信用评级公告

联合〔2021〕3422 号

联合资信评估股份有限公司通过对金科地产集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持金科地产集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 金科 01”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年五月三十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

金科地产集团股份有限公司
公开发行公司债 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
金科地产集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
18 金科 01	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 金科 01	19.70	3.50	2022-02-09

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 5 月 31 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	3
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，金科地产集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内大型房地产开发上市公司，其在土地储备、开发规模、综合竞争力等方面仍具备竞争优势。2020 年，公司加大区域深耕和全国化布局力度，土地储备质量有所优化，签约销售规模大幅增长，财务状况有所改善，融资渠道畅通。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司部分位于三四线城市的项目存在一定去化压力、对外担保规模较大及未来股权结构稳定性等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司项目储备较充足，未来随着公司在建项目的推进和销售，公司经营业绩有望保持增长。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“18 金科 01”的债项信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **区域竞争优势较强。**2020 年，公司在重庆市房地产市场份额进一步提升，保持较强的区域竞争优势。
2. **项目储备较充足。**2020 年，公司仍保持了较大的土地投资规模；截至 2021 年 3 月底，公司全口径剩余可售建筑面积（包括在建未售面积、竣工未售面积和待开发面积）7145.48 万平方米，项目储备较充足。
3. **销售规模快速增长。**2020 年，公司签约销售金额和销售面积均快速增长，同时带动合同负债快速增长，为未来收入确认提供良好支撑。
4. **财务状况改善，融资渠道畅通。**2020 年，公司在资产规模、利润规模、经营现金流入规模等方面均有显著增长，且债务指标有所下降。此外，公司间接融资渠道畅通。

关注

1. **公司三四线城市项目存在一定的去化风险。**截至 2020 年底，公司三四线城市项目可售建筑面积占比仍较大，上述区域项目存在一定的去化风险。此外，公司未来仍面临一定资本支出压力。

分析师：卢 瑞
王 彦
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
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

2．**对外担保规模较大。**截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额为 198.21 亿元，占净资产的比重为 27.05%，其对外担保规模较大。此外，公司 2021－2022 年到期债务规模相对较大。

3．**需对公司未来股权稳定性予以一定关注。**2020 年，引入红星家具集团作为公司股东，有助于缓解公司股权结构问题，但红星家具集团实际控制人近期存在一定的流动性压力，叠加公司实际控制人黄红云个人事件的影响，需对公司未来股权结构稳定性予以关注。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	298.57	359.86	436.48	383.10
资产总额（亿元）	2306.99	3216.05	3811.58	3883.36
所有者权益（亿元）	377.67	521.51	734.98	732.95
短期债务（亿元）	294.23	391.55	382.17	430.16
长期债务（亿元）	545.17	671.09	651.42	665.76
全部债务（亿元）	839.40	1,062.64	1,033.59	1,095.92
营业收入（亿元）	412.34	677.73	877.04	123.98
利润总额（亿元）	52.10	83.35	121.79	8.59
EBITDA（亿元）	59.91	96.46	134.68	--
经营性净现金流（亿元）	13.29	22.39	145.08	-23.37
营业利润率（%）	25.16	24.84	19.75	16.65
净资产收益率（%）	10.65	12.19	13.20	--
资产负债率（%）	83.63	83.78	80.72	81.13
全部债务资本化比率（%）	68.97	67.08	58.44	59.92
流动比率（%）	155.02	144.91	138.41	137.72
经营现金流动负债比（%）	0.97	1.11	6.05	--
现金短期债务比（倍）	1.01	0.92	1.14	0.89
EBITDA 利息倍数（倍）	1.18	1.20	1.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.01	11.02	7.67	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	1139.28	1287.31	1524.56	1542.75
所有者权益（亿元）	190.44	213.98	249.09	258.13
全部债务（亿元）	156.29	223.51	222.51	234.42
营业收入（亿元）	11.43	11.41	8.66	0.03
利润总额（亿元）	33.63	52.11	44.87	2.70
资产负债率（%）	83.28	83.38	83.66	83.27
全部债务资本化比率（%）	45.08	51.09	47.18	47.59
流动比率（%）	106.68	116.17	109.05	111.00
经营现金流动负债比（%）	18.79	-5.06	0.21	--

注：1. 公司其他应付款中有息债务部分已计入短期债务，长期应付款中有息债务部分已计入长期债务；2. 集团类客户提供公司本部(母公司）财务信息；
资料来源：公司财务报表

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 金科地产 MTN001	AAA	AAA	稳定	2021/02/04	闫欣 刘莉婕 卢瑞	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
20 金科地产 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/05/22	张文选 刘莉婕	联合资信评估股份有限公司房地产企业信用评估方法(V3.0.201907)/联合资信评估有限公司房地产企业主体信用评级模型(V3.0.201907)	阅读全文
18 金科 01	AAA	AAA	稳定	2020/05/15	卢瑞 王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
18 金科 01	AA+	AA+	稳定	2018/01/09	张兆新 侯珍珍	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由金科地产集团股份有限公司（以下简称“该公司”）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、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，未因该公司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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

金科地产集团股份有限公司
公开发行公司债 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于金科地产集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司成立于 1986 年 12 月，原名为重庆东源钢业股份有限公司（以下简称“东源钢业”），系重庆市人民政府以重府发〔1986〕290 号文批准，由重庆钢铁公司以第四钢铁厂为主体进行股份制试点组建的股份有限公司。1987 年 3 月，东源钢业经重庆市工商行政管理局核准登记注册，设立时，以重庆钢铁公司第四钢铁厂的固定资产账面净值和国家所拨流动资金共计 6857 万元折为 68.57 万股国家股。东源钢业于 1996 年 11 月在深圳证券交易所上市，股票简称：“重庆东源”，证券代码：000656.SZ。

2003 年东源钢业名称变更为“重庆东源产业发展股份有限公司”（以下简称“重庆东源”）。2009 年 3 月，重庆东源启动重大资产重组，发行股份吸收合并重庆市金科实业（集团）有限公司（以下简称“金科集团”），2011 年 6 月重庆东源变更主营业务并更名为现名（股票名称：金科股份；股票代码：000656.SZ），注册资本为 11.59 亿元。后经多次非公开发行股份及资本公积转增股本、送红股等，截至 2021 年 3 月底，公司股本为 53.40 亿元，重庆市金科投资控股（集团）有限责任公司（以下简称“金科投资”）为公司控股股东，持股比例为 14.2050%；红星家具集团通过广东弘敏企业管理咨询有限公司间接只有公司总股本的 11.00%（已全部质押），黄红云及其一致行动人陶虹遐、黄斯诗以直接和间接的方式合计持有公司总股本的 29.99%（其中累计质押股份占所持股份 51.57%），黄红云为公司实际控制人（详见附件 1-1）。

2020 年，公司经营范围较上年变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司内设资金管理中心、财务管理中心、投资发展中心、营销中心等职能部门，纳入公司合并报表的子公司共 765 家。公司组织架构图详见附件 1-2。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 3811.58 亿元，所有者权益 734.98 亿元（含少数股东权益 365.76 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 877.04 亿元，利润总额 121.79 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 3883.36 亿元，所有者权益 732.95 亿元（含少数股东权益 359.61 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 123.98 亿元，利润总额 8.59 亿元。

公司注册地址：重庆市江北区复盛镇正街（政府大楼）；法定代表人：周达。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司由联合资信评级的公司存续债券情况如下表所示，募集资金均按照募集用途使用，跟踪期内，“18 金科 01”正常付息，“20 金科地产 MTN002”和“21 金科地产 MTN001”尚未到付息日。

表 1　截至 2021 年 3 月底由联合资信评级的公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
21 金科地产 MTN001	5.00	5.00	2021-03-31	4（2+2）
20 金科地产 MTN002	10.00	10.00	2020-08-25	4（2+2）
18 金科 01	19.70	3.50	2018-02-09	4（2+2）

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

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 2　2017－2020 年上半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
数据来源：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

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、产品和市场体系，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防控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。

五、行业分析

1. 房地产行业概况

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。

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。

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 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 3　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。

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表 4。

表 4　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”落实好房地产长效管理机制，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的带动作用，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的发展
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表 5。

表 5　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”落实好房地产长效管理机制，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	重点房企资金检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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月底，公司股本为 53.40 亿元，金科投资为公司控股股东，持股比例为 14.2050%；黄红云及其一致行动人陶虹遐、黄斯诗以直接和间接的方式合计持有公司总股本的 29.9926%（其中累计质押股份占所持股份 51.57%），黄红云仍为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

2020年，公司销售规模快速增长，综合竞争力进一步增强，城市深耕战略执行效果较好。此外，公司物业服务业务已形成一定竞争力。

公司是集地产开发、物业服务等业务于一体的综合地产上市公司，拥有房地产开发一级资质。截至 2020 年底，公司项目分布于全国 23 个省、直辖市、自治区。2020 年，公司销售

规模快速增长，其全口径销售金额超 2200 亿元，销售面积超过 2200 万平方米，其中重庆、江苏、浙江销售规模超 200 亿元，四川、河南、山东销售规模超 100 亿元，公司区域深耕战略执行效果较好。此外，公司物业服务子公司金科智慧服务集团股份有限公司（以下简称“金科服务”）连续五年获得“中国物业服务综合实力十强”称号，连续六年在西南地区市占率第一。

经过多年发展，公司品牌影响力持续扩大。公司连续多年获得“中国企业 500 强”“中国民营企业 500 强”“中国地产品牌价值 10 强”称号。公司在克而瑞 2020 年全口径销售金额排行中位列第 19 名，较上年下降 2 名，在克而瑞 2020 年重庆主城权益销售金额排行中排名第 5。

截至 2021 年 3 月底，公司全口径剩余可售建筑面积（包括在建未售面积、竣工未售面积和待开发面积）7145.48 万平方米，可满足未来 3 年左右的销售需求，土地储备较为充裕，为公司后续发展提供了有力支持和保障。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91500000202893468X），截至 2021 年 4 月 9 日，公司无未结清不良和关注类信贷信息，已结清的信贷中有一笔不良贷款，为借壳上市企业重庆东源产业发展股份有限公司的不良贷款。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事长、总裁等重要职位均发生变动，需关注此次人事变动对公司经营发展可能带来的影响。

2021 年 1 月 30 日，公司发布《关于 2021 年第二次临时股东大会决议公告》《关于第十一届董事会第一次会议决议的公告》和《关于换届选举职工代表董事的公告》等公告，公司换届选举非独立董事周达先生、刘静女士、杨程钧先生、杨柳先生，职工代表董事王洪飞先生、陈刚先生及独立董事朱宁先生、王文先生、胡耘通先生为公司第十一届董事会董事；选举周达董事为公司第十一届董事会董事长、聘任杨程钧先生为公司总裁。同时，蒋思海先生不再担任公司董事长，喻林强先生不再担任公司董事兼总裁，罗亮先生不再担任公司职工代表董事，黎明、程源伟、姚宁不再担任公司独立董事。

周达先生：1981 年 2 月出生，本科，EMBA 在读。现任公司董事长。历任公司董事长办公室经理、发展部副总监、总裁办公室主任、华北区域和华东区域公司董事长助理、重庆区域公司副总经理兼任涪陵公司总经理、公司经营管理中心总经理等职务。2014 年 5 月至 2014 年 9 月，任公司职工代表监事；2016 年 12 月至 2019 年 2 月，任公司职工代表董事。2019 年 2 月至 2021 年 1 月，任重庆区域公司总经理。2021 年 1 月起，任公司董事长。

杨程钧先生：1977 年 2 月出生，现任本公司董事、总裁。历任本公司涪陵公司总经理、成都公司总经理、北京公司总经理；2013 年 6 月至 2015 年 10 月，任本公司涪陵城市公司总经理；2015 年 11 月至 2017 年 6 月，任本公司中西部区域公司执行总经理；2017 年 7 月至 2017 年 10 月，任本公司西部区域公司执行总经理；2017 年 11 月至 2021 年 1 月，任本公司云广区域公司董事长兼总经理。2021 年 1 月起，任公司董事、总裁。

整体看，公司跟踪期内人事变动较大，需关注此次人事变动对公司经营发展可能带来的影响。

八、重大事项

2020年，公司引入红星家具集团作为公司股东，有助于缓解公司股权结构问题，但红星家具集团实际控制人近期存在一定的流动性压力，叠加公司实际控制人黄红云个人事件的影响，需对公司未来股权结构稳定性予以关注。

2020 年 4 月 14 日，公司发布《关于股东权益变动的提示性公告》称，红星家具集团有限公司（以下简称“红星家具集团”）通过其控股子公司广东弘敏企业管理咨询有限公司于 2020 年 4 月 13 日与天津聚金物业管理有限公司（以下简称“天津聚金”）签订《股份转让协议》，以 8 元/股的价格通过协议转让方式受让天津聚金持有公司的 5.87 亿股股份，占公司总股本的 11%，交易价款合计为人民币 46.99 亿元。2020 年 5 月 6 日和 5 月 7 日，天津润泽物业管理有限公司（以下简称“天津润泽”）减持其持有的公司股份 1.61 亿股；2020 年 5 月 7 日、5 月 14 日和 5 月 21 日，公司股东天津润鼎物业管理有限公司（以下简称“天津润鼎”）分别减持其持有的公司股份 1.06 亿股、2.67 亿股和 1.26 亿股；2020 年 5 月 21 日天津聚金减持其持有的公司股份 0.53 亿股。2020 年 6 月 15 日，天津聚金提名的董事张强辞职。截至 2020 年底，天津润泽不再持有公司股份，天津聚金持股比例降至 3.87%；红星家具集团直接及间接方式共计持有公司 11.04%股份。公司控股股东和实际控制人未发生改变。整体看，引入红星家具集团作为公司股东，虽有助于缓解公司股权结构问题，但红星家具集团实际控制人近期存在一定的流动性压力（其近期已转让重庆红星美凯龙企业发展有限公司部分股权），可能对公司股权结构稳定性带来不利影响。

此外，截至 2021 年 5 月 23 日，因公司实际控制人黄红云先生 2017 年与前妻陶虹遐女士离婚涉及的部分财产分割未完成，陶虹遐女士已针对该事项提起诉讼，需对该事件后续进展以及公司实际控制人黄红云对公司持股比例情况予以关注。

金科服务在香港上市，有助于生活服务业务发展。

经中国证券监督管理委员会《关于核准金科智慧服务集团股份有限公司发行境外上市外资股的批复》（证监许可〔2020〕2564 号）核准，公司控股子公司金科服务向香港联交所递交公开发行境外上市外资股（H 股）并在香港联交所主板上市的申请，且已获香港联交所批准。2020 年 11 月 17 日，金科服务在香港联交所主板上市交易，股票代码为“09666.HK”，股票中文简称为“金科服务”；公司共持有金科服务 3.42 亿股，占其发行完成后总股本的 52.33%。公司控股子公司金科服务在香港联交所上市，有助于增强金科服务资本实力及生活服务板块业务发展。

九、经营分析

1. 经营概况

房地产销售是公司重要收入来源。2020 年来，受益于房地产项目结转收入规模增加，公司营业收入及净利润规模持续增长；但受房地产行业政策调控以及结转区域变化等因素影响，房地产业务毛利率有所下滑。

跟踪期内，公司房地产业务经营策略未发生重大变化。

从经营情况看，2020年，受益于房地产业务收入规模的增加，公司营业收入及净利润持续增长，同比分别增长29.41%和52.66%。

从收入构成看，房地产销售收入占比仍保持在92%以上。2020年，受益于房地产结转规模增加，公司房地产销售收入同比增长29.06%。公司生活服务业务随着物业管理规模的增加，收入稳步增长。公司新能源和其他业务对公司营业收入影响仍较小。

毛利率方面，2020年，公司房地产销售业务毛利率有所下滑，主要系房地产行业政策调控以及结转区域变化等因素影响所致；公司生活服务业务毛利率随物业费收缴率变动持续提升。受上述因素影响，2020年，公司综合毛利率有所下降。

2021年1－3月，公司实现营业收入123.98亿元，同比增长62.56%，实现净利润6.82亿元，同比增长34.94%，受去年同期新冠肺炎疫情影响，公司营业收入及净利润同比增速较高。

表 6　2018－2020 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	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
房地产销售	380.06	92.17	28.56	631.70	93.21	29.12	815.29	92.96	23.01
生活服务	17.34	4.21	18.76	17.81	2.63	25.83	22.27	2.54	33.92
新能源	1.88	0.45	49.68	4.04	0.60	52.01	8.35	0.95	41.26
其他	13.06	3.17	38.93	24.18	3.57	18.31	31.13	3.55	14.51
合计	**412.34**	**100.00**	**28.57**	**677.73**	**100.00**	**28.84**	**877.04**	**100.00**	**23.16**

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2.　业务运营情况

2020 年，公司经营策略未发生重大转变，其土地储备仍较为充足，拿地成本较为合理，土储质量有所优化；公司仍保持了较大的开发规模，签约销售金额快速增长，剩余可售资源充足，区域集中度有所分散。但公司仍存在一定资本支出压力，同时虽然公司三四线城市项目可售建筑面积占比有所下降，但占比仍较大，上述区域项目存在一定的去化风险。

土地储备方面，跟踪期内，公司拿地策略未发生重大转变。2020年，公司新增土地储备计容建筑面积2364万平方米（权益占比72.07%），合同金额较上年基本持平。2021年1－3月，公司全口径拿地支出182.26亿元，其中权益金额88.64亿元，业态以住宅为主，区域仍以华东、西南、华中、东北等地区为主，较为分散。

土地成本方面，2020年公司新增项目的城市能级显著提升，其新增土地储备按土地购置金额计算，二三线（含新一线）城市占比约87%，其中成都、重庆、杭州、武汉、苏州、西安、济南等二线（含新一线）城市占74%。2021年1－3月，公司新增土地楼面均价较2020年进一步上升，主要系当期在苏州、昆明、金华等地获取的项目成本相对较高所致。

表 7　近三年一期公司新增土地储备情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
项目数量（宗）	110	192	148	18
计容建筑面积（万平方米）	2054.30	3327.80	2364.00	395.45
权益计容建筑面积（万平方米）	1315.76	2133.70	1703.61	229.09
合同金额（亿元）	700.84	887.80	892.00	182.26
楼面均价（元/平方米）	3412	2668	3773	4609

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司全口径剩余可售建筑面积（包括在建未售面积、竣工未售面积和待开发面积）7145.48万平方米，可满足未来3年左右的销售需求，土地储备较为充裕。从区域分布看，公司土地储备可售面积主要分布在西南、华东、华中和华南等区域，其中重庆等西南地区占比所下降，区域分布有所分散。从城市能级看，二线城市可售面积占57.31%，三四线城市可售面积占41.37%，其三四线城市占比有所降低但比重仍相对较大，考虑到公司部分项目位于重庆非市辖区以及三四线城市，上述地区项目存在一定的去化风险。

表 8　截至 2021 年 3 月底公司土地储备情况

（单位：万平方米、%）

区域	总可售建筑面积	占比
西南	2969.87	41.56
华东	1597.59	22.36
华中	1156.02	16.18
华南	719.58	10.07

华北	364.64	5.10
东北	205.74	2.88
西北	132.03	1.85
合计	**7145.48**	**4.73**

资料来源：公司提供

项目开发方面，2020年公司新开工面积有所下降，竣工面积有所增长。2021年1－3月，公司仍保持一定的开发力度。

表 9　近三年一期公司项目开发情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
当期新开工面积（万平方米）	2700	3163	2964	345.00
当期竣工面积（万平方米）	810	1208	1995	273.00
期末在建面积（万平方米）	3740	5776	6852	--

注：上表不满足期末在建面积=上期末在建面积+新开工面积-竣工面积的勾稽关系，主要系存在收并购所致
资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司主要在建及拟建项目（全口径）预计总投资3910.29亿元，已完成投资2368.70亿元，尚需投资1541.59亿元（其中权益尚需投资1080.59亿元），尚需投资规模相较于其年销售金额而言较为可控，考虑到公司拿地支出等方面因素，公司仍存在一定资本支出压力。

销售方面，2020年，随着公司深耕城市项目释放，公司全口径签约销售面积快速增长，签约销售均价稳步提升，主要系公司布局的重庆、合肥、苏州、成都、杭州等二线城市销售占比明显提升所致。受上述因素影响，公司2020年全口径销售金额同比增长23.10%；销售回款率保持在较高水平。

从销售区域看，2020年，公司在华东、重庆、西南（不含重庆）、华中和华南地区销售金额占比分别为41%、19%、12%、13%和7%；结转方面，随着竣工项目的增加，公司结转面积和结转收入持续增长；结转均价稳步提升。2021年一季度，公司全口径销售金额约491亿元，房地产销售面积约475万平方米。

表 10　近年公司房地产销售及结转情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积（万平方米）	1342	1905	2240
签约销售金额（亿元）	1188	1860	2233
签约销售均价（元/平方米）	8852	9764	9969
回款率（%）	88	87	90
结转面积（万平方米）	604	898	1014
结转销售收入（亿元）	380	631	824
平均结转价格（元/平方米）	6291	7027	8128

注：数据略有差异系四舍五入造成
资料来源：公司提供

3. 未来发展

公司制定了未来五年的经营战略，在地产开发、物业服务等业务方面均作出了较为明确的发展方向。

跟踪期内，公司制定了《公司发展战略规划纲要（2021－2025年）》，未来五年的总体发展战略是“四位一体、生态协同”的发展战略。具体包括地产主业发展策略、智慧服务发展策略、“地产+”发展策略及产业链生态圈。在地产主业发展策略方面，公司将坚持以巩固发展民生地产为主体，民生地产与精品住宅相互促进的“双模驱动、创新发展”模式，在“周转效率型”与“品质利润型”之间形成新的着力点和平衡点，提升品牌影响力和利润率。与此同时，推动创新型业务发展，积极发展代建业务，并大力发展城市更新业务。智慧服务发展策略方面，公司将进一步深化“服务+科技，服务+生态”的发展战略，持续发展城市空间服务、美好生活服务、智慧科技服务为核心的业务生态。“地产+”发展策略方面，公司将主要在科技产业（大产业）及商旅康养（大消费、大健康）等领域进行探索。产业链生态圈则将围绕地产产业链整合要素资源，实现地产与产业链的双向赋能，拓展未来发展空间。

从经营目标看，2021年公司及所投资的公司计划全年销售目标不低于2500亿元，计划新开工面积约2900万平方米，计划竣工面积2600万平方米，年末在建面积约7100万平方米，进一步拓展土地储备资源。以上数据均为公司计划数据，公司会结合各城市市场情况，动态匹配调整，追求产出最优。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年度合并财务报表已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表出具了标准无保留的审计意见。公司2021年一季度财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及应用指南、解释及其他有关规定编制。

从合并范围变化来看，2020年，公司增加子公司185家，减少子公司16家。2021年一季度，公司增加子公司44家，减少子公司0家，截至2021年3月底，公司合并范围共有子公司765家。公司新增或减少的子公司主要为项目公司，且主营业务未发生重大变化，财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司合并资产总额3811.58亿元，所有者权益734.98亿元（含少数股东权益365.76亿元）；2020年，公司实现营业收入877.04亿元，利润总额121.79亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额3883.36亿元，所有者权益732.95亿元（含少数股东权益359.61亿元）；2021年1－3月，公司实现营业收入123.98亿元，利润总额8.59亿元。

2. 资产质量

2020年，公司资产规模保持增长，资产结构仍以流动资产为主，资产受限比例一般；但公司存货中部分项目位于非热点城市，可能存在一定去化压力和跌价风险。整体看，公司资产质量良好。

截至2020年底，公司合并资产总额3811.58亿元，较上年底增长18.52%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占87.13%，非流动资产占12.87%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产3321.14亿元，较上年底增长14.04%，主要由货币资金（占13.10%）、其他应收款（占9.19%）和存货（占70.65%）构成。

截至2020年底，公司货币资金434.92亿元，较上年底增长20.86%，主要系销售回款及融资净额增加所致；其中受限使用资金7.85亿元（保证金占95.04%），占比1.81%，预售监管账户资金98.44亿元，占比22.63%，整体看，公司货币资金受限情况尚可。

截至2020年底，公司其他应收款305.26亿元，较上年底增长35.68%，主要系公司对联合营企业项目投入及公司控股子公司其他股东同股同权调用富余资金增加所致。

截至2020年底，公司存货2346.53亿元，较上年底增长9.53%，主要系新获取土地及新开工项目增加所致。公司存货中开发成本占84.33%、开发产品占13.60%、拟开发产品占1.81%。截至2020年底，公司存货计提跌价准备12.07亿元，主要系部分项目受到限价影响所致。考虑到公司存货规模较高，且在售和在建的房地产项目部分分布在非热点城市，存在一定去化压力和跌价风险。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产490.44亿元，较上年底增长61.45%，主要系长期股权投资和投资性房地产大幅增长所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占50.76%）和投资性房地产（占27.66%）构成。

截至2020年底，公司长期股权投资248.94亿元，较上年底增长82.75%，主要系合作开发项目增加所致，2020年权益法下确认的投资收益13.03亿元。

公司投资性房地产以公允价值计量。截至2020年底，公司投资性房地产135.66亿元，较上年底增长62.97%，主要系存货转入所致。2020年，公司投资性房地产实现租金收入1.14亿元，租金收入主要来自昆明商业综合体项目-购物中心、慈溪商业综合体项目-购物中心、涪陵金科美邻广场、金科天宸荟公寓及商业、重庆金科乐方等项目。

截至2020年底，公司受限资产共计949.24亿元，占总资产的24.91%，受限比例一般。

表 11　截至 2020 年底公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	7.85	保证金存款、质押
应收账款	5.78	质押借款、抵押借款
存货	796.66	抵押借款
长期股权投资	29.67	股权质押
固定资产	23.10	抵押借款、融资租赁
投资性房地产	86.18	抵押借款
合计	**949.24**	--

资料来源：公司年报

截至2021年3月底，公司合并资产总额3883.36亿元，较上年底增长1.88%，较上年底变化不大。其中，流动资产占87.15%，非流动资产占12.85%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

3.　资本结构

（1）所有者权益

2020 年公司权益规模快速增长，但权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性有待提升。

截至2020年底，公司所有者权益734.98亿元，较上年底增长40.93%，主要系合作开发项目较多、金科服务上市以及未分配利润增长导致少数股东权益、资本公积及未分配利润等相应增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为50.24%，少数股东权益占比为49.76%。在所有者权益中，股本、其他权益工具（永续债）、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占7.27%、2.91%、9.88%、3.36%和24.24%。公司权益中少数股东权益和未分配利润占比较高，权益稳定性有待提升。

截至2021年3月底，公司所有者权益732.95亿元，较上年底下降0.28%，较上年底变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为50.94%，少数股东权益占比为49.06%。在所有者权益中，股本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占7.29%、3.96%、8.94%、3.32%和24.85%。公司所有者权益结构稳定性仍有待提升。

（2）负债

2020年，随着业务规模的扩大，公司负债规模进一步增长，但主要债务指标整体呈下降趋势，表内债务负担较为适中，2021－2022年到期债务规模相对较大。

截至 2020 年底，公司负债总额 3076.60 亿元，较上年底增长 14.18%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 77.99%，非流动负债占 22.01%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债 2399.52 亿元，较上年底增长 19.40%，主要系合同负债及其他应付款大幅增长所致。公司流动负债主要由应付账款（占 11.91%）、其他应付款（占 10.89%）、一年内到期的非流动负债（占 9.66%）和合同负债（占 56.11%）构成。

公司应付账款仍主要为应付工程款。截至 2020 年底，公司应付账款 285.68 亿元，较上年底增长 21.32%，主要系随着项目施工，应付工程款增加所致。

截至 2020 年底，公司合同负债 1346.33 亿元，较 2019 年的预收款项增长 17.39%，主要系签约销售金额增加所致。公司较大规模的合同负债为后续收入结转提供一定保证。

截至 2020 年底，公司其他应付款 261.19 亿元，较上年底增长 49.84%，主要系从联合营企业调回富余资金及合作方对公司并表项目投入资金增加所致。公司其他应付款主要由项目合作款、保证金、应付暂收款、土地增值税清算准备金及其他构成，占比分别为 22.06%、10.31%、35.29%、14.34%和 14.72%。

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 231.92 亿元，较上年底下降 21.94%，主要为一年内到期的长期借款（占 71.91%）和一年内到期的应付债券（占 23.73%）。

非流动负债方面，截至 2020 年底，公司非流动负债 677.07 亿元，较上年底下降 1.14%。公司非流动负债主要由长期借款（占 77.89%）和应付债券（占 17.47%）构成。

截至 2020 年底，公司长期借款 527.35 亿元，较上年底增长 0.67%。长期借款主要为抵押

借款（占 10.98%）、抵押及保证借款（占 45.61%）和抵押、质押及保证借款（占 21.14%）。

截至 2020 年底，公司应付债券 118.27 亿元，较上年底下降 12.62%，主要系一年内到期的应付债券规模增加所致。

债务方面，截至 2020 年底，公司全部债务合计为 1033.59 亿元，较上年底减少 2.73%。其中短期债务占 36.97%，占比较高。债务指标方面，2019－2020 年末，公司资产负债率分别为 83.78%和 80.72%；全部债务资本化比率分别为 67.08%和 58.44%；长期债务资本化比率分别为 56.27%和 46.99%；公司主要债务指标整体呈下降趋势。若将公司发行的永续债从所有者权益调整至债务（截至 2020 年底，公司其他权益工具-永续债为 21.42 亿元），则截至 2020 年底，公司全部债务合计 1055.01 亿元，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 81.28%、59.65%和 48.53%。整体看，公司表内债务负担较为适中，但考虑到公司合联营项目较多，长期股权投资规模较大，需对公司实际债务情况予以一定关注。

从融资结构看，截至 2020 年底，公司银行贷款、非银金融机构贷款及债券类融资占比分别为 53.10%、28.59%和 18.32%，融资成本区间分别为 3.90%~10.00%、7.75%~12.62%和 5.00%~8.38%，融资成本相对合理。从公司 2020 年底债务分布期限看，公司于 2021－2022 年到期债务规模相对较大（具体如下表所示）。

表 12　截至 2020 年底公司债务分布情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	2025 年以后	合计
短期借款	102.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	102.80
一年内到期的非流动负债	222.42	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	222.42
长期借款	0.00	328.02	143.04	9.67	30.05	16.57	527.35
应付债券	0.00	22.44	55.01	32.36	8.46	0.00	118.27
长期应付款	0.00	0.65	0.87	1.17	1.17	1.94	5.80
合计	**325.22**	**351.11**	**198.92**	**43.19**	**39.68**	**18.52**	**976.64**

注：1. 短期借款不包含其中应计利息，一年内到期的非流动负债不包含其中的应计利息和限制性股票回购义务；2. 上表债务未包含应付票据和永续债；应付债券未考虑回售

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额 3150.41 亿元，较上年底增长 2.40%，较上年底变化不大。其中，流动负债占 78.00%，非流动负债占 22.00%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 1095.92 亿元，较上年底增长 6.03%。债务结构方面，短期债务占 39.25%，长期债务占 60.75%，以长期债务为主。其中，短期债务 430.16 亿元，较上年底增长 12.56%；长期债务 665.76 亿元，较上年底增长 2.20%，较上年底变化不大。从债务指标来看，截至 2021 年 3 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 81.13%、59.92%和 47.60%，较上年底分别提高 0.41 个百分点、提高 1.48 个百分点和提高 0.61 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2021 年 3 月底，公司全部债务增至 1124.93 亿元。债务结构方面，短期债务 430.16 亿元（占 38.24%），长期债务 694.77 亿元（占 61.76%）。从债务指标来看，截至 2021 年 3 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 81.87%、61.51%和 49.67%，较调整前分别上升 0.75 个百分点、1.59 个百分点和 2.07 个百分点。

4. 盈利能力

2020 年，受益于房地产结转规模的增长，公司收入和利润均大幅增长，盈利能力有所提高。

2020 年，公司实现营业收入 877.04 亿元，同比增长 29.41%，主要系房地产销售结转规模增长所致。2020 年，公司营业利润和净利润分别为 122.31 亿元和 97.04 亿元，同比分别增长 41.86%和 52.66%，主要系在收入增长的背景下，合作项目利润结转导致投资收益增加以及存货跌价损失减小等因素共同影响所致。

从期间费用看， 2020 年，公司费用总额为 70.50 亿元，同比下降 6.92%，主要系销售费用及财务费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 49.10%、42.76%和 6.82%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 34.62 亿元，同比下降 17.86%，主要系公司执行新收入准则相关合同履约成本资本化所致；管理费用为 30.15 亿元，同比增长 12.10%，主要系职工薪酬增长所致；财务费用为 4.81 亿元，同比下降 23.47%，主要系利息收入增加所致。

2019－2020 年，公司投资收益分别为 1.86 亿元和 16.20 亿元，2020 年增长主要系联营、合营项目利润结转规模增长所致；2020 年公司投资收益占当期营业利润的比例为 13.25%。未来，随着联合营项目利润的结转，其投资收益仍将对公司利润形成有效补充。公司资产减值损失、其他收益、营业外收支等对公司利润影响较小。

盈利指标方面，2019－2020 年，公司总资本收益率分别为 4.62%和 6.01%；净资产收益率分别为 12.19%和 13.20%，均有所增长，主要系利润规模增加所致。公司整体盈利能力有所提高。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 123.98 亿元，同比增长 62.56%，实现净利润 6.82 亿元，同比增长 34.94%，受去年同期新冠肺炎疫情影响，公司营业收入及净利润同比增速较高。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金净流入规模大幅增加，但投资活动现金流仍呈较大规模净流出状态，公司仍面临较大筹资需求。

表 13 公司现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	1209.10	1558.30	1846.06
经营活动现金流出小计	1195.81	1535.91	1700.98
经营现金流量净额	**13.29**	**22.39**	**145.08**
投资活动现金流入小计	18.12	3.19	12.00
投资活动现金流出小计	98.13	123.08	183.08
投资活动现金流量净额	**-80.01**	**-119.89**	**-171.08**
筹资活动前现金流量净额	**-66.72**	**-97.50**	**-26.00**
筹资活动现金流入小计	670.18	798.54	1000.84
筹资活动现金流出小计	490.44	647.00	896.22
筹资活动现金流量净额	**179.75**	**151.54**	**104.62**

资料来源：公司审计报告

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入保持增长，同比增长 18.47%，主要系公司房地产销售回款及往来款增长所致；其中收到其他与经营活动有关的现金为 566.07 亿元，同比增长 31.68%，主要系合作项目增加，联营、合营企业往来款增加所致。2020 年，公司经营活动现金流出快速增长，同比增长 10.75%，主要系拿地、开工以及合作方经营往来款增加所致。综上，2020 年，公司经营活动现金流量净额为 145.08 亿元，同比增长 122.69 亿元。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入规模仍很小；投资活动现金流出规模同比增长 48.75%，主要系投资规模增加所致。综上，2020 年公司投资活动现金流量净额为-171.08 亿元，保持较大规模净流出。

2019－2020 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-97.50 亿元和-26.00 亿元，对外融资需求较大。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入保持增长，同比增长 25.33%，主要系借款规模增加所致；筹资活动现金流出同比增长 38.52%，主要系偿还债务规模增加所致。综上，2020 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 104.62 亿元，同比下降 30.96%。

2021 年 1－3 月，公司实现经营活动现金流量净额-23.37 亿元，投资活动现金流量净额-13.15 亿元，融资活动现金流量净额-15.65 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期及长期偿债能力指标表现尚可，对外担保规模仍较大。考虑到公司在土地储备、区域竞争优势及融资渠道等方面情况，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019－2020年末，公司流动比率分别为144.91%和138.41%，2020年底有所下降主要系合同负债快速增长所致；速动比率分别为38.31%和40.62%。2019－2020年末，公司现金短期债务比分别为0.92倍和1.14倍，其现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019－2020年，公司EBITDA分别为96.46亿元和134.68亿元，2020年增长主要系利润总额大幅增长所致。公司2020年EBITDA主要由利润总额（占90.43%）以及计入财务费用的利息支出（占6.90%）构成。2019－2020年，公司EBITDA利息倍数分别为1.20倍和1.50倍；全部债务/EBITDA分别为11.02倍和7.67倍；EBITDA对利息和全部债务保障程度尚可。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至2021年3月底，公司流动比率与速动比率分别为137.72%和37.93%，较上年底分别下降0.69个百分点和下降2.69个百分点；公司现金短期债务比为0.89倍，较上年底有所下降，主要系短期借款规模增加所致。整体看，公司短期偿债能力尚可。

表 14 公司偿债能力指标（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
短期偿债能力指标	流动比率	155.02	144.91	138.41	137.72
	速动比率	38.15	38.31	40.62	37.93
	现金类资产/短期债务	1.01	0.92	1.14	0.89
长期偿债能力指标	EBITDA	59.91	96.46	134.68	--
	全部债务/EBITDA	14.01	11.02	7.67	--
	EBITDA 利息倍数	1.18	1.20	1.50	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年 3 月底，公司对外担保余额为 198.21 亿元，占净资产的比重为 27.05%，被担保公司主要为公司合作开发企业。公司对外担保规模较大，存在一定或有负债风险。

截至 2021 年 3 月底，公司无重大未决诉讼情况。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信额度为 2064.47 亿元，尚未使用的授信额度为 1450.71 亿元，间接融资渠道畅通；此外，公司及旗下金科服务均为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司资产构成主要为子公司往来款以及持有的子公司股权，母公司债务负担尚可，投资收益为其主要利润来源。

截至 2020 年底，母公司资产总额为 1524.56 亿元，较上年底增长 18.43%，资产结构较年初变化不大，仍主要为其他应收款（占 78.38%）和长期股权投资（占 17.97%）。负债总额 1275.47 亿元，较上年底增长 18.83%，主要系其他应付款增加所致；负债结构以流动负债为主，占 87.71%，较上年底变化不大。截至 2020 年底，母公司全部债务 222.51 亿元，以长期债务（占 70.39%）为主；母公司资产负债率为 83.66%、全部债务资本化比率为 47.18%；若将永续债（21.42 亿元）从所有者权益中扣除计入长期债务，母公司全部债务 243.93 亿元，全部债务资本化比率为 49.48%，母公司债务负担尚可。截至 2020 年底，母公司所有者权益合计 249.09 亿元，较上年底增长 16.41%，主要系未分配利润及永续债规模增加所致。

损益方面，2020 年，母公司营业收入为 8.66 亿元，同比下降 24.03%；利润总额为 44.87 亿元，同比下降 13.89%，主要系投资收益减少所

致。同期，母公司投资收益为47.69亿元，主要为持有子公司股权产生的投资收益。投资收益为母公司主要利润来源。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流量净额为2.38亿元，投资活动现金流量净额为-1.91亿元，筹资活动现金流量净额为-3.03亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

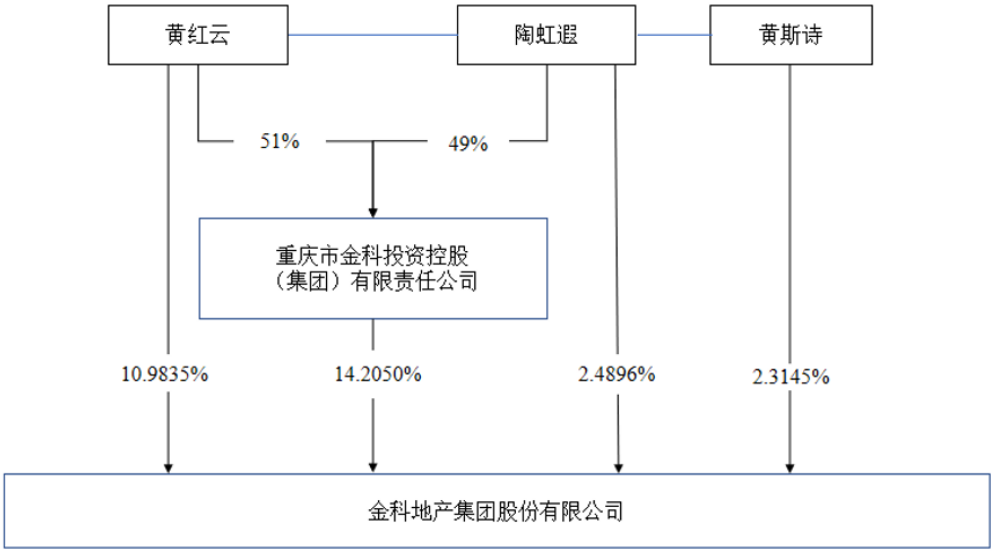
结合以下测算，并考虑到公司在土地储备、区域竞争优势及融资渠道等方面因素，公司对现有存续债券余额的偿还能极强。

截至2021年3月底，公司现金类资产为383.10亿元，为存续债券余额（157.50亿元）的2.43倍，公司现金类资产对待偿债券余额的覆盖程度高。2020年公司经营活动现金流净额和EBITDA分别为145.08亿元和134.68亿元，为债券余额（157.50亿元）的0.92倍和0.86倍。公司经营活动现金流净额和EBITDA对存续债券余额按期偿付起到的保障作用尚可。

十二、结论

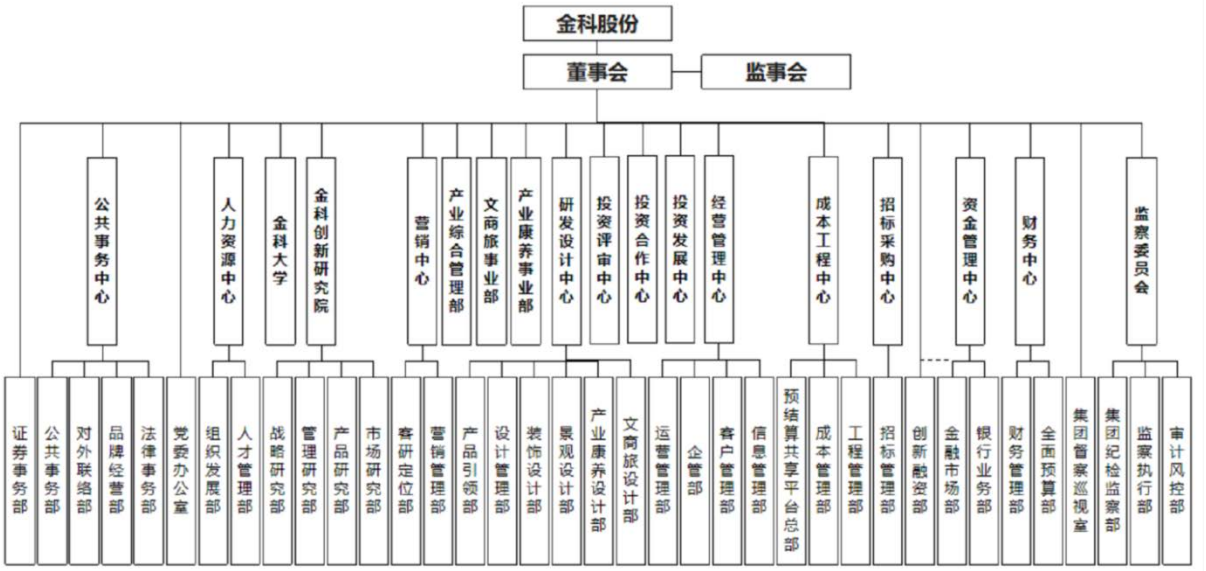
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“18金科01”的债项信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织机构图



资料来源：

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	298.57	359.86	436.48	383.10
资产总额（亿元）	2,306.99	3,216.05	3,811.58	3,883.36
所有者权益（亿元）	377.67	521.51	734.98	732.95
短期债务（亿元）	294.23	391.55	382.17	430.16
长期债务（亿元）	545.17	671.09	651.42	665.76
全部债务（亿元）	839.40	1,062.64	1,033.59	1,095.92
营业收入（亿元）	412.34	677.73	877.04	123.98
利润总额（亿元）	52.10	83.35	121.79	8.59
EBITDA（亿元）	59.91	96.46	134.68	--
经营性净现金流（亿元）	13.29	22.39	145.08	-23.37
财务指标				
存货周转次数（次）	0.22	0.26	0.30	--
总资产周转次数（次）	0.21	0.25	0.25	--
营业利润率（%）	25.16	24.84	19.75	16.65
总资本收益率（%）	3.75	4.62	6.01	--
净资产收益率（%）	10.65	12.19	13.20	--
长期债务资本化比率（%）	59.08	56.27	46.99	47.60
全部债务资本化比率（%）	68.97	67.08	58.44	59.92
资产负债率（%）	83.63	83.78	80.72	81.13
流动比率（%）	155.02	144.91	138.41	137.72
速动比率（%）	38.15	38.31	40.62	37.93
经营现金流动负债比（%）	0.97	1.11	6.05	--
现金短期债务比（倍）	1.01	0.92	1.14	0.89
EBITDA 利息倍数（倍）	1.18	1.20	1.50	--
全部债务/EBITDA（倍）	14.01	11.02	7.67	--

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. 本报告短期债务将短期借款中应计利息、一年内到期的非流动负债中包含的应计利息和限制性股票回购义务从短期债务中扣除，将其他应付款中的有息债务部分计入短期债务，长期应付款中有息债务部分计入长期债务。

资料来源：公司审计报告

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	24.61	25.16	19.21	21.12
资产总额（亿元）	1139.28	1287.31	1524.56	1542.75
所有者权益（亿元）	190.44	213.98	249.09	258.13
短期债务（亿元）	43.59	31.49	65.89	65.94
长期债务（亿元）	112.70	192.02	156.62	168.47
全部债务（亿元）	156.29	223.51	222.51	234.42
营业收入（亿元）	11.43	11.41	8.66	0.03
利润总额（亿元）	33.63	52.11	44.87	2.70
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	157.04	-44.55	2.38	-12.91
财务指标				
销售债权周转次数（次）	39.60	64.05	124.27	--
存货周转次数（次）	2.80	4.52	4.65	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	53.02	141.31	115.32	77.09
营业利润率（%）	62.74	68.30	69.17	90.35
总资本收益率（%）	/	/	/	/
净资产收益率（%）	18.74	24.64	18.37	--
长期债务资本化比率（%）	37.18	47.30	38.60	39.49
全部债务资本化比率（%）	45.08	51.09	47.18	47.59
资产负债率（%）	83.28	83.38	83.66	83.27
流动比率（%）	106.68	116.17	109.05	111.00
速动比率（%）	106.56	116.11	109.01	110.95
经营现金流动负债比（%）	18.79	-5.06	0.21	--
现金短期债务比（倍）	0.56	0.80	0.29	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

资料来源：公司审计报告

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	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　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