专科学历占员工总数的 28.73%，大专以下学历占员工总数的 7.93%。

(4) 企业信用记录

根据金辉集团过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，金辉集团无逾期或违约记录，履约情况良好。

根据中国人民银行出具的企业征信报告（统一社会信用代码：91350000611335221C），截至 2021 年 3 月 3 日，金辉集团本部共在 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，发生时间在 2004—2005 年，主要系国家对房地产行业进行宏观调控，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。

4. 宏观经济与政策环境分析

(1) 法人治理结构

金辉集团法人治理结构较为完善，实际运行情况良好。

金辉集团依据《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。金辉集团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。

金辉集团董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 名。金辉集团董事由股东大会选举或更换，每届任期三年，可连选连任。金辉集团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。

金辉集团设监事会，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。金辉集团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。

金辉集团设总经理 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金辉集团的生产、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、组织实施金辉集团年度经营计划和投资方案；拟定金辉集团内部管理机构设置方案等。

（2）管理水平

作为民营企业，金辉集团部门设置齐全，内部管理制度较健全。

截至 2020 年底，金辉集团本部设有运营管理中心、品牌营销管理中心、成本招采管理中

心、工程管理中心等职能部门，各个部门分工明确，职责清晰。同时，金辉集团在工程管理、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，金辉集团制定了《财务管理制度》等规定，各岗位的职责权限予以明确，并规范财务业务流程。金辉集团根据《内部会计控制制度》等制度的要求，结合金辉集团的具体情况，将各不相容职位相分离，形成相互制衡机制。

在销售管理方面，金辉集团通过《关于完善备案合同招投标手续的通知》《金辉集团销售收款管理规范（试行）》等管理规范与制度，建立了较为完善的采购和销售管理流程指引，对成本管控、采购业务规范、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。

对子公司的管理方面，金辉集团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，结合金辉集团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，金辉集团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。金辉集团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。

对外投资的管理控制方面，金辉集团为规范投资决策程序，建立系统完善的投资决策机制，确保决策的科学、规范，有效防范各种风险，保障公司和股东的利益，根据《公司法》和《公司章程》等文件，建立了《金辉集团股份有限公司对外投资管理制度》。

在对外担保方面，金辉集团根据《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，结合金辉集团的实际情况，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。

5. 经营分析

(1) 经营概况

金辉集团主营业务主要为房地产销售，各业务板块结构较稳定，营业收入呈持续增长态势；受结转项目品类以及限价项目结转等影响，金辉集团房地产销售毛利率波动下降。

金辉集团主要从事房地产开发及销售。2018—2020 年，金辉集团主营业务收入占比逐年提高，持续保持在 98%以上，主营业务突出且稳定。

从收入结构来看，金辉集团业务主要包括房地产开发销售、物业管理、租赁等，其中房地产开发销售为金辉集团最主要收入来源。2018—2020 年，金辉集团房地产销售收入逐年增长，主要系金辉集团竣工面积逐年增加，结转规模持续增长所致。2018—2020 年，房地产

销售收入在营业收入中占比均在 90.00%以上且持续增长。金辉集团物业管理业务已于 2019 年底剥离，不再从事物业管理业务。2018—2020 年，金辉集团出租收入波动增长，由于物业规模扩大及租金增长，2019 年金辉集团出租收入 3.56 亿元，同比增长 26.24%；受新冠肺炎疫情影响，2020 年初金辉集团给予商户短暂免租期，2020 年实现出租收入 3.45 亿元，同比小幅下降。

从毛利率情况来看，2018—2020 年，金辉集团房地产销售毛利率波动下降，2019 年，毛利率大幅下滑主要系结转上海和南京等地区政府限价项目占比较高所致。2018—2020 年，金辉集团租赁业务毛利率均为 100.00%，主要系金辉集团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。2018—2019 年，金辉集团物业管理毛利率基本保持稳定。综合以上，2018—2020 年金辉集团综合毛利率呈波动下降态势。

表 12 金辉集团营业收入情况

(单位：亿元、%)

业务分类	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务收入	158.35	98.43	32.58	256.83	99.36	23.74	346.13	99.48	24.03
房地产销售收入	151.05	93.89	31.82	248.41	96.10	22.85	342.69	98.49	23.26
物业管理收入	4.49	2.79	15.81	4.86	1.88	13.58	--	--	--
出租收入	2.82	1.75	100.00	3.56	1.38	100.00	3.45	0.99	100.00
其他业务	2.53	1.57	88.78	1.66	0.64	94.67	1.79	0.52	94.79
合计	160.87	100.00	33.46	258.49	100.00	24.20	347.93	100.00	24.39

注：数据尾差系四舍五入所致

资料来源：金辉集团提供

(2) 房地产开发业务

金辉集团房地产开发过程的主要阶段包括选址、获取土地、融资、项目设计、采购及建设、质量控制、销售、交付及售后客户服务等，其中获取土地、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。

金辉集团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），其中土地成本、前期费用和建安成本占比较高。金辉集团采取多种措施以控制成本。首先，金辉集团通过深入战略分析，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，金辉集团严控前期设计，通过标准化的评审，控制公司的建安成本；最后，金辉集团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。

(A) 土地储备情况

金辉集团获取土地储备的方式以招拍挂为主，并结合股权收并购；金辉集团土地储备主要分布在二线城市及周边三线城市；综合考虑金辉集团在建以及拟建建筑面积，现有土地储备规模尚可。

从土地储备策略来看，金辉集团坚持“全国布局、区域聚焦、城市领先”的战略，着重布局苏州、南京、合肥、重庆、成都、西安、福州等二线核心城市和区域中心城市。金辉集团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，金辉集团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，招拍挂是金辉集团目前获取土地的主要方式。合作拿地方式看，金辉集团目前的合作方主要包括金科地产集团股份有限公司、正荣集团有限公司、弘阳集团有限公司、中国金茂（集团）有限公司等。

从土地获取情况来看，2018—2020 年，金辉集团新增土地储备建筑面积波动下降，新增土地投资额波动增长。2018 年，金辉集团通过招拍挂方式取得武汉、郑州、镇江和合肥的土地，通过收购方式取得位于西安的土地；新增土地平均楼面价为 2841.67 元/平方米。2019 年，金辉集团通过招拍挂拿地，地块主要位于武汉、

绍兴、福州、重庆、廊坊、长沙、天津和西安等地，其中武汉、廊坊和苏州楼面价相对偏高，带动新增土地平均楼面价大幅增长。2020 年，金辉集团拿地规模有所收缩，拿地区域主要位于重庆、淮安、宁波、无锡、绍兴、苏州、惠州、佛山和连云港等城市；其中重庆、苏州和无锡等地楼面均价偏高。

表 13 金辉集团新增项目情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新获取项目（个）	20	39	35
新增土地储备建筑面积（万平方米）	727.73	853.50	578.57
新增土地投资额（亿元）	174.40	280.73	207.32
新增土地平均楼面价（元/平方米）	2841.67	4632.36	5618.48

注：统计口径为金辉集团纳入合并报表范围项目的口径；新增土地平均楼面价=新增土地投资额/新增计容面积

资料来源：金辉集团提供，联合资信整理

截至 2020 年底，金辉集团计入土地储备的拟建项目总建筑面积为 599.62 万平方米，土地获取方式以招拍挂为主，有少量的并购项目。从区域分布来看，金辉集团拟建项目的土地储备主要位于重庆、武汉、惠州、连云港和淮安等二线及二线周边的三线城市。综合考虑金辉集团拟建项目以及期末在建面积，相较 2020 年开发进度，现有项目储备规模尚可，但仍存在一定补库存需求，后续项目融资规模面临不确定性。

表 14 截至 2020 年底金辉集团拟建项目土地储备情况

（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目名称	项目所在城市	拟建面积	计容建筑面积	楼面价	获取方式	土地获取金额
五期二标	重庆	7.12	7.12	185.53	并购	0.13
滨江综合	重庆	1.85	0.50	10058.37	招拍挂	0.50
湖山云著二期	梁平	15.07	10.78	3136.21	招拍挂	3.38
瑞华温江南江路项目	成都	11.79	8.30	7589.97	招拍挂	6.30
武汉江山云著	武汉	96.56	66.91	4220.06	招拍挂	28.24
新站 06 地块	合肥	16.59	12.39	7342.50	招拍挂	9.09
优步东郡	淮安	14.70	11.34	2644.07	招拍挂	3.00
优步书苑	淮安	11.46	8.79	2881.64	招拍挂	2.53
LTC2020-19 号地块	连云港	10.10	6.96	8993.65	招拍挂	6.26
金辉城-商业部分	盐城	10.14	7.81	1409.89	招拍挂	1.10
优步大道	西安	81.23	60.58	609.13	招拍挂	3.69

西安金辉天宇栢丽广场	西安	29.30	18.13	2625.24	并购	4.76
金辉优步学府	泉州	9.65	7.80	4283.56	招拍挂	3.34
南庄项目 100 亩	佛山	23.94	18.60	8436.02	招拍挂	15.69
高岭二期	惠州	32.56	24.01	3041.49	并购	7.30
塘房 3.9 万方	惠州	17.34	12.59	4188.00	招拍挂	5.27
官山 4.3 万方	惠州	14.89	10.88	4067.20	招拍挂	4.42
扬州江都 G11 地块	扬州	9.56	6.94	4467.35	招拍挂	3.10
南通项目	南通	9.68	6.85	7430.00	招拍挂	5.09
猴嘴地块 A	连云港	52.60	38.16	1467.36	招拍挂	5.60
猴嘴地块 B	连云港	11.19	8.64	1822.03	招拍挂	1.57
猴嘴地块 C	连云港	25.66	18.61	1504.86	招拍挂	2.80
猴嘴地块 D	连云港	18.13	13.07	1499.92	招拍挂	1.96
猴嘴地块 E	连云港	14.83	13.03	828.55	招拍挂	1.08
淮阴区孙大泓北 11#地块	淮安	18.44	14.23	2324.25	招拍挂	3.31
淮阴区孙大泓北 12#地块	淮安	18.37	14.21	2333.86	招拍挂	3.32
淮阴区孙大泓北 13#地块	淮安	16.87	13.05	2343.39	招拍挂	3.06
合计	--	599.62	440.28	3086.44	--	135.89

注：统计口径为金辉集团纳入合并报表范围项目的口径；

资料来源：金辉集团提供，联合资信整理

（B）项目开发建设

金辉集团在建项目主要位于二三线城市，近年来项目开发力度较大，在建项目较多，尚需投资规模较大；金辉集团存在一定的资本支出压力。

金辉集团采用总公司、区域公司、城市公司三层管理架构，房地产业务的具体实施由各子公司承担，金辉集团本部负责项目在投资、设计、施工、销售等关键环节的把控。

金辉集团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。每年年初金辉集团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；金辉集团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。金辉集团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 个月实现开工，8 个月达到预售状态。

从金辉集团房地产开发建设情况来看，金辉集团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，改善型为辅。2019 年，金辉集团新开工面积下降幅度较大，主要系公司项目处于持续的开发建设过程中，2018 年的新开工面积大部分在 2019 年仍处于施工状态所致；2020 年新开工面积大幅增长，主要系由于 2019 年拿地规模增加集中开工所致。近三年，金辉集团竣工面积逐年增长。受上述因素影响，金辉集团期末在建面积呈逐年增长态势。

表 15 金辉集团项目开发情况

（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	691.14	361.48	649.54
竣工面积	156.60	239.62	382.80
期末在建面积	1123.35	1227.93	1433.90

注：上表数据为金辉集团纳入合并报表范围项目的口径；由于项目开发建设过程中可能存在中途并表或出表情况，故不满足上期期末在建面积+本期新开工面积-竣工面积=本期期末在建面积的勾稽关系

资料来源：金辉集团提供

截至 2020 年底，金辉集团在建项目 88 个（在建项目详细情况见附件 1-2），从项目未完成投资额看，主要分布于西安（占 30.73%）、泉州（占 8.67%）、武汉（占 5.68%）等二三线城市，布局相对分散。截至 2020 年底，金辉集团在建项目计划总投资 1574.05 亿元，已完成

投资 1070.14 亿元，尚需投资 503.91 亿元，综合考虑到金辉集团拟建项目的逐步开工以及未来新增土地储备的投资需求，未来面临一定资金支出压力。

（C）项目销售情况

近年来，金辉集团销售情况良好，销售规模呈快速增长态势；金辉集团房地产项目整体去化水平良好，但考虑到金辉集团尚余可售项目中部分位于二线郊区以及三四线城市，部分城市面临一定去化压力。

从销售模式来看，金辉集团目前主要采用自主销售方式，由金辉集团的品牌营销管理中心负责对项目公司的销售情况进行日常管控。金辉集团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，金辉集团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），项目开盘前金辉集团召开价格评审会（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，金辉集团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。金辉集团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。

从金辉集团近期的销售情况来看，2018—2020 年，随着市场情况较好以及公司经营规模快速扩张，金辉集团签约销售面积与签约销售

金额呈快速增长态势；2020 年，签约销售金额同比增长 21.05%。随着已售项目陆续竣工并交房，金辉集团结转收入面积及结转收入均呈快速增长态势。

表 16 金辉集团房地产销售情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积（万平方米）	458.67	582.64	692.04
签约销售均价（元/平方米）	13582.75	13782.10	14045.58
签约销售金额（亿元）	623.00	803.00	972.01
结转收入面积（万平方米）	139.73	200.19	296.32

注：签约销售面积、签约销售金额和签约销售均价为全口径数据，结转收入面积和结转收入为并表口径数据

资料来源：金辉集团提供

从金辉集团在售的项目和库存来看（见附件 1-3），截至 2020 年底，金辉集团在售项目总可售面积为 2471.54 万平方米，其中尚未取得预售证的可售面积为 905.24 万平方米，可售面积较为充足；累计已取得预售证的面积为 1566.30 万平方米，已销售面积为 1324.04 万平方米，去化率为 84.53%。从区位布局来看，截至 2020 年底，金辉集团在售项目尚未取得预售证面积中，三四线城市占比为 27.00%；剩余部分主要位于重庆、武汉、长沙、合肥、天津、石家庄、西安、福州、佛山、惠州、苏州、上海等地。综合来看，金辉集团去化情况良好，考虑到金辉集团尚余可售项目中部分位于二线郊区以及三四线城市，部分城市仍面临一定去化压力。

（3）其他业务

金辉集团自持商业物业出租率较高，未来随着拟建项目落成，金辉集团出租业务收入有望持续扩大。

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，金辉集团作为投资性物业而长期持有。截至 2020 年底，金辉集团主要的已开业持有型物业 20 处，合计建筑面积为 62.97 万平方米，主要包括北京金辉大厦、福州金辉大厦、重庆金辉广场和西安金辉大厦等。2018—2020 年，金辉集团自持物业整体平稳发展，租金收入波动增长。2020 年，

受年初新冠肺炎疫情的影响，金辉集团提供给商户免租期，租金收入较上年小幅下降，但出租率仍保持较高水平。重庆金辉广场出租率偏低，主要由于金辉集团为了提高公司写字楼的品质，进行升级改造，清退部分零散的租户，正在寻求较大承租方入驻；西安金辉大厦 2020

年受疫情影响，部分商户退租，导致租金收入小幅下降。2018 年，金辉集团西安金辉广场一二期项目投入运营；2019 年，金辉集团新增苏州浅湾商业中心项目投入运营；2020 年，金辉集团新增西安创智大厦项目投入运营。

表 17 金辉集团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	2018 年		2019 年		2020 年	
		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	102974.99	18471.81	100.00	21469.62	96.29	20463.01	99.46
福州金辉大厦	16759.80	292.86	100.00	300.00	100.00	200.00	100.00
重庆金辉广场	120845.79	2715.41	60.99	3131.43	61.30	3009.18	62.60
西安金辉大厦	48685.33	2314.50	90.72	2207.49	90.26	2102.66	88.95
西安馨苑幼儿园	3641.02	35.24	100.00	37.14	100.00	37.14	100.00
西安馨苑会所	7166.89	37.62	100.00	38.10	100.00	38.10	100.00
西安融侨城幼儿园	3506.41	34.29	100.00	34.29	100.00	34.29	100.00
西安曲江观邸幼儿园	2914.55	26.67	100.00	26.67	100.00	27.38	100.00
重庆金辉城四期三标	72854.25	908.33	82.55	1232.70	88.80	1149.89	88.10
重庆凤临州南坪实验幼儿园	3412.04	36.84	100.00	49.39	100.00	83.25	100.00
重庆金辉城二期 B 区幼儿园	2020.08	31.02	100.00	30.33	100.00	33.51	100.00
重庆云满庭 B 区会所	1527.59	3.90	100.00	15.33	100.00	12.98	100.00
重庆云满庭 B 区幼儿园	1730.87	47.80	100.00	45.50	100.00	31.32	100.00
重庆诺丁阳光一期幼儿园	826.95	6.90	100.00	7.06	100.00	8.19	100.00
重庆诺丁阳光二期幼儿园	1019.93	7.30	100.00	7.36	100.00	10.45	100.00
西安金辉环球广场二期	124336.36	1221.78	98.80	2792.88	98.78	2763.13	95.80
西安金辉环球广场一期	27905.15	1098.89	100.00	1871.18	100.00	1812.15	100.00
上海临港商业广场	30621.70	587.34	100.00	1051.70	100.00	1033.61	100.00
苏州浅湾商业中心	36464.14	--	--	101.90	100.00	427.24	100.00
西安创智大厦	20496.73	--	--	--	--	402.97	100.00
合计	629710.57	27878.50	--	34450.07	--	33680.45	--

注：统计口径为金辉集团纳入合并报表范围项目的口径

资料来源：金辉集团提供

截至 2020 年底，金辉集团持有的拟建商业物业项目 1 处，为重庆金辉城项目，规划建筑面积合计 6.95 万平方米，尚需完成投资 5.00 亿元，该项目预计于 2024 年开业。

表 18 截至 2020 年底拟建商业物业情况

(单位：平方米、亿元)

项目名称	规划建筑面积	预计开工时间	拟投资额	尚未完成投资额	预计开业时间
重庆金辉城五期 1#楼	69529.51	2022.1	5.67	5.00	2024 年

注：统计口径为金辉集团纳入合并报表范围项目的口径

资料来源：金辉集团提供

(4) 经营效率

金辉集团相关资产周转率指标处于较低水平。金辉集团预收款项规模较大，未来随着营业收入和营业成本结转，预计相关指标将得以改善。

2018—2020 年，金辉集团存货周转次数和总资产周转次数均呈持续增长态势，存货周转次数分别为 0.17 次、0.23 次和 0.25 次，总资产周转次数分别为 0.15 次、0.19 次和 0.21 次，金辉集团经营效率持续提高。

从同行业上市公司比较情况看，金辉集团

相关指标处较低水平，具体数据如表 14 所示。金辉集团预收款项规模较大，未来随着营业收入和营业成本结转，相关周转率指标预计将得以改善。

表 19 房地产开发类上市公司经营效率指标对比情况

(单位: 次)

证券简称	数据期	存货周转率	总资产周转率
金科地产	2019 年底	0.26	0.25
上实发展	2019 年底	0.25	0.23
荣盛发展	2019 年底	0.33	0.29
金辉集团	2019 年底	0.23	0.19
	2020 年底	0.25	0.21

注：本表对比公司的数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异。
资料来源：Wind

(5) 未来发展

金辉集团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，能够保证未来几年金辉集团的健康发展。

未来金辉集团将坚持“全国布局、区域聚焦、城市领先”战略，继续布局北京、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，通过不断补充优质土地储备，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，金辉集团将通过合作经营、兼并收购等多种方式获取土地，有效增强金辉集团在深耕城市的影响力。

在产品选择方面，金辉集团将以住宅地产销售为主，以商业地产销售和战略性持有型物业出租经营为有益补充，合理规划和住宅地产、商业地产（含持有型物业）。金辉集团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金辉集团整体业务发展的平衡性，增强金辉集团抵御行业周期和经济波动的能力。

在发展速度方面，金辉集团将采取稳健增

长策略。金辉集团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。

6. 财务分析

(1) 财务概况

金辉集团提供了 2018—2020 年审计报告，其中 2018 年审计报告经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019—2020 年审计报告经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均被出具了标准无保留意见的审计报告。金辉集团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。2018—2020 年，金辉集团合并范围发生一定变化，但由于大部分是增加和减少的房地产项目公司，金辉集团财务数据可比性较好。

截至 2020 年底，金辉集团合并资产总额 1858.59 亿元，所有者权益 357.68 亿元（含少数股东权益 154.13 亿元）；2020 年，金辉集团实现营业收入 347.93 亿元，利润总额 49.21 亿元。

(2) 资产质量

金辉集团资产规模增长较快，资产结构以流动资产为主；流动资产中现金类资产和存货规模较大，受政府限价影响，金辉集团部分存货存在一定减值风险；非流动资产以投资性房地产和长期股权投资为主，2020 年长期股权投资规模大幅增加；金辉集团资产受限比率较大，整体资产质量较好。

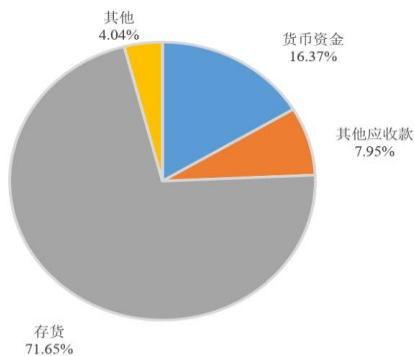
2018—2020 年末，金辉集团资产规模持续增长，年均复合增长 22.71%。截至 2020 年底，金辉集团合并资产总额 1858.59 亿元，较上年底增长 24.20%，主要系货币资金和存货的增加带动流动资产增加所致。其中，流动资产占 87.36%，非流动资产占 12.64%。金辉集团资产以流动资产为主。

(A) 流动资产

2018—2020 年末，金辉集团流动资产规模

持续增长，年均复合增长 23.77%。截至 2020 年底，金辉集团流动资产 1623.63 亿元，较上年底增长 24.69%，主要系存货和货币资金增加所致。金辉集团流动资产主要由货币资金（占 16.37%）、其他应收款（占 7.95%）和存货（占 71.65%）构成。

图 3 截至 2020 年底金辉集团流动资产构成情况



资料来源：金辉集团审计报告

2018—2020 年末，金辉集团货币资金波动增长，年均复合增长 34.89%。截至 2019 年底，金辉集团货币资金 133.83 亿元，较 2018 年底下降 8.36%，主要系当年土地投资规模增大所致；截至 2020 年底，金辉集团货币资金 265.74 亿元，较 2019 年底增长 98.57%，主要系销售现金回流以及融资产生的现金增加所致。金辉集团货币资金主要包括银行存款（占 97.43%）和其他货币资金（占 2.57%），其他货币资金中不能用于支付的货币资金为 4.48 亿元。

2018—2020 年末，金辉集团其他应收款波动增长，年均复合增长 3.52%，主要是由金辉集团为合营、联营企业按照持股比例提供股东借款构成，其他股东亦均按照各自持股比例向合联营项目公司提供股东借款。截至 2019 年底，金辉集团其他应收款账面价值 109.23 亿元，较 2018 年底下降 9.27%，主要系押金和保证金减少所致；截至 2020 年底，金辉集团其他应收款账面价值 129.02 亿元，较 2019 年底增长 18.12%，主要系子公司少数股东款项、押金和保证金有所增加所致。从构成来看，截至 2020 年底，金辉集团其他应收款主要由应收关联方

往来款（占 55.78%）、押金和保证金（占 20.78%）和子公司少数股东款项（占 19.73%）构成，对其他应收款计提坏账准备余额为 0.49 亿元，计提比例为 0.38%，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 41.67%，集中度偏高。

表 20 截至 2020 年底金辉集团其他应收款期末余额前五名单位情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项的性质	期末余额	账龄	占比	坏账准备
福州金辉融欣房地产有限公司	关联往来	1.86	1年以内	13.46	--
		15.58	1~2年		
郑州金辉兴业房地产开发有限公司	关联方往来	15.78	1年以内	12.19	--
佛山市启辉房地产有限公司	关联方往来	8.97	1~2年	6.93	--
苏州正润房地产开发有限公司	关联方往来	6.99	1年以内	5.39	--
淮安市自然资源和规划局	押金和保证金	4.79	1年以内	3.70	--
合计	--	53.97	--	41.67	--

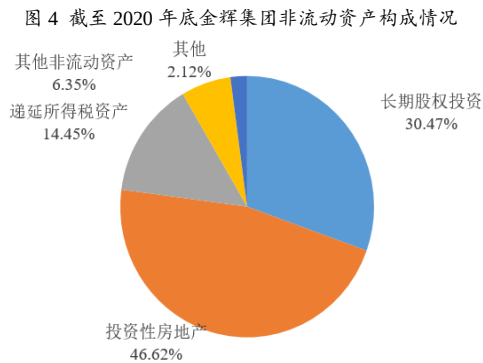
资料来源：金辉集团审计报告

2018—2020 年末，金辉集团存货规模持续增长，年均复合增长 24.92%。截至 2020 年底，金辉集团存货账面价值 1163.35 亿元，较上年底增长 20.85%，主要系金辉集团拓展土地储备所致。2020 年，金辉集团新增项目较多，主要位于佛山、福清、淮安、惠州、绍兴、无锡、重庆等地，其中金额较大的项目包括佛山禅辉地产-南庄 100 亩、绍兴越辉置业-璟樾云著府、无锡云辉地产-熙东铭筑等。金辉集团存货主要由开发成本（占 87.39%）和开发产品（占 12.60%）构成；期末存货跌价准备余额 7.69 亿元，较上年底变化不大，主要是针对车位部分计提的减值准备；此外，由于武汉、佛山等城市限价导致个别项目可变现价值低于账面价值。

（B）非流动资产

2018—2020 年末，金辉集团非流动资产规模持续增长，年均复合增长 16.04%。截至 2020 年底，金辉集团非流动资产 234.96 亿元，较上

年底增长 20.92%，主要系长期股权投资增加所致。金辉集团非流动资产主要由长期股权投资（占 30.47%）、投资性房地产（占 46.62%）、递延所得税资产（占 14.45%）和其他非流动资产（占 6.35%）构成。



资料来源：金辉集团审计报告

2018—2020 年末，金辉集团长期股权投资持续增长，年均复合增长 53.91%。截至 2020 年底，金辉集团长期股权投资 71.58 亿元，较上年底增长 97.17%，主要系新增及追加联营公司投资 30.17 亿元所致，投资金额较大的项目包括江西悦著实业有限公司（新增投资金额 11.27 亿元）、上海怡谦企业管理有限公司（新增投资金额 7.50 亿元）和杭州鑫建辉实业有限公司（追加投资金额 5.10 亿元）。

金辉集团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。2018—2020 年末，金辉集团投资性房地产持续增长，年均复合增长 4.05%。截至 2020 年底，金辉集团投资性房地产 109.53 亿元，较上年底增长 4.25%，主要系公允价值增加所致。2018—2020 年，计入当期损益的公允价值变动分别为 5.75 亿元、0.18 亿元和 4.37 亿元，金辉集团投资性房地产公允价值受租金水平及当地楼宇价格波动影响大。

表 21 截至 2020 年底前五物业增值情况

（单位：亿元）

项目	入账成本	评估值	增值率
北望金辉大厦	16.50	50.64	206.95%
重庆金辉广场	4.62	11.66	152.33%

西安金辉环球广场二期	6.86	10.08	46.79%
重庆金辉城四期三标	3.53	7.07	100.32%
重庆金辉城五期 1#楼	0.82	6.64	709.04%
合计	32.33	86.08	166.26%

资料来源：金辉集团提供

2018—2020 年末，金辉集团其他非流动资产波动下降，年均复合下降 1.45%。截至 2020 年底，金辉集团其他非流动资产 14.91 亿元，较上年底下降 11.82%，主要系理财产品减少所致。金辉集团其他非流动资产由预付投资款（占 94.05%）和理财产品（占 5.95%）构成。

截至 2020 年底，金辉集团使用权受到限制的资产合计 657.06 亿元，占金辉集团资产总额的 35.35%，受限比例较高，如下表所示。

表 22 截至 2020 年底金辉集团使用权受到限制的资产情况
（单位：亿元）

项目	受限规模	受限原因
货币资金	4.48	保证金
存货	542.83	借款抵押
长期股权投资	27.47	借款抵押
固定资产	0.48	借款抵押、债券抵押
无形资产	0.25	借款抵押、债券抵押
投资性房地产	81.55	借款抵押、债券抵押
合计	657.06	--

注：金辉集团货币资金受限规模未包含房屋预售监管资金

资料来源：金辉集团审计报告

（3）资本结构

（A）所有者权益

金辉集团所有者权益规模快速增长；未分配利润占比较高，2020 年金辉集团少数股东权益增长快。

2018—2020 年末，金辉集团所有者权益规模逐年增长，年均复合增长 41.16%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。截至 2020 年底，金辉集团所有者权益 357.68 亿元，较上年底增长 70.31%，主要由于合作开发增加导致少数股东权益增加。其中，归属于母公司所有者权益占比为 56.91%，少数股东权益占比为 43.09%。在所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 5.03%、3.48%、0.78%和 47.37%。

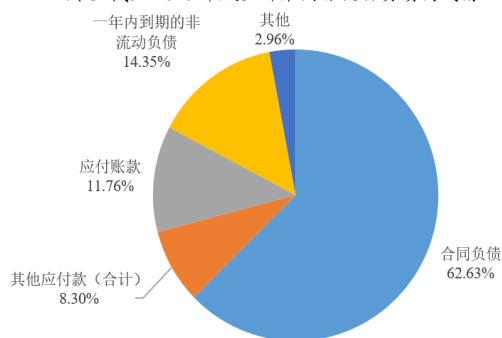
（B）负债

金辉集团负债规模持续扩大，负债结构以流动负债为主；有息债务方面，金辉集团全部债务规模持续增长，受益于少数股东权益增加，债务负担指标有所下降，但债务负担仍相对较重，短期债务规模较大，面临一定的短期偿付压力。

2018—2020 年末，金辉集团负债规模持续增长，年均复合增长 19.29%。截至 2020 年底，金辉集团负债总额 1500.91 亿元，较上年底增长 16.67%，主要系金辉集团签约销售增加带动预收购房款增加所致。其中，流动负债占 72.33%，非流动负债占 27.67%，金辉集团负债结构中流动负债占比较高。

2018—2020 年末，金辉集团流动负债持续增长，年均复合增长 19.86%。截至 2020 年底，金辉集团流动负债 1085.66 亿元，较上年底增长 15.54%，主要系合同负债和应付账款增加所致。金辉集团流动负债主要由应付账款（占 11.76%）、其他应付款（合计）（占 8.30%）、一年内到期的非流动负债（占 14.35%）和合同负债（占 62.63%）构成。

图 5 截至 2020 年底金辉集团非流动负债构成情况



资料来源：金辉集团审计报告

2018—2020 年末，金辉集团应付账款持续增长，年均复合增长 48.23%。截至 2020 年底，金辉集团应付账款 127.62 亿元，较上年底增长 50.35%，主要系根据工程进度确认的应付账款增加所致。金辉集团应付账款主要由应付工程款（占 97.63%）构成。

受会计准则变更影响，金辉集团预收款项

部分调整计入合同负债，为增强可比性，现将上述科目合并分析。2017—2019 年末，金辉集团预收款项和合同负债合计规模逐年增长，年均复合增长 28.34%，主要由预收房款构成。截至 2020 年底，金辉集团预收款项和合同负债合计金额 680.41 亿元，较年初增长 21.17%，主要系地产项目销售规模持续扩大所致。

2018—2020 年末，金辉集团其他应付款（含应付利息）持续增长，年均复合增长 14.77%。截至 2019 年底，金辉集团其他应付款 84.71 亿元，较 2018 年底增长 33.03%，主要系关联方往来款大幅增长所致；截至 2020 年底，金辉集团其他应付款（含应付利息）90.09 亿元，较 2019 年底增长 0.03%，变化不大。从构成来看，截至 2020 年底，金辉集团其他应付款主要为应付关联方往来款（占 50.14%）、应付外部单位往来款（占 17.78%）和预提土地增值税（占 15.81%）。

2018—2020 年末，金辉集团一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 0.15%。截至 2019 年底，金辉集团一年内到期的非流动负债 130.20 亿元，较 2018 年底下降 16.17%，主要系当期新增一年内到期的规模相对较小以及相关借款偿还所致。截至 2020 年底，金辉集团一年内到期的非流动负债 155.78 亿元，较 2019 年底增长 19.64%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。其中，一年内到期的应付债券包括 2016 年公开发行的三期公司债券（证券代码分别为“136145.SH”“136331.SH”“135400.SH”，证券名称分别为“16 金辉 01”“16 金辉 02”“16 金辉 03”），合计金额 21.47 亿元；资产证券化产品（东兴铭著资产支持专项计划 A1 和东兴铭著资产支持专项计划 A2）合计金额 6.43 亿元；非公开发行 2018 年公司债（第一期）和非公开发行 2018 年公司债（第二期），合计金额 14.55 亿元以及 2019 年发行的美元债券折合人民币 16.14 亿元。

2018—2020 年末，金辉集团非流动负债持

续增长，年均复合增长 17.83%。截至 2020 年底，金辉集团非流动负债 415.26 亿元，较上年底增长 19.71%，主要系长期借款增加所致。金辉集团非流动负债主要由长期借款（占 62.29%）、应付债券（占 28.22%）和递延所得税负债（占 9.48%）构成。

2018—2020 年末，金辉集团长期借款持续增长，年均复合增长 26.93%。截至 2020 年底，金辉集团长期借款 258.68 亿元，较上年底增长 31.47%，主要系金辉集团经营规模持续扩大导致建设资金需求增加所致。

2018—2020 年末，金辉集团应付债券持续增长，年均复合增长 6.45%。截至 2020 年底，金辉集团应付债券 117.20 亿元，较上年底增长 4.24%。2020 年，金辉集团新增发行的应付债券包括“金辉资本投资美元债 2020（第一期）”，金额为 19.36 亿元；“金辉资本投资美元债 2020（第二期）”，金额为 16.14 亿元；“公开发行 2020 年公司债（第一期）”，金额为 6.47 亿元；“非公开发行 2020 年公司债（第一期）”，金额为 4.97 亿元；“公开发行 2020 年公司债（第二期）”，金额为 12.14 亿元。

有息债务方面，2018—2020 年末，金辉集团全部债务持续增长，年均复合增长 8.23%。截至 2020 年底，金辉集团全部债务 531.66 亿元，较上年底增长 10.38%。债务结构方面，短期债务占 29.30%，长期债务占 70.70%，以长期债务为主，但短期债务规模仍较大，面临一定的短期兑付压力。从融资渠道来看，银行借款占比较高。从债务指标看，2018—2020 年末，金辉集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率三年加权平均值分别为 83.26%、65.11%和 55.39%，金辉集团债务负担较重。

表 23 截至 2020 年底金辉集团有息债务期限分布情况

（单位：亿元）

期限	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	有息负债合计
1 年以内	155.78	--	--	155.78
1~3 年	--	226.75	72.95	299.69

3 年以上	--	31.93	44.26	76.19
合计	155.78	258.68	117.20	531.66

资料来源：金辉集团提供

（4）盈利能力

受益于前期销售房屋大量交付，金辉集团近年来营业收入快速增长，利润总额波动增长，营业利润率下滑；合作开发项目投资收益对金辉集团利润贡献有所增强。总体看，金辉集团盈利能力有所下降，但处于行业平均水平。

2018—2020 年，金辉集团营业收入逐年增长，年均复合增长 47.06%，2020 年，金辉集团实现营业收入 347.93 亿元，同比增长 34.60%，主要系前期销售房屋在本期大量交房结转所致。同期，金辉集团利润总额波动增长，年均复合增长 30.62%，2020 年，金辉集团实现利润总额 49.21 亿元，同比增长 84.33%，主要系主营业务收入增加所致。

期间费用方面，2018—2020 年，金辉集团费用总额持续增长，年均复合增长 11.18%。2020 年，金辉集团期间费用总额 24.15 亿元，同比增长 8.09%。从构成看，销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 46.42%、38.59%和 14.99%。2018—2020 年，金辉集团销售费用和管理费用均呈持续增长态势，主要系金辉集团签约销售金额大幅增长导致销售费用增长以及持续拓展地产项目导致相关管理费用增加所致。2018—2020 年，金辉集团财务费用持续下降，主要系按照会计准则计入资本化利息规模持续增加以及债务结构优化融资成本下降所致。

2018—2020 年，金辉集团公允价值变动收益波动下降，年均复合下降 12.78%，受投资物业增值波动影响，公允价值变动收益波动较大；2020 年，金辉集团公允价值变动收益为 4.37 亿元，占营业利润的 8.78%。2018—2020 年，投资收益分别为-0.86 亿元、6.21 亿元和 8.54 亿元，2018 年投资收益亏损主要系大多数合营及联营地产企业尚未结转所致。2018—2020 年，金辉集团资产减值损失分别为 0.39 亿元、-6.13 亿元

和-4.63 亿元，资产减值损失主要系计提存货跌价准备所致。

从盈利指标来看，2018—2020 年，金辉集团营业利润率分别为 27.59%、18.90%和 18.89%，逐年下降；总资本收益率分别为 4.37%、3.55%和 4.84%，波动上升；净资产收益率分别为 12.65%、9.81%和 10.78%，波动下降。

表 24 房地产开发类上市公司 2019 年盈利指标情况

(单位：%)

股票简称	数据期	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
金科地产	2019 年	28.84	22.46	3.22
上实发展	2019 年	33.74	7.61	3.96
荣盛发展	2019 年	30.08	24.49	5.75
金辉集团	2019 年	24.20	9.81	3.55
	2020 年	24.39	10.78	4.84

注：本表对比公司的数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异，金辉集团总资产报酬率数据采用报告中总资本收益率数据

资料来源：Wind

(5) 现金流

2018—2020 年，金辉集团经营活动现金流量净额存在较大波动，投资活动现金流总体呈现净流出，对筹资活动依赖程度较高。

表 20 金辉集团现金流量情况

(单位：亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	499.00	599.34	681.43
经营活动现金流出小计	469.50	652.03	651.15
经营现金流量净额	29.50	-52.69	30.28
投资活动现金流入小计	19.36	10.73	2.07
投资活动现金流出小计	48.59	8.78	36.43
投资活动现金流量净额	-29.22	1.95	-34.35
筹资活动前现金流量净额	0.28	-50.74	-4.07
筹资活动现金流入小计	320.44	355.74	460.38
筹资活动现金流出小计	232.39	309.98	333.59
筹资活动现金流量净额	88.06	45.76	126.80

资料来源：金辉集团审计报告

从经营活动来看，2018—2020 年，金辉集团经营活动现金流入在签约销售额持续增长的带动下持续增加，年均复合增长 16.86%；同期，金辉集团经营活动现金流出波动增长，年均复

合增长 17.77%，主要由于拿地投资的波动增加。受以上因素综合影响，2018—2020 年，金辉集团经营活动现金净额分别为 29.50 亿元、-52.69 亿元和 30.28 亿元，存在较大波动。

从投资活动来看，2018—2020 年，金辉集团投资活动现金流入持续下降，年均复合下降 67.28%；同期，金辉集团投资活动现金流出波动下降，年均复合下降 13.41%。2018—2020 年，金辉集团投资活动现金净额分别为-29.22 亿元、1.95 亿元和-34.35 亿元，除 2019 年外，均为大额净流出，主要系对合联营公司资本金支出以及通过收并购方式获取土地。

2018—2020 年，金辉集团筹资活动前现金流量净额分别为 0.28 亿元、-50.74 亿元和-4.07 亿元，金辉集团对外部融资较为依赖。

从筹资活动来看，2018—2020 年，金辉集团筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长 19.86%；同期，金辉集团筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长 19.81%。2018—2020 年，金辉集团筹资活动现金净额分别为 88.06 亿元、45.76 亿元和 126.80 亿元，波动增长，年均复合增长 20.00%。

(6) 偿债能力

金辉集团短期偿债能力指标尚可，长期偿债指标较弱，但考虑到金辉集团融资渠道较为畅通、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，金辉集团整体偿债能力很强。

表 25 金辉集团偿债能力情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标			
流动比率 (%)	140.24	138.59	149.55
速动比率 (%)	41.59	36.14	42.40
现金短期债务比 (倍)	0.83	0.78	1.71
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.12	0.89	1.37
全部债务 /EBITDA (倍)	13.21	15.44	9.81

资料来源：金辉集团审计报告，联合资信整理

从短期偿债能力指标看,2018—2020年末,金辉集团流动比率分别为140.24%、138.59%和149.55%,速动比率分别为41.59%、36.14%和42.40%,均基本保持稳定,三年加权平均值分别为144.40%和40.36%。现金短期债务比分别为0.83倍、0.78倍和1.71倍,波动增长。整体看,金辉集团短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看,2018—2020年,金辉集团EBITDA分别为34.36亿元、31.21亿元和54.20亿元,波动增长。同期,金辉集团EBITDA利息倍数分别为1.12倍、0.89倍和1.37倍,全部债务/EBITDA分别为13.21倍、15.44倍和9.81倍,金辉集团EBITDA对有息债务及利息的覆盖程度均较弱。

截至2020年底,金辉集团获得银行授信总额为841.10亿元,已使用银行授信额度309.79亿元,金辉集团融资渠道较为畅通。

截至2020年底,金辉集团对商品房承购人提供抵押借款担保金额为341.35亿元,其余对外担保金额为62.83亿元,主要为对合联营开发项目公司的担保,对外担保规模偏大。

截至2020年底,金辉集团无超过1000.00万元且达到净资产10%以上的重大未决诉讼。

(7) 母公司财务分析

母公司资产主要为其他应收款,利润主要来源于对子公司的股权投资,业务主要由下属子公司运营,母公司承担一定融资职责。

2018—2020年末,母公司资产总额持续增长,年均复合增长24.48%。截至2020年底,母公司资产总额769.35亿元,较上年底增长34.53%,主要系其他应收款大幅增长所致。截至2020年底,其他应收款金额为710.72元,较上年增长30.62%,其他应收款占资产总额的96.33%。从构成来看,流动资产737.81亿元(占95.90%),非流动资产31.53亿元(占4.10%),母公司资产以流动资产为主。

负债方面,2018—2020年末,母公司负债持续增长,年均复合增长25.92%,主要系其他应付款增长所致。截至2020年底,母公司负债

总额736.46亿元,较上年底增长36.05%。其中,流动负债680.85亿元(占92.45%),非流动负债55.62亿元(占7.55%)。截至2020年底,母公司资产负债率为95.73%,较2019年提高1.07个百分点。整体看,母公司负债规模持续增长,债务负担重。

所有者权益方面,2018—2020年末,母公司所有者权益波动增长,年均复合增长1.36%。截至2020年底,母公司所有者权益为32.89亿元,较上年底增长7.66%,主要系未分配利润累积所致。在所有者权益中,股本为18.00亿元(占54.73%)、资本公积合计8.13亿元(占24.71%)、未分配利润合计5.90亿元(占17.94%)、盈余公积合计0.86亿元(占2.62%),所有者权益稳定性较强。

损益方面,2018—2020年,母公司营业收入持续下降,年均复合下降84.71%;利润总额持续下降,年均复合下降12.61%;投资收益持续增长,年均复合增长1708.59%,主要为对子公司投资取得的收益。2020年,母公司营业收入为0.08亿元,利润总额为2.21亿元。同期,母公司投资收益为2.84亿元。

现金流方面,2018—2020年,母公司经营活动现金流净额分别为-25.79亿元、-22.00亿元和34.55亿元,2020年由于收到其他与经营活动有关的现金大幅增加,经营活动现金流净额由负转正;投资活动现金流净额分别为11.78亿元、7.42亿元和0.25亿元,持续下降;筹资活动现金流净额分别为36.01亿元、-2.23亿元和-16.21亿元,波动较大。

7. 结论

金辉集团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,金辉集团经营稳健,业务涵盖长三角、环渤海、华南、西南、华中和西北区域,项目储备充足,销售规模呈逐年增长态势;金辉集团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，联合资信也关注到金辉集团部分项目位于限价城市和三线城市，该等项目可能面临一定去化压力和减值风险，整体债务负担相对较重，短期债务规模较大、存在偿付压力，受限资产规模较大以及对外担保规模偏大等因素对金辉集团信用水平造成的

不利影响。

金辉集团在建房地产项目充足，未来随着公司房地产项目开发及销售的推进，金辉集团经营状况将保持良好。经联合资信综合评估，确定金辉集团的主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-2 截至 2020 年底公司在建项目情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	所在地区	规划建筑面积	总投资额	截至 2020 年底已投资额
1	天宸云著	重庆	10.90	9.11	6.91
2	江山云著	重庆	30.55	28.45	18.08
3	中央铭著	重庆	64.81	53.82	49.78
4	玖珑云璟	重庆	7.75	8.62	7.05
5	彩湖云璟	重庆	13.08	14.21	10.82
6	湖山云著	梁平	35.48	14.30	9.77
7	金辉优步花园	眉山仁寿	12.18	8.32	7.81
8	武汉金辉城	武汉	69.41	27.52	9.59
9	武汉江樾云著	武汉	65.08	63.02	52.32
10	长沙鸿涛翡翠湾	长沙	17.35	11.49	10.22
11	长沙星语学府	长沙	40.59	23.87	13.23
12	长沙星樾云邸	长沙	35.97	22.98	14.11
13	长沙金辉樾楚花园	长沙	23.32	16.77	16.77
14	楚樾云著	荆州	23.02	11.31	9.15
15	优步学府	合肥	27.10	21.41	19.73
16	云景花园	合肥	5.00	7.80	7.47
17	新安花园	合肥	9.14	7.48	6.15
18	新安雅苑	合肥	17.71	14.01	11.10
19	西子花园	合肥	29.15	21.73	21.73
20	朝阳口岸 1 号地	北京	17.49	25.75	24.10
21	学仕花园	天津	19.86	16.26	12.52
22	云栖花园	天津	9.86	8.47	4.55
23	云辉花园	天津	9.15	7.81	4.54
24	云阙花园	天津	9.54	8.01	5.99
25	湖岸花园	天津	29.32	16.25	15.79
26	云萃花园	天津	6.67	9.68	9.50
27	优步水岸花园	廊坊	45.57	39.10	23.82
28	优步星辰	石家庄	10.35	7.58	4.48
29	优步尚府西区	石家庄	13.51	10.36	6.57
30	优步尚府东区	石家庄	8.85	7.39	4.10
31	金辉开元府	石家庄	10.13	10.87	9.39
32	优步雅园	石家庄	15.69	9.79	4.07
33	金辉城三期	淮安	35.29	14.93	9.32
34	金辉城市广场	淮安	36.14	15.74	3.81
35	四季金辉家园二期	淮安	27.52	10.06	9.70
36	四季金辉家园一期	淮安	27.12	10.22	9.49
37	优步花园	淮安	11.22	5.76	2.14
38	四季金辉观岚	连云港	14.03	9.68	7.69
39	云庭水岸（环湖路地块）	连云港	16.72	9.86	3.60
40	金辉优步花苑	盐城	9.18	4.89	3.10
41	徐州杨庄项目	徐州	17.46	14.46	8.86
42	优步水岸	徐州	10.25	5.53	5.17
43	泾河小镇	西安	255.73	112.37	37.75
44	崇文府	西安	11.62	7.25	5.30

45	高新云璟	西安	19.51	14.83	12.75
46	金辉长安云筑	西安	21.98	21.90	11.34
47	金辉·优步花园	西安	17.09	9.70	9.70
48	西安金辉东方铭著	西安	47.19	45.25	27.64
49	金辉·世界城 B 地块	西安	11.71	12.27	11.96
50	金辉·世界城 C 地块	西安	19.34	17.82	14.43
51	金辉·世界城 D 地块	西安	36.83	39.94	37.07
52	金辉世界城 I 地块、J 地块	西安	79.79	58.11	23.04
53	西安金辉天宇凤栖云著	西安	17.94	14.11	7.71
54	金辉优步花园	郑州	16.72	13.86	9.27
55	石狮金辉城 A 区一期	泉州	17.66	8.93	6.51
56	石狮金辉城	泉州	80.20	47.77	6.52
57	金辉优步花园	福州	7.15	6.00	5.44
58	金辉澜林轩	福州	23.42	26.45	23.68
59	淮安三期	福州	11.25	38.37	26.20
60	优步大道	福清	18.72	9.62	7.37
61	优步花园	福清	17.40	8.14	5.24
62	东方云著	福清	5.43	3.29	2.01
63	中央铭著	福清	24.03	18.12	10.55
64	悠步熙园	佛山	14.06	20.48	19.64
65	鹏辉御园	佛山	9.89	12.37	10.46
66	南庄项目 66 亩	佛山	16.82	18.80	12.71
67	金辉风雅轩一期	惠州	9.47	6.01	5.80
68	金辉风雅轩二期	惠州	6.64	4.26	2.01
69	悦步公馆	惠州	4.18	2.92	2.12
70	四季金辉观岚	句容	14.96	14.14	8.76
71	优步鑫苑	镇江	22.69	16.83	11.72
72	芸都尚院	镇江	16.29	12.09	8.64
73	优步大道	扬州	32.83	22.45	15.64
74	怡翠花园	扬州	13.04	9.79	9.79
75	栖湖云庭	扬州	20.77	21.40	12.47
76	悠步观澜苑	绍兴	20.69	19.26	14.69
77	绍兴镜湖 03	绍兴	15.44	17.72	13.16
78	柯桥柯岩地块	绍兴	12.32	15.66	11.67
79	柯岩 03 项目	绍兴	17.50	22.11	14.52
80	悠步四季花园	苏州	5.32	6.02	4.77
81	悠步四季花园	苏州	5.88	6.65	5.27
82	润元名著雅苑	苏州	10.36	17.06	16.26
83	太仓 16 号地块	苏州	21.42	14.55	6.67
84	太仓 17 号地块	苏州	7.30	4.40	0.62
85	张家港项目	苏州	9.85	9.50	6.72
86	无锡锡东新城	无锡	32.90	54.43	42.65
87	慈溪新城河 8#地块	宁波	7.15	7.82	6.01
88	慈溪城南地块	宁波	21.30	18.53	11.79
合计			2078.28	1574.94	1070.14

资料来源：金辉集团提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司在售项目情况（单位：万平方米）

序号	项目名称	所在地区	占地面积	总建筑面积	总可售面积	累计取得预售证面积	已售面积
1	天宸云著	重庆	5.27	10.90	10.69	5.68	4.91
2	江山云著	重庆	6.95	30.55	25.55	4.88	2.59
3	中央铭著	重庆	15.79	64.81	63.05	48.96	39.64
4	御江府	重庆	7.73	46.63	46.37	34.45	34.45
5	泊舍	重庆	5.21	9.60	9.43	6.07	6.07
6	长江铭著	重庆	5.90	23.15	22.02	21.92	13.64
7	重庆金辉城四期	重庆	13.55	49.05	40.71	40.71	40.43
8	玖珑云璟	重庆	2.59	7.75	7.17	1.02	0.23
9	彩湖云璟	重庆	4.45	13.08	11.97	1.08	0.07
10	湖山云著	梁平	10.57	35.48	34.78	14.80	11.79
11	金辉优步花园	眉山仁寿	4.11	12.18	11.15	11.03	9.20
12	武汉金辉城	武汉	18.87	69.41	63.29	10.15	6.02
13	武汉江樾云著	武汉	12.83	65.08	59.72	22.87	15.76
14	武汉优步湖畔	武汉	7.00	23.86	23.38	17.71	16.95
15	长沙鸿涛翡翠湾	长沙	6.01	17.35	15.72	10.70	10.70
16	长沙星语学府	长沙	10.56	40.59	38.59	17.39	13.25
17	长沙星樾云邸	长沙	11.51	35.97	34.41	5.96	2.86
18	长沙金辉樾楚花园	长沙	6.03	23.32	22.30	17.51	16.97
19	楚樾云著	荆州	5.12	23.02	21.30	10.80	9.00
20	优步学府	合肥	10.03	27.10	24.94	24.94	19.69
21	云景花园	合肥	1.63	5.00	4.68	4.68	3.79
22	新安花园	合肥	3.45	9.14	8.24	6.78	5.63
23	新安雅苑	合肥	6.45	17.71	16.16	9.76	6.64
24	西子花园	合肥	10.48	29.15	26.27	26.27	23.43
25	学仕花园	天津	8.01	19.86	18.63	13.94	11.05
26	云栖花园	天津	4.04	9.86	9.04	0.60	0.12
27	云阙花园	天津	4.21	9.54	8.73	6.59	3.66
28	湖岸花园	天津	9.89	29.32	24.12	21.85	21.78
29	云萃花园	天津	2.52	6.67	6.07	5.04	5.04
30	优步水岸花园	廊坊	16.75	45.57	40.70	6.17	3.73
31	优步星辰	石家庄	3.94	10.35	9.30	3.15	3.15
32	金辉云著	石家庄	6.51	10.95	8.37	5.37	3.79
33	金辉优步小区（品园）	石家庄	4.84	11.32	10.81	8.49	8.49
34	优步尚府西区	石家庄	5.25	13.51	12.45	5.65	5.36
35	金辉开元府	石家庄	5.46	10.13	8.96	6.88	6.88
36	优步雅园	石家庄	4.57	15.69	12.53	5.95	5.95
37	江山云著	沈阳	12.73	24.87	22.85	18.81	17.86
38	金辉城三期	淮安	10.88	35.29	32.22	26.96	26.96
39	金辉城市广场	淮安	9.34	36.14	32.20	5.12	4.11
40	金辉城二期	淮安	8.68	21.92	17.52	16.83	16.83
41	金辉天鹅湾	淮安	12.99	40.88	37.62	33.32	33.32
42	四季金辉家园二期	淮安	7.29	27.52	24.58	21.69	21.69

43	四季金辉家园一期	淮安	7.08	27.12	23.15	19.58	19.58
44	优步花园	淮安	2.86	11.22	10.07	1.42	1.42
45	四季金辉	连云港	22.30	77.19	69.16	64.43	61.84
46	四季金辉观岚	连云港	4.98	14.03	12.58	9.14	8.67
47	云庭水岸（环湖路地块）	连云港	9.75	16.72	14.51	3.65	3.57
48	金辉城-住宅部分	盐城	4.59	15.50	14.24	10.94	10.94
49	金辉优步花苑	盐城	3.12	9.18	8.00	6.73	6.73
50	徐州杨庄项目	徐州	5.60	17.46	14.84	11.85	9.04
51	优步水岸	徐州	5.02	10.25	9.19	7.73	7.73
52	泾河小镇	西安	69.78	255.73	240.80	52.72	31.26
53	崇文府	西安	4.66	11.62	10.10	7.90	6.90
54	金辉世界城上东区	西安	4.37	15.23	15.08	15.08	13.03
55	金辉世界城上东区	西安	2.29	11.25	9.47	9.47	9.47
56	高新云璟	西安	3.73	19.51	15.47	15.39	14.97
57	金辉长安云筑	西安	5.39	21.98	19.97	15.66	14.15
58	金辉·优步花园	西安	3.94	17.09	15.15	15.15	14.91
59	西安金辉东方铭著	西安	12.70	47.19	36.65	36.65	25.05
60	金辉·世界城	西安	45.15	157.51	142.66	134.08	125.57
61	金辉世界城 H 地块（环球广场）	西安	4.66	33.49	16.16	23.04	12.71
62	金辉世界城 I 地块、J 地块	西安	11.53	79.79	78.05	19.12	14.62
63	西安金辉天宇凤栖云著	西安	3.88	17.94	15.53	11.89	9.77
64	西安金辉悦府	西安	6.43	41.91	38.79	38.79	34.70
65	金辉优步花园	郑州	4.85	16.72	15.74	9.83	7.70
66	石狮金辉城 A 区一期	泉州	3.89	17.66	16.35	12.16	9.57
67	石狮金辉城	泉州	18.36	80.20	44.90	3.90	1.65
68	金辉优步花园	福州	1.99	7.15	6.47	6.47	4.80
69	金辉澜林轩	福州	6.35	23.42	20.91	20.91	10.11
70	淮安半岛一期	福州	26.70	18.27	11.13	11.13	10.77
71	淮安半岛二期	福州	35.73	88.28	80.39	80.31	63.50
72	淮安半岛三期	福州	36.10	11.25	10.86	4.19	2.80
73	淮安半岛五期	福州	5.69	17.20	15.97	15.97	15.95
74	优步大道	福清	4.31	18.72	17.02	17.02	15.43
75	江山云著小区	福清	4.95	20.26	18.87	18.87	17.69
76	观澜云著小区	福清	4.94	19.29	17.56	17.56	17.28
77	优步书苑	福清	5.32	17.53	16.06	16.06	14.29
78	优步花园	福清	4.51	17.40	16.13	16.13	11.33
79	东方云著	福清	1.63	5.43	4.70	3.96	1.24
80	中央铭著	福清	6.52	24.03	20.62	7.45	2.16
81	悠步熙园	佛山	4.35	14.06	12.58	9.88	9.88
82	鹏辉御园	佛山	1.72	9.89	7.97	4.69	2.53
83	溪畔嘉园	佛山	2.33	7.55	6.45	5.61	5.19
84	南庄项目 66 亩	佛山	4.42	16.82	14.82	1.19	0.28
85	东堤华府	惠州	1.92	9.00	8.38	6.53	6.53
86	金辉风雅轩一期	惠州	2.96	9.47	8.51	6.90	6.41
87	金辉风雅轩二期	惠州	2.03	6.64	5.91	0.85	0.85

88	悦步公馆	惠州	1.24	4.18	3.75	2.89	1.70
89	四季金辉观岚	句容	3.74	14.96	13.36	4.34	1.72
90	优步鑫苑	镇江	7.67	22.69	19.77	4.75	2.67
91	芸都尚院	镇江	5.00	16.29	14.15	6.37	3.80
92	优步大道	扬州	12.81	32.83	29.35	22.19	14.20
93	怡翠花园	扬州	5.26	13.04	11.75	11.74	11.71
94	久尚云筑	杭州	6.45	20.52	18.25	14.00	14.00
95	三墩 11 项目	杭州	1.13	4.90	2.31	2.19	2.19
96	悠步观澜苑	绍兴	7.02	20.69	17.82	14.48	14.48
97	绍兴镜湖 03	绍兴	4.89	15.44	10.95	7.39	5.96
98	柯桥柯岩地块	绍兴	5.78	12.32	10.05	7.67	3.72
99	海上风华花园	苏州	1.89	4.63	4.17	3.32	1.46
100	悠步四季花园	苏州	2.59	5.32	4.97	3.74	3.47
101	悠步四季花园	苏州	2.81	5.88	5.13	4.18	2.87
102	浅湾商业中心	苏州	3.94	6.63	2.76	2.76	2.76
103	润元名著雅苑	苏州	4.36	10.36	9.15	6.91	6.91
104	太仓 16 号地块	苏州	8.53	21.42	17.38	3.84	0.72
105	张家港项目	苏州	4.19	9.85	8.04	4.62	0.66
106	无锡锡东新城	无锡	12.84	32.90	23.37	2.89	2.10
107	金辉天萃苑	上海	3.21	9.83	7.55	6.24	6.24
108	金港商业广场(原名融侨商业广场)	上海	3.14	9.32	4.90	3.53	3.53
109	慈溪新城河 8#地块	宁波	2.65	7.15	6.50	5.14	4.50
110	慈溪城南地块	宁波	12.23	21.30	19.58	4.59	4.59
合计			888.79	2796.87	2471.54	1566.30	1324.04

资料来源：金辉集团提供

附件 1-4 金辉集团主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	157.85	133.86	265.82
资产总额（亿元）	1234.29	1496.50	1858.59
所有者权益（亿元）	179.51	210.02	357.68
短期债务（亿元）	189.92	172.48	155.78
长期债务（亿元）	263.97	309.19	375.88
全部债务（亿元）	453.89	481.67	531.66
营业收入（亿元）	160.87	258.49	347.93
利润总额（亿元）	28.84	26.70	49.21
EBITDA（亿元）	34.36	31.21	54.20
经营性净现金流（亿元）	29.50	-52.69	30.28
财务指标			
销售债权周转次数（次）	111.04	239.30	655.20
存货周转次数（次）	0.17	0.23	0.25
总资产周转次数（次）	0.15	0.19	0.21
现金收入比（%）	238.36	180.90	149.87
营业利润率（%）	27.59	18.90	18.89
总资本收益率（%）	4.37	3.55	4.84
净资产收益率（%）	12.65	9.81	10.78
长期债务资本化比率（%）	59.52	59.55	51.24
全部债务资本化比率（%）	71.66	69.64	59.78
资产负债率（%）	85.46	85.97	80.76
流动比率（%）	140.24	138.59	149.55
速动比率（%）	41.59	36.14	42.40
经营现金流动负债比（%）	3.90	-5.61	2.79
现金短期债务比（倍）	0.83	0.78	1.71
EBITDA 利息倍数（倍）	1.12	0.89	1.37
全部债务/EBITDA（倍）	13.21	15.44	9.81

注：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

附件 2 金辉控股主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	61.03	142.00	134.00	190.95
资产总额(亿元)	867.60	1206.12	1493.45	1628.30
所有者权益合计(亿元)	145.97	175.32	213.79	239.25
短期债务(亿元)	128.35	233.52	192.05	206.52
长期债务(亿元)	211.92	198.15	298.66	345.18
全部债务(亿元)	340.27	431.68	490.71	551.70
营业收入(亿元)	117.77	159.71	259.63	111.53
除税前溢利(亿元)	34.69	36.50	45.69	17.88
EBITDA(亿元)	38.62	42.88	51.49	--
经营性净现金流(亿元)	-77.56	14.34	-56.97	-12.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.15	2.27	2.78	--
存货周转次数(次)	--	0.18	0.24	--
总资产周转次数(次)	--	0.16	0.19	--
现金收入比(%)	--	--	--	--
营业利润率(%)	29.66	29.33	21.18	22.84
总资本收益率(%)	4.57	3.79	3.82	--
净资产收益率(%)	15.22	13.12	12.58	--
长期债务资本化比率(%)	59.21	53.06	58.28	59.06
全部债务资本化比率(%)	69.98	71.12	69.65	69.75
资产负债率(%)	83.18	85.46	85.68	85.31
流动比率(%)	145.78	127.03	136.06	140.39
速动比率(%)	44.85	36.94	36.37	37.47
经营现金流流动负债比(%)	--	--	--	--
现金短期债务比(倍)	0.48	0.61	0.70	0.92
EBITDA 利息倍数(倍)	11.21	7.50	10.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.81	10.07	9.53	--

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5-1 主体主动评级（公开评级）长期信用等级设置及含义

联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。其中：一等为投资级，包括AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}级；二等为投机级，包括BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}级；三等为破产级，包括C_{pi}级。联合资信企业主体主动评级（公开评级）长期信用等级符号及其含义如下：

信用等级设置	含 义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

注：除 AAA_{pi} 级和 CCC_{pi} 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，分别表示略高于、略低于本等级。

附件 5-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 6 资产支持票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

联合资信评估股份有限公司关于 深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉 供应链应付账款资产支持票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”项下优先级资产支持票据的信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

深圳前海联捷商业保理有限公司/华润深国投信托有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料，包括但不限于贷款服务报告、受托机构报告、年度财务报告以及影响信托财产或“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”信用状况的重大变动事项等。联合资信将在“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”信用等级有效期内，于每年 7 月 31 日前发布跟踪评级结果和报告。

基础资产如发生重大变化，或发生可能对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”信用状况产生较大影响的突发事件，受托人/发起机构应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”相关信息，如发现“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”出现重大变化，或发现存在或出现可能对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”信用等级产生较大影响事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如深圳前海联捷商业保理有限公司/华润深国投信托有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对“深圳前海联捷商业保理有限公司 2021 年度第二期金辉供应链应付账款资产支持票据”信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与深圳前海联捷商业保理有限公司/华润深国投信托有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。