跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1551 号

中庚地产实业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“18 中庚 G1”进行跟踪评级，确定：

中庚地产实业集团有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

中庚地产实业集团有限公司公开发行的“18 中庚 G1”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
Http:// www. unitedratings.com.cn

中庚地产实业集团有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级：

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
18 中庚 G1	10 亿元	5（3+2）年	AA	AA	2018/5/24

跟踪评级时间：2019 年 6 月 22 日

主要财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	319.77	500.88	635.59
所有者权益（亿元）	50.97	79.57	141.73
长期债务（亿元）	120.23	198.35	256.81
全部债务（亿元）	146.62	228.44	274.92
营业收入（亿元）	51.48	62.69	127.01
净利润（亿元）	3.65	7.03	19.10
EBITDA（亿元）	11.12	16.62	42.53
经营性净现金流（亿元）	-20.64	-6.95	-30.65
营业利润率（%）	20.01	29.72	20.05
净资产收益率（%）	8.73	10.78	17.26
资产负债率（%）	84.06	84.11	77.70
全部债务资本化比率（%）	74.20	74.17	65.98
流动比率（倍）	1.77	1.62	1.70
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.15
EBITDA 利息倍数（倍）	0.35	0.63	1.64
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.11	1.66	4.25

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；3、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。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

2018 年，中庚地产实业集团有限公司（以下简称“公司”或“中庚集团”）作为具备一定区域竞争力的房地开发公司，其在福州区域仍具备一定的深耕优势。2018 年，公司房地产项目开发力度加大，销售规模及销售收入持续增长；自持物业经营状况良好，可对公司收入和利润形成一定补充；贸易业务规模大幅增长，经营业务逐步趋于多元化；公司资产规模、营业收入及利润规模均呈持续快速增长态势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司地产项目集中度较高、在建及拟建项目尚需投入的资金规模较大且部分项目开发周期较长、一级开发业务及关联交易对资金形成一定占用、货币资金有所下降且规模较小、资产受限比例高、存在一定商誉减值风险、权益稳定性较弱、资产减值损失和公允价值变动对营业利润影响较大、经营现金流净流出规模扩大、债务负担较重及 2020 年将面临较大集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着在建和拟建项目的陆续开工建设和开盘销售，以及自持物业的持续经营，公司整体经营状况有望保持良好，经营现金流有望得到改善。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 中庚 G1”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司拥有多年的房地产开发经验，在福州区域具备一定的深耕优势；2019年以来，公司加快拿地进度，现有土地储备规模相对较为充足。

2．2018年，公司房地产业务整体销售情况良好，签约销售面积及销售金额持续增长；较

大的在建及拟建项目规模可为公司房地产业务的持续发展形成一定支撑。

3．2018年，公司资产规模、营业收入及利润规模均呈持续快速增长态势；公司贸易业务发展较快，业务经营趋于多元化；自持物业经营情况良好，对公司的收入和利润将形成一定有益补充。

关注

1．目前，公司在建及拟建项目尚需投入的资金规模较大且部分项目开发周期较长，公司未来将持续存在较大的资金支出压力及融资需求。

2．公司在售项目仍以福州等地为主，集中度较高且部分项目去化较慢；未来，若上述区域房地产市场行情出现波动，则可能对公司销售产生影响。

3. 2018年，公司综合毛利率水平显著下降；酒店入住率仍处于较低水平；公司一级土地开发回款速度较慢，关联交易规模较大对资金形成一定占用。

4.截至2018年底，公司持有的河南东方银星投资股份有限公司（以下简称“东方银星”）32%股权已全部质押，需关注东方银星股价下跌所带来的风险。

5．2018 年，公司货币资金有所下降且规模较小、权益稳定性较弱、资产受限比例高；公司财务费用增长较快，公允价值变动收益及资产减值损失对营业利润影响较大且未来仍存在商誉减值风险，盈利稳定性较弱；公司经营现金流净流出规模扩大、资金来源主要依靠对外融资；债务负担较重、间接融资渠道有待拓宽、公司 2020 年存在较大集中偿付压力。

分析师

宋莹莹
电话：010-85172818
邮箱：songyy@unitedratings.com.cn

王　彦
电话：010-85172818
邮箱：wangyan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

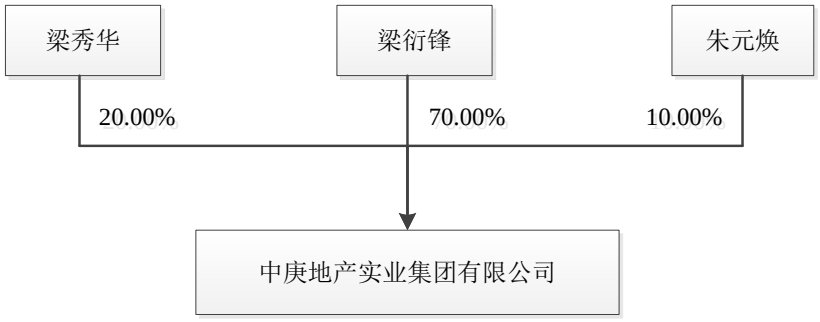
分析师：宋莹莹 王琴

联合信用评级有限公司

一、主体概况

中庚地产实业集团有限公司（以下简称“公司”或“中庚集团”）前身系福建省泰盛实业发展有限公司（以下简称“泰盛公司”），由梁衍锋、黄金营于 1998 年 5 月共同出资设立，注册资本 777.00 万元，其中梁衍锋货币出资 532.00 万元，占注册资金的 68.47%，黄金营货币出资 245.00 万元，占注册资金的 31.53%。后经数次股权转让、增资以及注册地址变更等，公司注册资本于 2009 年 8 月增加至 8.00 亿元，股东梁衍锋、朱元焕以及梁秀华分别持有 70.00%、20.00%和 10.00%的股权。2015 年 5 月，公司名称变更为现名。2016 年 12 月，经有限公司股东会审议通过，同意将公司注册资本增加至 130,000 万元，增加部分由股东梁秀华以 50,000 万元债权转为股权作价出资。其中，梁衍锋向梁秀华借得 35,000 万元，朱元焕向梁秀华借得 5,000 万元。梁衍锋和朱元焕与梁秀华约定将上述债权全部转为股权增加公司注册资本。2018 年，公司股东梁衍锋、朱元焕以及梁秀华再次增资后，截至 2018 年底，公司注册资本为 20.00 亿元，其中梁衍锋持有 70.00%的股份，系公司实际控制人。公司股权结构如下图所示：

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司经营范围与组织架构较上年无变化；纳入合并范围子公司共计 68 家，拥有在职员工合计 3,068 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 635.59 亿元，负债合计 493.86 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 141.73 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 127.73 亿元。2018 年，公司实现营业收入 127.01 亿元，净利润（含少数股东损益）19.10 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 14.37 亿元；公司经营活动现金流量净额-30.65 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.14 亿元。

公司注册地址：福建省福州市鼓楼区东街 83 号福建国际青年交流中心 31 层；法定代表人：梁衍锋。

二、募集资金使用情况

经中国证监会核准，公司于 2018 年 6 月 29 日发行了“18 中庚 G1”，债券期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率及投资者回售选择权。“18 中庚 G1”募集资金 10.00 亿元，发行利率为 8.50%，已于 2018 年 7 月 12 日上市，债券代码为 143708.SH。

根据公司年报披露，截至 2018 年底，“18 中庚 G1”募集资金已按照 2018 年 7 月 17 日发布的资金用途调整公告的使用用途专款专用，全部用于偿还借款。目前，公司发行的“18 中庚 G1”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司主营业务收入主要来自于房地产开发销售业务，属于房地产行业。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速高于 2017 年水平；其中，住宅投资 85,192 亿元，增长 13.40%，比上年提高 4 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 70.80%；办公楼投资 5,996 亿元，同比下降 11.30%；商业营业用房投资 14,177 亿元，同比下降 9.40%。整体看，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长背景下，房地产开发投资增速继续维持在高位。

土地供应方面，2018 年，土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%，其中住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

资金来源方面，2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房企发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房企加快回款所致。随着政策对房地产企业融资的限制，房企自身造血能力对房地产企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松；首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。

市场供需方面，2018 年，在调控政策持续深化背景下，商品房销售增速继续下滑，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速自 8 月之后开始收窄；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较 1~11 月上涨 0.10 个百分点；房地产销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，较 2017 年底减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年底增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三、四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

销售价格方面，2018 年，一二三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓，2018 年末，一线城市同比增速 0.40%，二线城市同比增速 7.08%，三线城市同比增速 8.71%。

竞争格局方面，从市场集中度来看，2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。从房企销售额来看，据 CRIC 统计的 2018 年房企销售额情况，碧桂园、万科地产和中国恒大销售额均步入 5,000 亿，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿；融创中国、保利发展、绿地控股迈入

3,000 亿门槛；中海地产、新城控股、华润置地、龙湖集团进入 2,000 亿阵营，另有 20 家房企世茂房地产、招商蛇口、华夏幸福、阳光城等销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

总体看，2018 年，全国房地产开发投资保持较高增速；土地供应量继续上扬，成交楼面均价及溢价率继续走低；商品房销售增速在持续调控下继续回落；货币政策结构性宽松，房企融资环境有所改善；行业集中度进一步提升。

2．行业政策

在国内经济发展稳中向好和防范系统性金融风险的背景下，房地产行业从2016年10月开始密集出台调控政策，并在2017年持续加码，市场政策环境已经开始从注重去库存转向稳定房地产市场的方向发展。2017年，房地产行业政策坚持“房子是用来住的，不是用来炒的”基调，整体延续分类调控、因城施策的思路：一方面高库存的三、四线城市落实各种措施去库存；另一方面，一线城市和热点二、三线城市继续出台或升级以“限购、限贷、限价、限售”为核心的调控政策；此外，金融去杠杆持续推进，严格限贷同时，热点城市严查“消费贷”资金流向，严防资金违规流入房地产市场；同时，开始对房地产企业的非标融资和海外融资进行限制。

在加快建立“多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度”的政策导向下，2017年下半年开始，政府积极推进租赁市场的建设发展，大力培育发展住房租赁市场、深化发展共有产权住房试点，在控制房价水平的同时，完善多层次住房供应体系，构建租购并举的基本住房制度。

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

2019年3月，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”，二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。总体以稳为主，强调城市主体责任，因城施策，推进房地产税立法。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路；2019年两会定调房地产市场平稳发展，继续推进房地产税长效机制。

3．行业关注

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

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

进入2019年，从“政府工作报告”及住建部副部长倪虹近期在中国发展高层论坛上的发言来看，“房住不炒”的定位没变，房地产调控不会动摇，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。总体看，房地产调控政策短期内难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

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

4．行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

5．福州房地产市场发展概况

2018 年，福州市全年实现地区生产总值 7,856.81 亿元，比上年增长 8.6%。其中，第一产业增加值 494.66 亿元，增长 4.3%；第二产业增加值 3,204.90 亿元，增长 8.4%；第三产业增加值 4,157.26 亿元，增长 9.2%；三次产业比重由上年的 7.3:41.7:51.0 调整为 6.3:40.8:52.9。人均地区生产总值 102,037 元，比上年增长 7.4%。人口方面，截至 2018 年底，福州全市常住人口 774 万人，较上年底增加 8 万人。其中，城镇常住人口 544.12 万人，占总人口比重（常住人口城镇化率）为 70.3%，比上年末提高 0.8 个百分点。

2018 年，全年房地产开发投资 1,439.68 亿元，比上年下降 15.0%。其中，住宅投资 966.43 亿元，下降 17.9%；办公楼投资 85.49 亿元，下降 24.5%；商业营业用房投资 133.37 亿元，下降 32.9%。商品房销售方面，2018 年，全市商品房销售面积 1632 万平方米，同比增长 2.3%；其中，五城区 640 万平方米，同比增长 12.5%，七县（市）992 万平方米，同比下降 3.3%。截至 2018 年底，福州市商品房待售面积 374.38 万平方米，较上年底减少 87.11 万平方米；商品住宅待售面积 91.23 万平方米，较上年底减少 36.53 万平方米。2018 年，福州市全年新开工建设城镇保障性安居工程住房 12,898 套（户），基本建成保障性安居工程住房 11,997 套。整体看，受调控力度加大等因素影响，2018 年福州市房地产市场投资增速有所下滑。

房地产政策方面，2018 年 3 月，福州市政府发布《福州市城区经济适用住房上市交易办法》（榕政综〔2018〕73 号），实施经济适用房新政。2018 年 7 月，福州市政府出台《关于福州市五城区商品住宅项目公证摇号销售实施意见》，福州市所辖鼓楼、台江、仓山、晋安、马尾等五城区的三类商品住宅项目，按照“首套刚需优先”原则，实行公证摇号方式公开销售。2018 年 9 月 4 日，福建省住建厅发布《关于公开征求房地产市场“双随机”检查和“黑名单”管理 2 个文件修改意见的通知》，包括捂盘惜售、炒卖房号，操纵市场价格等 23 种违规行为拒不整改的，将被列入“黑名单”；9 月 14 日，住建部再度强调，对投机炒房、房地产“黑中介”、违法违规房地产开发企业和虚假房地产广告等房地产乱象发现一起，查处一起，并予以曝光。

总体看，2018 年，福州市经济运行总体平稳，产业结构不断优化，人口规模不断增长，为房地产市场发展提供了相对较好的外部环境；但由于调控政策趋严，房地产开发投资增速有所下降，其房地产市场运行存在一定波动。

四、管理分析

2018年，公司高层管理团队未发生重大变化，经营团队及核心技术团队保持稳定。各项管理制度连续、治理结构未发生变化，整体运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务以房地产开发销售为主。2018 年，公司实现营业收入 127.01 亿元，同比大幅增长 102.58%，主要系房地产业务及贸易业务收入大幅增长所致；实现净利润 19.10 亿元，同比大幅增长 171.53%；净利润增速显著高于营业收入增速主要系投资性房地产公允价值变动收益大幅增加所致。

从收入构成来看，2018 年，公司主营业务收入为 124.62 亿元，占营业收入比重 98.13%，其中，公司房地产销售业务实现收入 100.02 亿元，同比大幅增长 88.65%，主要系结转项目增加所致；受其他业务收入增长影响，收入占比较上年有所下降，为 78.76%。公司其他业务主要为贸易业务，2018 年，公司其他业务实现收入 20.62 亿元，同比大幅增加 16.74 亿元，主要系控股子公司东方银星（股票代码：600753.SH）当期大力开展贸易业务，收入大幅增长所致，占营业收入比重为 16.24%，同比提升 10.05 个百分点。截至 2018 年底，公司持有东方银星 32%股权，均已全部质押，需关注东方银星股价下跌所带来的风险。

同期，公司酒店餐饮业务实现收入 1.52 亿元，同比增长 52.00%，主要系当期新增福州中庚聚龙酒店收入（由出租转为自营）所致；物业服务业务实现收入 1.64 亿元，较上年变化不大；一级土地开发业务实现收入 0.82 亿元，同比下降 66.53%，主要系大连临港新城项目接近尾声，当期投资回购款减少所致。整体看，公司酒店餐饮、物业服务及一级土地开发业务收入规模仍较小，对公司收入及利润影响较小（具体如下表所示）。

表 1　2016~2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 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	46.34	90.01	22.12	53.02	84.59	34.78	100.02	78.76	25.50
酒店餐饮	0.91	1.77	80.65	1.00	1.60	80.49	1.52	1.20	80.26
物业服务	0.97	1.88	73.99	1.70	2.71	27.92	1.64	1.29	-3.05
一级土地开发	1.98	3.85	57.35	2.45	3.91	6.18	0.82	0.65	2.44
其他	0.38	0.73	61.63	3.88	6.19	14.88	20.62	16.24	1.30
合计	**50.57**	**98.23**	**25.83**	**62.06**	**98.99**	**32.95**	**124.62**	**98.13**	**21.64**

注：上表占比为公司各业务及主营业务收入占公司营业收入比例。
资料来源：公司年报

毛利率方面，2018 年，公司房地产销售业务毛利率为 25.50%，较上年下降 9.28 个百分点，主要系公司结转项目成本增长所致；公司物业服务业务毛利率大幅下降至-3.05%，主要系一方面公司中庚环球创意中心、中庚漫游城以及中庚巨龙酒店等商业体项目开业，新增物业员工人数较多导致相关人工成本大幅增长，另一方面上述项目尚处开业停车优惠阶段，故部分物业收入尚未体现所致；公司其他业务毛利率为 1.30%，较上年下降 13.58 个百分点，主要系毛利率较低的贸易业务收入大幅增长所致。同期，公司酒店餐饮业务和一级土地开发业务毛利率变动不大。受房地产业务毛利下降及毛利率较低的贸易收入增加等因素影响，2018 年，公司营业收入综合毛利率为 22.55%，较上年下

降 10.97 个百分点。

总体看，2018 年，公司业务发展趋于多元化；受房地产结转项目增加以及子公司东方银星大力开展贸易业务影响，公司主营业务收入大幅增长；受公司营业收入和投资性房地产公允价值变动收益大幅增加影响，公司净利润大幅增长；受房地产业务毛利率下降影响，公司综合毛利率水平显著下降。

2．业务运营

（1）土地储备

公司土地获取方式有直接参与土地竞拍、股权收购和合作竞拍三种。2018 年，公司拿地较为谨慎，仅在江苏盐城取得一块土地，建筑面积 16.23 万平方米，同比下降 92.72%；合计购置土地支出约 3.20 亿元，对应新增土地楼面均价分别为 0.20 万元/平方米。截至 2018 年底，公司持有土地储备未开工建筑面积约 107 万平方米，同比下降 44.27%，主要系一方面公司当期拿地较少，一方面加大房地产开发力度所致；区域分布主要以福州、北京和盐城为主。2019 年 1~5 月，为扩充土地储备规模，公司加快了拿地进度，当期新增温州林村项目、浙江中科海洋科技园项目、香海春天项目、西安智汇科技城项目和上海市闵行区合川路地块项目五个储备项目，总建筑面积约 896.90 万平方米。其中，浙江中科海洋科技园大型商业综合体项目为公司通过收并购方式取得，该项目总建筑面积约 511.60 万平方米，预计总投资规模超过 300.00 亿元，开发周期预计超过十年。截至 2019 年 5 月底，公司土地储备项目（含已取得土地证的项目和暂未取得土地证的储备项目）未开工建筑面积约为 990.78 万平方米（具体如下表所示）。整体看，公司现有土地储备规模相对较为充足，能够满足公司房地产业务的持续发展。

表 2　截至 2019 年 5 月底公司土地储备情况（单位：%、万平方米、万元/平方米）

项目名称	业态类型	所处城市	土地获取时间	持股比例	土地面积	总建筑面积	未开工建筑面积	楼面地价
香山小镇	住宅、商业	福州	2017 年	100.00	28.60	61.39	12.76	0.22
香海世界三期	住宅、商业	福州	2016 年	100.00	13.34	39.61	14.35	0.14
香江世界	住宅、商业	福州	2017 年	99.00	17.00	68.95	25.45	0.16
香城云开	住宅	盐城	2018 年	67.00	3.07	16.23	16.23	0.20
朝阳区安置房项目	住宅/商业	北京	2017 年	50.00	19.36	25.09	25.09	0.25
温州林村项目	商住服	温州	2019 年	51.00	7.47	27.00	27.00	0.92
浙江中科海洋科技园	商住服	舟山	2019 年	100.00	559.59	511.60	511.60	--
香海春天	住宅/商业	大连革镇堡	2019 年	100.00	26.50	59.00	59.00	--
西安智汇科技城项目	住宅/商业	西安	2019 年	--	155.78	290.28	290.28	--
上海市闵行区合川路地块	商业	上海	2019 年	100.00	2.05	9.02	9.02	--
合计	--	--	--	--	**832.76**	**1,108.17**	**990.78**	--

注：1、上表统计口径为全口径；2、上表中浙江中科海洋科技园项目系公司通过收并购取得，目前，公司已与相关合作方签订了投资协议及股权转让协议；香海春天项目为一二级联动项目；温州林村项目、西安智汇科技城项目和上海市闵行区合川路地块项目均通过招拍挂取得，目前已与当地政府签订了框架协议。
资料来源：公司提供

总体看，2018 年，受拿地规模下降以及加大房地产项目开发力度等因素影响，公司土地储备大幅下降；区域分布以福州、盐城和北京为主。2019 年 1~5 月，公司加快了拿地进度，现有土地储备规模相对较大，能够满足公司房地产业务的持续发展。

（2）项目开发

2018 年，公司加大了房地产项目开发力度，新开工面积持续增长，为 214.75 万平方米，同比增长 35.80%；受工程规划进度影响，公司竣工面积为 71.86 万平方米（上年同期未有竣工项目）；受上述因素影响，公司期末在建面积为 475.60 万平方米，较年初大幅增长 42.95%（具体如下表所示）。

表3　近三年公司项目开发情况（单位：万平方米、个）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	70.04	158.14	214.75
竣工面积	60.58	0.00	71.86
期末在建面积	174.57	332.71	475.60
新开工项目个数	2	2	5
期末在建项目个数	7	9	13
竣工项目个数	2	0	1

资料来源：公司提供
注：公司竣工口径为按项目整体竣工统计，分期开发，整体未竣工项目不计入竣工面积。

从在建及拟建项目情况看，截至 2018 年底，公司在建及拟建项目 17 个，预计总投资规模约 584.34 亿元（其中在建项目总投资规模约为 544.91 亿元），已投资金额 461.82 亿元，尚需投入 122.52 亿元；公司在建项目业态类型主要为住宅和商业，区域分布包括上海、福州、盐城及大连。综合以上分析，并考虑到公司现有的储备项目情况，整体看，公司未来房地产项目的资金投入规模较大，公司仍存在较大的资金需求。

表 4　截至 2018 年底公司在建及拟建项目投资概况（单位：年、亿元、%）

在建项目

项目名称	项目所在区域	开工时间	预计竣工时间	业态类型	是否自持	预计总投资	已投资金额	项目进度	未来投资计划		
									2019 年	2020 年	2021 年
当代艺术	大连	2013	2019	办公、商业、车位	是	80.13	70.06	96.17	6.64	3.43	--
香海金鼎	大连	2016	2019	住宅、商业、车位	否	27.43	24.83	90.52	2.60	--	--
城开中心	上海	2018	2021	住宅、商业、车位	否	146.58	144.43	98.53	2.15	--	--
香开长龙	福州	2018	2021	住宅、商业、车位	否	28.79	25.05	87.01	3.74	--	--
香滙融江	福州	2017	2021	住宅、商业、车位	否	36.32	34.80	95.81	1.52	--	--
香海世界二期	福州	2018	2022	住宅、商业、车位	否	19.27	18.62	96.63	0.52	0.13	--
香山小镇	福州	2016	2019	住宅、商业、车位	否	28.00	21.49	76.74	5.21	1.30	--
香海世界三期	福州	2017	2020	商业、车位	否	26.57	19.69	74.11	5.50	1.38	--
香江世界	福州	2017	2020	住宅、商业、车位	否	51.72	17.56	33.95	20.50	7.83	5.83
香悦府	福州	2017	2020	住宅、商业、车位	否	22.31	16.60	74.41	4.57	1.14	--
香匯新时代	福州	2018	2020	住宅、商业、车位	否	11.84	4.79	40.49	5.64	1.41	--
香澜	福州	2018	2021	住宅、商业、车位	否	23.69	20.70	87.38	2.39	0.60	--
香山新时代	福州	2017	2020	住宅、商业、车位	否	25.28	19.01	75.21	4.62	1.15	--
香海新时代	盐城	2011	2019	住宅、商业、车位	否	6.58	4.90	74.47	1.34	0.34	--
香城世家	盐城	2017	2020	住宅、商业、车位	否	10.40	9.90	95.19	0.50	--	--
合计					--	**544.91**	**452.43**	--	**67.44**	**18.71**	--

拟建项目

项目名称	项目所在区域	开工时间	预计竣工时间	项目性质	是否自持	预计总投资	已投资金额	项目进度	未来投资计划		
									2019 年	2020 年	2021 年
香城云开	盐城	2019	2020	住宅	否	12.43	3.39	--	2.27	3.70	3.05

朝阳区安置房项目	北京	2019	2020	住宅/商业	否	27.00	6.00	--	2.00	13.63	3.00
合计					**--**	**39.43**	**9.39**	**--**	**4.27**	**17.33**	**6.05**

注：上表中拟建项目仅包括截至2018年底完全未开工的项目
资料来源：公司提供

总体看，2018 年以来，公司继续加大房地产项目开发力度，当期新开工面积及期末在建面积规模均有较大增长；但同时，公司在建及拟建项目尚需投入的资金规模较大，且部分储备项目开发周期长，未来仍存在较大的资金支出压力及融资需求。

（3）房产销售情况

2018 年，公司签约销售面积为 106.62 万平方米，同比增长 17.14%，主要系公司加大在福州、盐城和大连等地的推盘力度所致；签约销售均价为 1.31 万元/平方米，同比增长 18.64%，主要系销售均价较高的产品有所增加所致；综合以上因素影响，公司实现签约销售金额 135.81 亿元，同比增长 35.50%。公司销售回款率为 83.65%，回款情况一般。

从结转情况看，2018 年，公司结转收入面积和结转收入金额均较上年有大幅增长，主要系结转项目增加所致；结转均价为 1.13 万元/平方米，同比略有下降。

表 5　2016~2018 年公司房地产项目销售情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售金额（亿元）	43.62	100.23	135.81
签约销售面积（万平方米）	38.69	91.02	106.62
平均签约销售价格(万元/平方米）	1.13	1.10	1.31
销售回款率（%）	87.22	82.39	83.65
结转收入（亿元）	46.34	53.02	100.02
结转面积（万平方米）	51.28	41.86	88.61
结转均价（万元/平方米）	0.90	1.27	1.13

资料来源：公司提供
注：结转收入包含住宅地产销售收入和商业地产销售收入，不包含房地产租赁收入。

从在售情况看，截至 2018 年底，公司在售项目 18 个，总可售面积约 591.91 万平方米，较年初增长 33.48%，主要系公司加大推盘力度所致；剩余可售面积约 226.30 万平方米，按 2017~2018 年平均签约销售面积计算，可支持公司约 2 年左右的销售。从去化情况看，公司在售项目整体销售情况良好，其中，当代艺术项目去化速度较慢，主要系项目周边市政配套尚未到位所致。香海壹品项目主要产品为沿海洋房、别墅，定位较高，客户群体较少，销售比例低，但体量不大。从剩余可售项目的区域分布情况看，仍以福州为主，其剩余可售面积占比约 74.52%，集中度较高。由于福州市房地产调控政策趋严，未来或将对公司项目销售产生一定影响。

表 6　截至 2018 年底公司主要在售项目情况（单位：年、万平方米、%、元/平方米）

项目名称	项目类型	所处城市	开盘时间	预计完工时间	项目计划总可售面积	已取得预售证面积	累计已售面积	项目销售进度	楼面地价
海德公园	住宅、商业、车位	盐城	2011	2017	58.63	58.63	53.47	91.20	1,916.00
香海壹品	别墅	大连	2013	2017	1.69	1.69	0.26	15.38	2,197.00
当代艺术	住宅、商业、车位	大连	2013	2020	46.99	34.94	24.70	70.69	6,396.67
香海金鼎	住宅、商业、车位	大连	2012	2019	60.94	53.79	45.83	85.20	844.00

重庆中庚城	住宅、办公、商业、车位	重庆	2011	2018	80.55	74.13	72.69	98.06	1,100.00
香江万里	住宅、商业、车位	福州	2013	2018	6.41	6.41	5.90	92.04	9,154.00
香山天地	住宅、商业、车位	福州	2014	2018	21.55	19.87	17.52	88.17	3,943.43
香海世界一期	住宅、商业、车位	福州	2015	2018	35.22	35.09	31.94	91.02	1,597.00
香海世界二期	住宅、商业、车位	福州	2017	2020	25.72	25.23	20.50	81.25	2,063.35
香滙融江	住宅、商业、车位	福州	2017	2019	56.17	56.02	45.80	81.76	1,386.22
红鼎天下	住宅、商业、车位	福州	2012	2015	10.60	9.06	7.79	85.98	10,184.00
香山小镇	住宅、商业、车位	福州	2017	2021	45.02	22.83	15.88	69.56	2,192.80
香海世界三期	住宅、商业、车位	福州	2018	2020	32.04	9.10	4.51	49.56	1,391.13
香开长龙	住宅、商业、车位	福州	2018	2019	9.19	6.88	4.61	67.01	23,183.00
香江世界	住宅、商业、车位	福州	2018	2022	55.33	14.89	8.10	54.40	1,629.00
香悦府	住宅、商业、车位	福州	2018	2021	12.01	2.91	1.51	51.89	9,016.00
香澜	住宅、商业、车位	福州	2018	2021	25.38	8.91	1.95	21.89	5,079.57
香海新时代	住宅、商业、车位	盐城	2018	2021	8.47	5.07	2.65	52.27	3,018.00
合计					**591.91**	**445.45**	**365.61**	**82.08**	--

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司房地产签约销售面积、签约销售金额及销售均价均持续增长，在售项目整体销售情况良好，剩余可售面积尚可；但公司部分项目仍存在一定的去化压力，且剩余可售项目区域仍以福州为主，在福州市房地产政策趋严的背景下，或将对公司销售产生一定影响。

3．酒店餐饮业务

公司酒店业务主要为福州市中庚喜来登酒店和聚龙酒店。2018 年，公司中庚喜来登酒店实现收入 1.02 亿元，同比基本持平；入住率为 46.32%，较上年略有提升；平均房价 516.78 元/间/天，同比下降 3.46%。2018 年，福州聚龙酒店由出租转为自营，其收入较为稳定，但入住率仍处较低水平，平均房价略有下降（具体如下表所示）。

表 7　2016~2018 年底公司酒店经营概况（单位：亿元、%、元/间/天）

酒店名称	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	入住率	平均房价	收入	入住率	平均房价	收入	入住率	平均房价
中庚喜来登	0.91	37.81	561.95	1.02	44.67	535.32	1.02	46.32	516.78
福州聚龙酒店	0.35	30.49	485.86	0.51	43.09	526.76	0.50	45.46	503.65

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司酒店整体经营较为平稳，但入住率仍处较低水平。

4．物业服务业务

公司物业服务业务主要包括自持的商场、写字楼以及酒店等，截至 2018 年底，公司持有型物业共计 10 个项目，自持面积共计约 33.77 万平方米，主要分布于福州、福清、大连、上海及北京等地。从出租情况来看，2018 年，公司自持物业整体出租情况较好，其中香山春天项目出租率为 0，主要系该项目目前处于升级改造过程中，未来拟考虑出售所致。从租金水平来看，2018 年，公司大多数自持物业项目租金水平均较上年有所增长；从评估情况看，由于上海城开中心商业综合体项目（现分为中庚环球创意中心办公楼和中庚漫游城两大商业项目）和望京新一城项目分别位于上海闵行区和北京朝阳区较核心区域，因此其评估增值率和评估单价均较高（具体如下表所示）。整体看，公司自持物业评估单价整体上较为合理。

表 8　2018 年公司自持物业经营概况（单位：年、万平方米、%、元/平方米/月、亿元、万元/平方米）

项目名称	自持面积	开业时间	出租率	2017 年租金水平	2018 年租金水平	入账成本	账面评估价值	增值率	评估单价
财富天下	0.54	2010	100.00	96.34	102.90	1.94	2.30	18.77	4.23
国际华府	0.07	2011	100.00	142.20	141.90	0.20	0.27	35.83	3.69
大连世贸大厦	0.17	2007	68.52	69.00	69.00	0.31	0.34	9.53	1.96
骏建大厦	0.17	2013	100.00	120.22	120.30	0.77	0.93	20.50	5.39
国际青年交流中心	1.12	2013	91.00	116.49	117.00	3.47	4.13	18.79	3.68
福州中庚城	2.11	2013	100.00	57.00	59.10	4.83	5.88	21.74	2.79
红鼎天下	0.93	2015	69.00	90.00	89.10	3.28	3.41	3.92	3.66
香山春天	0.15	2016	0.00	--	--	0.52	0.56	8.47	3.67
中庚环球创意中心办公楼	12.46	2017	80.00	--	162.00	30.72	79.17	157.72	6.35
中庚漫游城	11.02	2018	90.00	--	200.10	20.04	92.29	360.57	8.37
望京新一城	5.01	2019	81.00	--	498.00	6.11	22.03	260.30	4.40
合计	**33.77**	--	--	--	--	**72.19**	**211.30**	**192.72**	--

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司自持物业规模相对较大，出租情况较好，租金水平整体上有所增长，评估单价整体较为合理。

5．一级土地开发业务

公司一级土地开发业务主要包括大连旅顺临港新城项目和琅岐岛雁行江北岸开发项目，分别由子公司大连中庚投资有限公司（以下简称“中庚投资”）和福州城开实业有限公司（以下简称“福州城开”）负责实施，预计总投资规模分别约为 60 亿元和 30 亿元，截至 2018 年底，上述项目已累计投资约 11.50 亿元。2018 年，公司仅有大连旅顺临港新城项目确认收入 0.82 亿元，同比下降 66.53%。同期，公司琅岐岛雁行江北岸项目未确认收入，主要系琅岐岛雁行江北岸项目 2016 年已完成项目开发建设投资，南岸建设尚未开始，未发生投资建设所致。

总体看，公司一级土地开发整体规模较小，回款速度较慢，占用公司的部分营运资金；此外，公司一级土地开发业务项目储备较少，未来该项收入可持续性不佳。

6．其他业务

2018 年，公司其他业务以贸易业务为主（收入占比 93.60%），贸易业务又以由子公司东方银星

负责。公司贸易主要聚焦供应链管理业务，贸易品种以煤炭、焦炭、燃料油、钢材等大宗商品贸易为主，对上游供应商的结算账期一般为 1 个月左右，对下游客户则采用即时收款模式结算。2018 年，公司贸易业务实现收入 19.30 亿，同比大幅增加 15.84 亿元，主要系当期东方银星在原有煤炭、焦炭业务基础上，增加了燃料油、钢贸/建材等业务所致；实现归母净利润 0.21 亿元，同比增长 10.31%，净利润增幅较小主要系新增的燃料油业务毛利率较低所致（具体如下表所示）。

表 9　2017~2018 年东方银星贸易业务经营概况（单位：万元、%）

贸易产品	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
精煤	18,871.09	54.50	3.92	14,965.32	7.75	5.29
焦炭及附属品	15,752.26	45.50	6.81	19,103.08	9.90	4.47
燃料油	--	--	--	148,831.67	77.10	0.76
钢材	--	--	--	7,494.24	3.88	1.87
润滑油	--	--	--	2,635.69	1.37	0.18
其他	--	--	--	1.51	0.00	--
合　计	**34,623.34**	**100.00**	**--**	**193,031.51**	**100.00**	**--**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，由于新增燃料油、钢贸/建材等业务，公司贸易业务收入大幅增长，但整体业务规模仍较小。

7．关联交易

从关联交易情况看，公司关联交易主要包括与关联方的经营性往来、资金拆借、关联方借款、关联方担保及关联租赁等。截至 2018 年底，公司应收关联方款项金额为 37.74 亿元，较年初大幅增长 30.34 亿元，主要系当期新增对福建申庚实业有限公司及福州航正贸易有限公司等关联方的应收款项所致；公司应付关联方款项金额为 17.78 亿元，较年初下降 29.05%。除上述关联交易事项外，截至 2018 年底，公司与关联方形成的资金拆借净额为 1.32 亿元，其中向关联方北京市双桥农场有限公司和国营北京市永乐店农场拆入资金合计 8.95 亿元，向关联方福州首开中庚投资有限公司拆出的资金为 7.63 亿元；向关联方提供的担保余额为 22.13 亿元（具体如下表所示）。

表 10　2016~2018 年公司关联交易情况（单位：万元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
应收关联方款项	19,919.78	74,003.12	377,412.12
应付关联方款项	17,052.85	250,578.80	177,787.37
担保余额	--	143,655.90	221,271.50
关联方资金拆借净额	2,550.00	60,000.00	13,169.83
关联租赁	66.15	189.17	405.17

资料来源：公司审计报告

总体看，2018 年，公司关联交易增多，形成的应收款项规模较大，对资金形成一定占用。

8．经营关注

（1）公司在售项目集中度较高，在建及拟建项目尚需投入的资金规模较大

2018 年，公司在售项目仍以福州等地为主，集中度相对较高，且部分项目存在去化较慢的情况；未来，若上述区域房地产市场行情出现波动，则或将对公司销售产生一定影响。此外，公司在建及拟建项目尚需投入的资金规模较大且部分项目开发周期较长，公司未来将持续存在较大的资金支出压力及融资需求。

（2）公司综合毛利率显著下降，一级土地开发业务回款速度慢，对资金形成一定占用

2018 年，公司综合毛利水平显著下降，酒店入住率仍处于较低水平；在售项目中部分项目去化较慢。同时，公司一级土地开发整体规模较小，回款速度较慢，对公司资金有一定的占用，未来该业务收入持续性较低。

（3）关联交易对公司资金形成一定占用

2018 年，公司关联交易主要包括与关联方的经营性往来、资金拆借、关联方借款及关联方担保等，关联交易增多，形成的应收款项规模较大，对资金形成一定占用。

9．未来发展

公司未来将继续深耕地产业务，在做好现有上海、福州等已开发区域的同时，进一步拓展产业区域发展布局与业态布局。在其他业务板块上，继续开拓商业运营、金融贸易、智慧城市、能源等领域，实现公司业务多元化。

公司房地产业务方面，以福州为中心的海西经济圈是公司主要的核心发展区域，以上海为中心的长三角经济圈是公司近年的重点拓展区域。公司重点发展成熟区域与人口高净流入区域，降低投资风险，进行优质资产配置。

总体看，公司战略结合自身发展的比较优势和当前行业环境，能够支持公司的可持续发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2018 年度财务报表已经中审亚太会计事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其后颁布和修订的 42 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释和其他相关规定编制。

合并范围方面，2018 年公司合并报表通过非同一控制下企业合并新增子公司 1 家，通过新设新增子公司 9 家，注销子公司 1 家。截至 2018 年底，公司合并范围内子公司共有 68 家。整体看，2018 年会计政策变更及合并范围变化公司对财务数据存在一定影响，公司财务数据可比性尚可。

截至2018年底，公司合并资产总额635.59亿元，负债合计493.86亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计141.73亿元，其中归属于母公司所有者权益合计127.73亿元。2018年，公司实现营业收入127.01亿元，净利润（含少数股东损益）19.10亿元，其中归属于母公司所有者的净利润14.37亿元；公司经营活动现金流量净额-30.65亿元，现金及现金等价物净增加额-5.14亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 635.59 亿元，较年初增长 26.89%，主要系非流动资产增长所致；其中，流动资产占 53.33%，非流动资产占 46.67%，非流动资产占比呈持续上升态势，公司资产

结构较为均衡。

截至 2018 年底，公司流动资产为 338.96 亿元，较年初变化不大；公司流动资产以货币资金、其他应收款和存货为主，占比分别为 5.31%、24.08%和 64.08%。

截至 2018 年底，公司货币资金为 17.99 亿元，较年初下降 20.50%，主要系公司加大房地产开发力度导致经营性支出增加所致；公司货币资金以银行存款和其他货币资金为主，占比分别为 78.70%和 20.54%；公司货币资金受限规模为 3.47 亿元，占货币资金总额的 19.29%，受限规模尚可。

截至 2018 年底，公司其他应收款 81.61 亿元，较年初增长 32.13%，主要系应收关联方款项增加所致；从构成看，公司其他应收款主要为押金及保证金、关联方往来款和应收其他款项，占比分别为 13.37%、45.43%和 39.58%；共计提坏账准备 0.81 亿元；按欠款方归集的期末余额前五名的其他应收款余额合计 43.21 亿元，占其他应收款年末余额合计数的 53.66%，集中度较高。

表 11　截至 2018 年底其他应收款前五大客户情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	金额	账龄	占比	坏账准备年末余额
福州禄恒贸易有限公司	合并范围外关联往来	15.97	1 年以内	19.84	0.00
福州航正贸易有限公司	合并范围外关联往来	14.24	1 年以内	17.68	0.00
福建宏盛建设集团有限公司第三分公司	其他往来款	5.27	1 年以内	6.55	0.00
福建申庚实业有限公司	合并范围外关联往来	4.83	1 年以内	5.99	0.00
大连市甘井子区革镇堡中革镇堡村民委员会	押金及保证金	2.90	2~3 年	3.60	0.00
合计	--	**43.21**	--	**53.66**	**0.00**

资料来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司存货账面价值 217.20 亿元，较年初下降 5.78%，主要系当期公司结转项目增加所致；公司存货主要由开发成本（占比 63.95%）和已完工开发产品（占比 28.99%）构成，受部分项目去化较慢影响，开发产品占比持续提升。由于其开发成本和开发产品主要位于一、二线城市较核心区域，且拿地成本相对较低，故公司未对存货计提跌价准备；因抵押借款而受限的存货账面价值为 133.38 亿元，占比 61.41%，受限比例较高。考虑到公司房地产项目仍以福州为主，上述区域房地产调控政策较严，后续可能存在一定减值风险。

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 296.63 亿元，较年初大幅增长 78.89%，主要系投资性房地产大幅增长所致；从构成看，仍以投资性房地产为主，占比为 86.77%。

公司投资性房地产采用公允价值模式进行后续计量。截至 2018 年底，公司投资性房地产 257.37 亿元，较年初大幅增长 94.24%；主要系一方面当期新增自持物业上海城开中心办公楼（现更名为中庚环球创意中心办公楼），另一方面公允价值增加所致；2018 年，公司投资性房地产公允价值变动收益为 35.55 亿元，较上年增加 31.12 亿元，主要系上海城开中心等项目评估增值所致；因抵押而受限的投资性房地产账面余额为 152.93 亿元，占比 59.42%。由于投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、相关项目出租情况等因素影响较大，未来投资性房地产公允价值可能存在波动。

截至 2018 年底，公司商誉 7.78 亿元，较年初大幅下降 62.14%，主要系根据福建中兴资产评估房地产土地估价有限责任公司出具的资产评估报告，公司持有对东方银星 32%的权益的可收回金额为 8.75 亿元，小于含商誉的资产组的账面价值，故当期计提商誉减值 12.76 亿元所致。由于东方银星目前处于业务转型期，其在经营范围和经营方式可能还会发生变化，未来，公司仍将面临商誉减值风险。

截至 2018 年底，公司新增其他非流动资产 10.00 亿元，主要为预付的邯郸御景江山项目投资款，

由于该项目转让对价通过抵消部分项目公司股东中科建设供应链管理发展（上海）有限公司对公司的债务的方式支付，公司无须另行支付项目转让对价，故暂以预付投资款形式计入其他非流动资产。

截至 2018 年底，公司受限资产规模为 304.65 亿元，占总资产的比例为 47.94%；主要为因抵而受限的存货和投资性房地产，分别为 133.38 亿元和 152.93 亿元；此外，公司已将其所持有的东方银星股权全部质押，需关注股价所带来的风险。整体看，公司资产受限比例高。

总体看，2018 年，受新增上海城开中心办公楼项目以及投资性房地产公允价值增加等因素影响，公司资产规模持续增长，以投资性房地产为主的非流动资产占比进一步上升；货币资金有所下降且规模较小；资产受限比例高；整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 493.86 亿元，较年初增长 17.22%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占 40.43%，非流动负债占 59.57%，非流动负债占比持续上升，公司负债结构仍以非流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 199.68 亿元，较年初下降 3.17%，主要系预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债下降所致；公司流动负债以应付账款（占 24.39%）、预收账款（占 12.13%）、应交税费（7.76%）和其他应付款（占 47.94%）为主。

截至 2018 年底，公司应付账款为 48.70 亿元，较年初大幅增长 89.50%，主要系随着公司房地产开发力度加大，应付工程款相应增长所致。从构成看，公司应付账款主要由应付工程及材料款（占比 99.20%）构成。

截至 2018 年底，公司预收款项为 24.21 亿元，较年初下降 39.46%，主要系当期公司结转收入规模增加所致。公司预收款项主要由预收购房款构成（占比 93.80%）。

截至 2018 年底，公司应交税费为 15.49 亿元，较年初大幅增长 93.43%，主要系公司房地产业务开发规模及收入规模增长，导致应交增值税、企业所得税等税费相应增长所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 95.73 亿元，较年初下降 8.79%，主要系资金往来款以及对合并范围外关联方往来款下降所致；其他应付款主要由资金往来款[1]（占比 70.83%）、关联方往来款（占比 18.51%）和购房意向金（占比 6.71%）构成。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 8.46 亿元，较上年底下降 59.92%，主要系一年内到期的长期借款规模下降所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 294.18 亿元，较年初增长 36.77%，主要系长期借款和递延所得税负债增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 82.56%）和递延所得税负债（占 12.71%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 242.88 亿元，较年初增长 28.27%，主要系抵押、保证借款大幅增长所致；从构成看，保证借款占比 11.60%，抵押保证借款占比 53.58%，抵押借款占比 7.77%，质押借款占比 11.07%，抵质押保证借款占比 15.98%；从长期借款期限分布看，剩余期限在 1~2 年的长期借款占 52.44%，剩余期限在 2~3 年的长期借款占 20.39%，剩余期限在 3 年以上的长期借款占 27.17%，公司在 2020 年将面临较大集中偿付压力。

2018 年，公司新增应付债券 13.93 亿元，主要系当期公司公开发行 10 亿元公司债“18 中庚 G1”及非公开发行 4 亿元私募债“18 中庚 F1”所致；其中“18 中庚 G1”期限为 5（3+2）年，“18 中庚

[1] 公司资金往来主要系与北京市双桥农工商公司、国营北京市永乐店农场等公司的资金往来。

F1”期限为3（2+1）年。

截至2018年底，公司递延所得税负债为37.38亿元，较年初大幅增长123.22%，主要系投资性房地产公允价值变动收益大幅增长导致应纳税暂时性差异增加所致。

截至2018年底，公司全部债务274.92亿元，较年初增长20.35%，主要系公司长期债务规模增加所致；其中短期债务和长期债务占比分别为6.59%和93.41%，受长期借款规模增加以及当期新发行公司债影响，公司长期债务占比进一步提升，债务结构仍以长期债务为主，主要集中在2020年到期。债务指标方面，截至2018年底，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77.70%、65.98%和64.44%，较年初分别下降6.41个百分点、8.18个百分点和6.93个百分点，受新增自持物业以及投资性房地产公允价值变动收益增加等因素影响，公司各项债务指标比率显著下降；但整体看，公司债务负担仍属较重。

总体看，2018年，公司负债及债务规模均持续增长；受长期借款规模增加以及当期新发行公司债影响，公司长期债务占比进一步提升，债务结构仍以长期债务为主；受投资性房地产公允价值变动收益增加等因素影响，公司各项债务指标比率显著下降；但公司债务负担仍属较重，且于2020年面临较大的集中偿付压力。

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益合计141.73亿元，较年初大幅增长78.11%，主要系一方面股东投入资本金及未分配利润增加，另一方面上海城开中心部分开发产品转为投资性房地产，其公允价值超过其原账面价值之间的差额计入其他综合收益所致；其中归属于母公司的所有者权益占比90.13%。归属于母公司的所有者权益中，股本占比15.66%、其他综合收益占比57.02%、盈余公积占比0.30%、未分配利润占比27.03%；仍以其他综合收益和未分配利润为主。公司所有者权益结构较年初变化不大，权益稳定性较弱。

总体看，2018年，公司所有者权益规模保持快速增长态势，公司所有者权益中其他综合收益和未分配利润占比较高，其权益稳定性较弱。

4．盈利能力

2018年，公司实现营业收入127.01亿元，同比大幅增长102.60%，主要系房地产销售结转收入及贸易业务收入大幅增长所致；实现净利润19.10亿元，同比大幅增长171.53%；净利润增速显著高于营业收入增速主要系投资性房地产公允价值变动收益大幅增加所致。受房地产业务毛利下降及毛利率较低的贸易收入增加等因素影响，2018年，公司营业收入综合毛利率为22.54%，较上年下降10.98个百分点。

期间费用方面，2018年，公司期间费用合计15.85亿元，较年初增长42.64%，主要系融资规模扩大，财务费用相应增加所致；其中，销售费用、管理费用、财务费用分别占17.92%、26.50%和55.58%。2018年，公司销售费用2.84亿元，同比增长10.15%，主要系职工薪酬、企划活动费和其他费用等增加所致；公司管理费用4.20亿元，同比增长7.34%，主要系固定资产折旧增加所致；公司财务费用8.81亿元，同比大幅增长90.66%，主要系长期借款增加所致。整体看，公司财务费用增长较快，规模较大。

从利润构成来看，2018年，公司资产减值损失为13.09亿元，同比大幅增长12.47亿元，主要系当期对子公司东方银星产生的商誉减值损失增加所致。公司实现投资收益1.69亿元，同比大幅增加1.58亿元，主要系按权益法核算的长期股权投资收益增长所致。同期，公司公允价值变动收益为35.55亿元，同比大幅增长702.42%，主要系当期新增自持物业上海城开中心-办公楼，以及上海城开

中心等投资性房地产项目公允价值评估增值所致。公司营业外收支为-0.70 亿元，对利润总额影响较小。2018 年，公司资产减值损失、投资收益及公允价值变动收益占当期营业利润的比重分别为38.73%、5.01%和 105.22%，公司资产减值损失及公允价值变动收益对营业利润影响较大，公司盈利稳定性较弱。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.55%、7.27%和 17.26%，各项指标与上年相比分别增加 2.97 个百分点、3.38 个百分点和 6.48 个百分点，受公允价值收益增加影响，公司各项盈利指标均有所提升。

总体看，2018 年，由于房地产结转收入及贸易业务收入增加，公司营业收入大幅增长，但毛利率有所下降。受公允价值收益增加影响，整体盈利水平有所提升；但资产减值损失及公允价值变动收益对公司营业利润影响较大且未来仍存在商誉减值风险，财务费用增长较快；公司盈利稳定性较弱。

5．现金流

从经营活动情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 145.35 亿元，同比增长 5.07%，主要系房地产销售收入及贸易业务收入增长所致；同期，公司经营活动现金流出为 176.00 亿元，主要系公司房地产开发规模增长，相关经营性支出增加所致。综合以上因素，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-30.65 亿元，净流出规模持续扩大。

从投资活动情况来看，2018 年，公司投资活动产生的现金流入为 2.40 亿元，同比下降 29.18%，主要系上年公司收回 1.80 亿元定期存款，而本期未有相关现金流入所致；同期，公司投资活动现金流出为 10.23 亿元，同比大幅下降 82.47%，主要系 2017 年公司收购东方银星、宁波兴港码头建设有限公司、福建长达投资有限公司等子公司导致相关现金流出规模较大，而本期相关对外投资活动大幅减少所致。综合以上因素，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-7.83 亿元，净流出规模大幅下降。

从筹资活动情况来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 159.69 亿元，同比略有增长；公司筹资活动现金流出为 126.35 亿元，同比增长 47.28%，主要系偿还到期债务规模增加所致。综合以上因素，2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 33.34 亿元，净流入规模有所下降。

总体看，2018 年，受房地产销售规模增长影响，公司经营现金流入规模持续扩大，但由于公司房地产开发力度加大，其经营活动现金净流出规模有所扩大；受对外投资活动减少影响，公司投资活动现金净流出规模减少；受偿还到期债务等因素影响，公司筹资活动现金净流入规模有所下降。整体看，公司房地产开发及投资业务资金来源主要依靠对外融资。考虑到公司较大规模的在建及拟建项目，以及到期债务情况，公司未来仍有较大融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，2018 年，公司流动比率和速动比率分别为 1.70 倍和 0.61 倍，均较上年略有提升；现金短期债务比由上年的 0.75 倍提升至 1.01 倍，公司现金类资产对短期债务保护程度尚可；由于公司经营活动现金流为持续净流出状态，尚不能对流动负债形成有效保护；整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 42.53 亿元，同比大幅增长 155.90%，主要系利润总额增加所致。公司 EBITDA 主要由利润总额（占 77.80%）和计入财务费用的利息支出（占 19.38%）构成；EBITDA 利息倍数为 1.64 倍，较上年的 0.63 倍有所上升，EBITDA 对利息的保障能

力一般；公司 EBITDA 全部债务比为 0.15 倍，较上年的 0.07 倍有所上升，EBITDA 对全部债务的保障能力弱。整体看，公司长期偿债能力较为一般。

截至 2019 年 3 月底，公司已获银行授信额度 425.00 亿元，尚有 168.83 亿元额度未使用；考虑到公司控股子公司东方银星为上交所上市公司，公司具备直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司重大未决诉讼仲裁事项一起，涉案金额约 0.78 亿元，目前案件正在上诉过程中；公司或有负债规模不大。

截至 2018 年底，公司对外担保余额为 22.13 亿元，占公司所有者权益的比例为 15.62%，均为对关联方提供的担保。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G10350102000182603），截至 2019 年 5 月 5 日，公司已结清及未结清业务中无不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，2018 年，公司短期偿债能力及长期偿债能力均一般。考虑到公司房地产销售规模持续增长，经营现金流入规模持续扩大，且控股子公司具备直接融资渠道；公司偿债能力很强。

七、公司偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达18.29亿元，约为“18中庚G1”合计待偿本金（10.00亿元）的1.83倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产为141.73亿元，约为“18中庚G1”合计待偿本金（10.00亿元）的14.17倍，公司净资产能对“18中庚G1”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年，公司EBITDA为42.53亿元，约为“18中庚G1”合计待偿本金（10.00亿元）的4.25倍，公司EBITDA对“18中庚G1”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入145.35亿元，约为“18中庚G1”待偿本金（10.00亿元）的14.54倍，公司经营活动现金流入量对“18中庚G1”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在福州区域具备一定的深耕优势，未来，随着在建和拟建项目的陆续开工建设和开盘销售，以及自持物业的持续经营，公司整体经营状况有望保持良好，经营现金流有望得到改善。联合评级认为，公司对“18 中庚 G1”的偿还能力很强。

八、综合评价

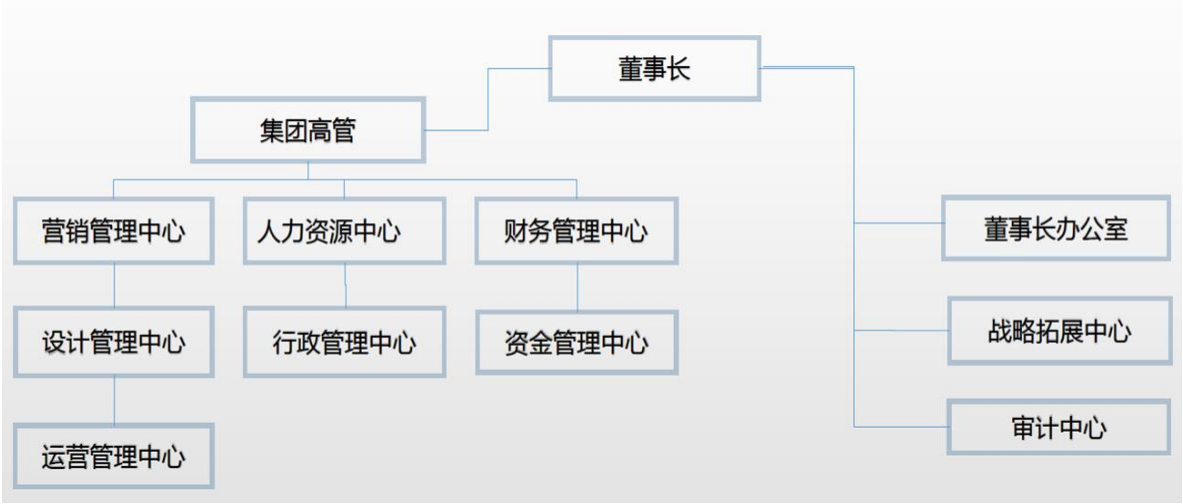
2018 年，公司作为具备一定区域竞争力的房地开发公司，其在福州区域具备一定的深耕优势。2018 年，公司房地产项目开发力度加大，销售规模及销售收入持续增长；自持物业经营状况良好，可对公司收入和利润形成一定补充；贸易业务规模大幅增长，经营业务逐步趋于多元化；公司资产规模、营业收入及利润规模均呈持续快速增长态势。同时，联合评级也关注到公司地产项目集中度较高、在建及拟建项目尚需投入的资金规模较大且部分项目开发周期较长、一级开发业务及关联交易对资金形成一定占用、货币资金有所下降且规模较小、资产受限比例高、存在一定商誉减值风险、权益稳定性较弱、资产减值损失和公允价值变动对营业利润影响较大、经营现金流净流出规模扩大、债务负担较重及 2020 年将面临较大集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着在建和拟建项目的陆续开工建设和开盘销售，以及自持物业的持续经营，公司整体经营状况有望保持良好，经营现金流有望得到改善。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“18 中庚 G1”

的债项信用等级为“AA”。

附件 1　中庚地产实业集团有限公司
组织结构图



附件 2　中庚地产实业集团有限公司
主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	319.77	500.88	635.59
所有者权益（亿元）	50.97	79.57	141.73
短期债务（亿元）	26.39	30.08	18.12
长期债务（亿元）	120.23	198.35	256.81
全部债务（亿元）	146.62	228.44	274.92
营业收入（亿元）	51.48	62.69	127.01
净利润（亿元）	3.65	7.03	19.10
EBITDA（亿元）	11.12	16.62	42.53
经营性净现金流（亿元）	-20.64	-6.95	-30.65
流动资产周转次数(次)	0.20	0.21	0.38
存货周转次数（次）	0.18	0.19	0.44
总资产周转次数（次）	0.17	0.15	0.22
现金收入比率（%）	89.37	131.73	104.54
总资本收益率（%）	4.86	4.58	7.55
总资产报酬率（%）	3.36	3.90	7.27
净资产收益率（%）	8.73	10.78	17.26
营业利润率（%）	20.01	29.72	20.05
费用收入比（%）	18.89	17.73	12.48
资产负债率（%）	84.06	84.11	77.70
全部债务资本化比率（%）	74.20	74.17	65.98
长期债务资本化比率（%）	70.23	71.37	64.44
EBITDA 利息倍数（倍）	0.35	0.63	1.64
EBITDA 全部债务比（倍）	0.08	0.07	0.15
流动比率（倍）	1.77	1.62	1.70
速动比率（倍）	0.27	0.51	0.61
现金短期债务比（倍）	0.38	0.75	1.01
经营现金流动负债比率（%）	-14.54	-3.37	-15.35
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.11	1.66	4.25

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2、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；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、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。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等。