

联合资信评估有限公司

承诺书

联合资信评估有限公司（以下简称“本评级机构”）承诺本评级机构出具的《金科地产集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据 2019 年跟踪评级报告》不存在虚假记载、误导性陈述和重大遗漏；同时在项目发起机构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。

联合资信评估有限公司
二零一九年七月二十九日



信用等级公告

联合〔2019〕2308号

联合资信评估有限公司通过对“金科地产集团股份有限公司2018年度第一期资产支持票据”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2018年度第一期资产支持票据”项下“18 金科地产 ABN001 优先”的信用等级为AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年七月二十九日



金科地产集团股份有限公司 2018 年度第一期 资产支持票据 2019 年跟踪评级报告

评级结果：

票据名称	存续规模 (亿元)	发行规模 (亿元)	期限 (年)	上次 评级	本次 评级
18 金科地产 ABN001 优先	13.80	15.00	3+1+1+1	AAA _{sf}	AAA _{sf}
18 金科地产 ABN001 次	1.00	1.00	--	NR	NR
合计	14.80	16.00	--	--	--

注：NR——未予评级，下同。

跟踪评级基准日：

初始起算日：2018 年 6 月 5 日
票据预计到期日：2024 年 6 月 5 日
票据法定到期日：2026 年 6 月 6 日
本次跟踪期间：2018 年 6 月 5 日~2019 年 6 月 5 日
票据跟踪基准日：2019 年 6 月 5 日（跟踪期内最后一票据支付日）

跟踪评级报告日：

2019 年 7 月 29 日

分析师

李泽 董聪

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 9 层（100022）

网址：http://www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对“金科地产集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”所涉及的借款人、差额支付承诺人信用水平，票据兑付以及质押财产现金流超额覆盖情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注。

根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、履职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“金科地产集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据“18 金科地产 ABN001 优先”信用等级为 AAA_{sf}。

优势

- 跟踪期内，质押财产实际现金流较为稳定，且整体规模优于预测值，优先级资产支持票据各期应付本息已足额兑付。
- 基于对金科集团经营与财务状况的综合分析，联合资信认为，金科集团整体抗风险能力强，其提供的无条件不可撤销的差额支付承诺对优先级资产支持票据“18 金科地产 ABN001 优先”的偿付有极强的保障作用。

关注

- 房地产行业受宏观政策调控影响大，且金科集团在重庆以外城市拿地优势不明显，部分土地储备所在区域竞争力不强，没有较强的抗周期能力，随着 2018 年合作开发规模增加，带来少数股东权益大幅增加，权益稳定性有待提高；同时对合作项目担保规模较大，存在一定或有负债风险。
- 跟踪期内的各个回收款归集期，质押财产涉及物业费实际收入围绕预测值存在一定波动，可能会削弱对优先级资产支持票据本息的保障程度。

声 明

- 一、本报告引用的资料主要由发起机构金科地产集团股份有限公司和受托人中信信托有限责任公司提供，联合资信评估有限公司（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金科地产集团股份有限公司/中信信托有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与金科地产集团股份有限公司/中信信托有限责任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。
- 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，未因金科地产集团股份有限公司/中信信托有限责任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“金科地产集团股份有限公司 2018 年度第一期资产支持票据”优先级资产支持票据到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内本期优先级资产支持票据的信用等级有可能发生变化。

一、交易概要

本交易的委托人金科地产集团股份有限公司将其对借款人金科物业服务集团有限公司享有的委托贷款债权以及委托人作为委托贷款交易项下委托人的全部权利作为基础资产，采用特殊目的载体机制，将基础资产委托给中信信托有限责任公司（以下简称“中信信托”）并设立“金科地产集团股份有限公司2018年度第一期资产

支持票据”信托，中信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优先级资产支持票据和次级资产支持票据。投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产信托项下相应的信托受益权。优先级票据享有优先级信托受益权，次级资产支持票据享有次级信托受益权。

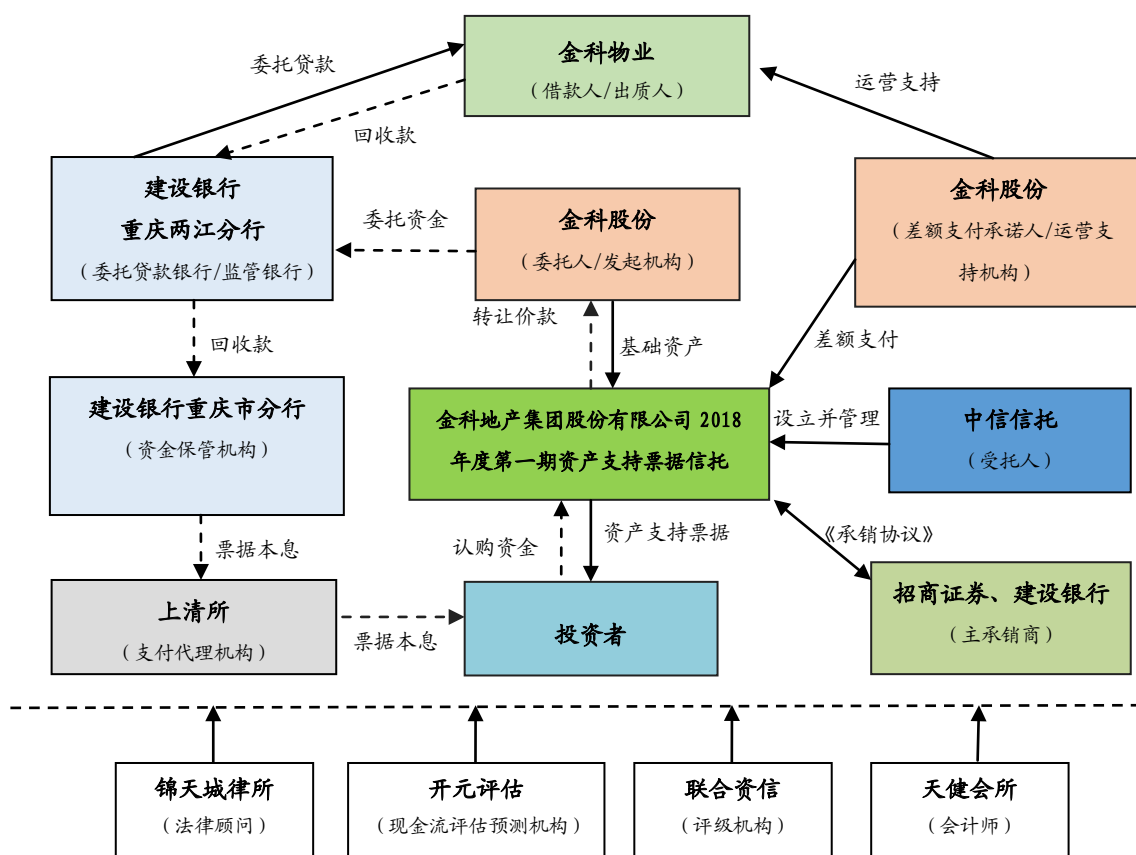


图1 交易安排

本交易是以底层基础资产作为质押担保，以质押财产现金流超额覆盖、金科地产集团股份有限公司（以下简称“金科股份”）提供的无条件不可撤销的差额支付承诺等提供综合增信保障的资产支持票据产品，主要还款来源为借款人金科物业服务集团有限公司（以下简称“金科物业”）所管理的全部特定物业管理区域在特

定期间收取的物业费。

本期资产支持票据分为优先级资产支持票据（18金科地产ABN001优先）和次级资产支持票据（18金科地产ABN001次），其中，优先级票据执行固定利率，票面利率为7%，存续期限6年，按半年付息，并按计划摊还本金（具体还本计划见附件1），次级票据全部由金科股份或

其指定完成次级资产支持票据认购程序第三方持有。

同时，本交易在发行日后满三年之前设置了信托开放期，基础债务人有权选择提前偿还

委托贷款未偿本金余额并结清利息，优先级资产支持票据持有人也有权在信托开放期进行提前受偿。

二、票据兑付状况

本跟踪期内，本交易未发生“委托贷款加速清偿事件”等对信托财产产生重要影响的事项，且未触发差额支付。

截至本次票据跟踪基准日，本交易已分别于 2018 年 12 月 5 日、2019 年 6 月 5 日进行 2

次兑付，向优先级资产支持票据（18 金科地产 ABN001 优先）持有人分配收益合计 22325.65 万元，偿还本金合计 12000.00 万元，“18 金科地产 ABN001 优先”未偿本金余额合计 138000 万元。具体兑付情况详见表 1。

表 1 资产支持票据兑付状况

（单位：万元、%）

票据名称	存续规模		占比		利率		预计到期日	兑付情况
	跟踪基准日	初始起算日	跟踪基准日	初始起算日	现行利率	发行利率		
18 金科地产 ABN001 优先	138000.00	150000.00	93.24	93.75	7.00	7.00	2024/6/5	正常兑付
18 金科地产 ABN001 次	10000.00	10000.00	6.76	6.25	—	—	2024/6/5	尚未开始兑付
票据合计	148000.00	160000.00	100.00	100.00	—	—	—	—

三、差额支付承诺人/运营支持承诺人信用风险

本交易发起机构/差额支付承诺人/运营支持承诺人金科股份前身是重庆东源钢业股份有限公司（以下简称“东源钢业”），系经重庆市人民政府重府发（1986）290 号文批准，于 1987 年 3 月 20 日由原重庆钢铁公司第四钢铁厂改组设立，并于 1996 年 11 月 28 日在深交所上市，股票代码 000656.SZ，上市时注册资本为 1.87 亿元。2011 年，公司完成新增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”）。重组完成后，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”）持有公司 252835355 股股份，占公司总股份的 21.82%，成为公司第一大股东，公司名称变更为现名。后经多次定向增发、权益分派及向特定对象进行股权激励等，截至 2018 年底，金科集团注册资本为 53.40 亿元，黄红云与一致行动人陶虹遐及黄斯诗直接持股比例为 15.56%，通过金科

投资间接持有 14.20%股份，另黄红云通过“银河汇通 29 号定向资产管理计划”持有 0.23% 股份，黄红云与一致行动人合计持有公司 29.99% 股份，为公司实际控制人。截至 2018 年底，融创中国控制的天津聚金、天津润泽和天津润鼎合计持有公司股份 1562143716 股，持股比例合计为 29.26%。融创中国实际控制人为孙宏斌。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 2306.99 亿元，所有者权益 377.67 亿元（其中少数股东权益 145.86 亿元）；2018 年，实现营业收入 412.34 亿元，利润总额 52.10 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 2469.22 亿元，所有者权益 397.05 亿元（其中少数股东权益 162.73 亿元）；2019 年 1—3 月，实现营业收入 64.11 亿元，利润总额 3.27 亿元。

1. 行业分析

我国对房地产市场的调控，延续了 2017 年以来的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

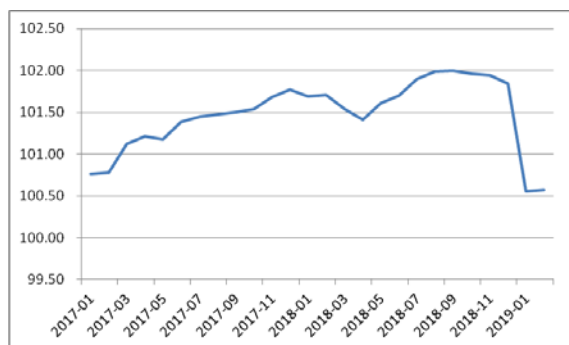


图 2 2017 年以来国房景气指数（频率：月）

资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增

长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

2018 年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。总体看，进入 2018 年以来，全国 300 城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

2018 年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率各地区均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。进入 2018 年 10 月以来，金融市场上货币政策出现松动。11 月 15 日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠

道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在7月31日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

2. 经营分析

金科集团的业务以房地产开发为主，同时涉足新能源发电、社区综合服务、酒店经营管理、园林、装饰等产业。

2016—2018年，受房地产市场整体回暖以及公司加大项目获取力度并坚持高周转的运营机制影响，营业收入快速增长，分别实现营业收入为322.35亿元、347.58亿元和412.34亿元，其中房地产开发收入分别为302.60亿元、328.50亿元和380.06亿元，占营业收入比重均超过90%；同期，物业管理收入分别为9.73亿元、12.27亿元和17.34亿元，随着公司物业管理面积不断增长，收入规模逐年提升。其他收入主要来源于酒店经营、新能源、园林等业务，占比较小。

从盈利能力看，房地产开发业务一直为公司收入和利润的主要来源。2016—2018年，金科集团综合毛利率分别为20.74%、21.32%和28.57%。房地产开发业务毛利率水平持续增长，主要系营业成本控制较好所致，2016—2018年分别为19.70%、20.51%和28.56%。2018年，物业管理业务以及其他业务毛利率

有所减少，但对整体毛利率影响不大。

跟踪期内，随着房地产项目结转规模增长，房地产开发业务收入快速增长带动公司整体收入快速增长，整体毛利率水平亦持续提高。

（1）房地产开发

金科集团具有国家房地产开发一级资质，房地产开发业务是公司主营业务，2016—2018年，房地产业务收入占公司营业收入的比重分别为93.87%、94.51%和92.17%。在产品战略方面，在房地产宏观调控、抑制投资投机需求的背景下，实施“541”（即50%的刚需型住宅产品、40%的改善型住宅产品和10%的高端再改善住宅产品）产品战略，产品类型以中小户型住宅为开发重点。金科集团坚持8大城市群的战略布局，重点布局核心25城，包括重庆、成都、苏州、北京、合肥、郑州、上海、南京、武汉、天津等。目前公司大部分项目集中于重庆、江苏、四川等区域。

表2 近年房地产经营情况
(单位: 万平方米、亿元、元/平方米)

项目	2016年	2017年	2018年
新开工面积	568	1096	2700
竣工面积	715	489	810
期末在建面积	1275	1882	3772
签约金额	319	630	1188
结算面积	498	546	604
结算金额	303	329	380
签约均价	6393	7473	8852
结算均价	6048	6026	6291
签约面积	499	843	1342

资料来源：公司提供

房地产开发方面，主要采用独立开发的模式，以住宅产品为主，近三年住宅销售收入占比分别为87.74%、85.40%和79.89%。2018年，商品房新开工面积快速增长，为2700万平方米，主要系近两年公司建立健全以高周转为导向的运营管理机制，确立管理标准和产品标准，加快项目进度建设，从拿地到交房周期大幅缩短所致。

房地产销售方面，营销以自有销售团队为主，销售管理由公司营销中心统筹，以区域公司为执行单位；以项目现场销售为主，异地营销推广为辅。金科集团房地产项目定价模式采用“一房一价”的方式。随着房地产市场的回暖，加大了项目获取力度并坚持高周转的运营机制，推盘速度以及推盘数量均快速增长。2018年，签约销售面积1342万平方米，较上年快速增长，主要来自重庆、成都、长沙、济南、合肥、苏州等城市。金科集团现阶段城市布局主要集中在重庆、江苏、北京、湖南、四川、山东等区域。2017年及2018年，一二线城市结算面积合计占公司销售面积的比例分别为83.13%和87.52%，一二线城市的销售收入合计占当期收入的比例分别为79.66%和86.78%。2018年，金科集团在重庆签约销售金额464亿元，同比增长52.63%，在重庆区域市场份额由上年的6.71%提升至8.79%，强化了重庆地区龙头房企地位，保持较大的竞争优势。截至2018年底，一二线城市存货的占比为84.57%。截至2018年底，可售面积超4100万平方米。

土地储备方面，金科集团采取因城施策的策略和创新多样的方法，累计进驻全国22个省（市），“八大城市群”战略布局基本完成。公司土地拓展方式由招拍挂方式向收并购、城中村改造、城市更新、合作开发等多点发力方式转变，非招拍挂项目比例大幅度提升，并与碧桂园、旭辉控股集团、红星美凯龙等企业形成战略伙伴关系，保持与保利、中海、龙湖、新城控股、金辉等大型企业的互动合作。2016—2018年，土地投入金额快速增长，2018年约515亿元，共计获取110宗土地，计容面积约2054万平方米。土地成本方面，2018年，金科集团获取土地成本3408元/平方米，同比下降33.66%，主要系公司选择成本较低地块所致。截至2018年底，金科集团土地储备丰富，根据过往开发节奏，土地储备可满足未来3年左右的开发需求。

表3 近年获取土地情况

项目	2016年	2017年	2018年
项目数量（个）	34	79	110
占地面积（万平方米）	344.52	587.22	944.82
计容建筑面积（万平方米）	613.12	1245	2054
土地投入金额（亿元）	208	460	515
购地均价（元/平方米）	3571	5137	3408
土地投入占签约金额比重（%）	65.20	73.07	58.92

资料来源：公司提供

注：土地投入金额为公司当年实际支付的土地款项，包含按进度支付的以前年度的土地款项；购地均价为公司当年的楼面合同均价。

截至2018年底，金科集团主要在建房地产项目156个，大部分为住宅项目，只有少量商业项目，总建筑面积6064.42万平方米，其中，合作开发项目总建筑面积2211.52万平方米（权益建筑面积1279.85万平方米），预计总投资额3502.51亿元，截至2018年底已投资2021.00亿元。未来主要拟建项目35个，主要为住宅项目，总建筑面积770.60万平方米，预计总投资额669.58亿元，截至2018年底已投资182.89亿元，主要集中在二线城市，近年来金科集团部分位于重庆项目去化较慢，开发产品中重庆项目剩余可售面积¹占比超过25%，而这些项目部分位于重庆主城九区外的区域，存在一定去化压力；此外，在常熟、嘉善、咸阳、内江、郴州、乌鲁木齐等三线城市仍拥有一定规模的储备项目，考虑到上述城市商品房去化周期较长，金科集团在这些城市的项目销售情况亦值得关注。

表4 金科集团主要在建房地产项目情况

（单位：万平方米）

区域	项目个数	项目类型	总可售面积	截至2018年底已售面积
重庆	55	住宅/产业	2780.73	1441.02
四川	19	住宅/商业	547.36	270.25
湖南	7	住宅/商业/产业	432.55	145.37
江苏	16	住宅	387.39	231.32
山东	10	产业/住宅	347.00	139.10
安徽	5	住宅	141.12	69.72
河南	5	住宅	175.91	69.93

¹ 剩余可售面积含在建及拟建项目。

贵州	8	住宅	186.48	92.18
广西	4	住宅	98.34	49.90
其他	27	住宅/商业/产业	613.68	144.82
合计	156	--	5710.56	2653.61

资料来源：公司提供

跟踪期内，金科集团坚持“做强重庆，做大华东，增量华北，稳定中西部”区域发展策略，在深耕重庆区域市场的基础上，稳步向国内一二线城市扩张；土地储备充足，开发规模和签约销售金额同比大幅增长，为金科集团长远发展提供了支撑。同时，联合资信关注到，金科集团的房地产项目区域集中度仍然较高，在建及拟建项目投资规模较大，部分重庆非主城区、三四线城市项目存在一定去化压力。

（2）其他业务

新能源发电业务系公司近年来新发展的业务，以风力发电和光伏发电为主，通过并购或自建的方式获取优质项目，以项目并网发电收取电费为利润来源。2014年12月，金科集团通过收购新疆华冉东方新能源有限公司（以下简称“华冉东方”）正式进入新能源风力发电行业。2015年4月和10月，华冉东方烟墩风电项目二期10万千瓦、三期5万千瓦风电机组陆续并网发电。2017年，华冉东方20万千瓦风电机组全部并网发电，运行状态良好。截至2018年底，景峡20万千瓦风场已成功并网。2018年，华冉东方上网电量4.75亿度，实现收入1.88亿元，实现净利润0.42亿元。截至2018年底，总装机40万千瓦。

近年来，金科集团在继续做大做强房地产主业基础上，积极寻求培育新的利润增长点，社区生活服务业务为公司房地产升级转型的重点发展方向。金科集团通过打造智慧生活社区，为业主提供全方位的人性化服务，收入来源包括基本物业费和其他增值服务收入。截至2018年末，社区服务业务覆盖重庆、北京、四川、江苏、湖南、陕西、山东等24

个省（市）。2016—2018年，物业管理收入分别为9.73亿元、12.27亿元和17.34亿元，呈快速增长趋势，对金科集团营业收入形成一定补充。

未来，金科集团将坚持8大城市群的战略布局，重点布局核心25城，通过合资合作、兼并收购，快速优化布局。未来五年总体战略目标是：到2020年底，实现“双千亿”，即千亿收入和千亿估值。在总体收入稳定增长的同时，实现整体收入结构的调整。

总体看，金科集团的发展战略清晰可行。未来随着经营规模的进一步扩大，公司整体竞争力有望进一步增强。

2. 财务分析

金科集团提供了2016—2018年经审计的财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见审计结论。

由于业务扩张，2017年，公司合并报表的子公司净增加78家；2018年，公司合并报表的子公司净增加159家，截至2018年底，公司合并范围内共有子公司397家。考虑到金科集团主营业务未发生重大变化，且新纳入合并范围子公司的资产规模较小，财务数据可比性较强。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额2469.22亿元，所有者权益397.05亿元（其中少数股东权益162.73亿元）；2019年1—3月，实现营业收入64.11亿元，利润总额3.27亿元。

（1）资产质量

2016—2018年，金科集团资产总额快速增长，年均复合增长45.32%。截至2018年底，资产总额2306.99亿元，较上年底增长46.60%，其中流动资产占92.48%，非流动资产占7.52%，资产结构以流动资产为主。

2016—2018年，流动资产年均复合增长46.60%，主要系存货大幅增加所致。截至2018

年底，流动资产合计 2133.41 亿元，同比增长 47.96%。公司流动资产主要由货币资金（占 13.99%）、其他应收款（占 6.10%）和存货（占 75.39%）构成。

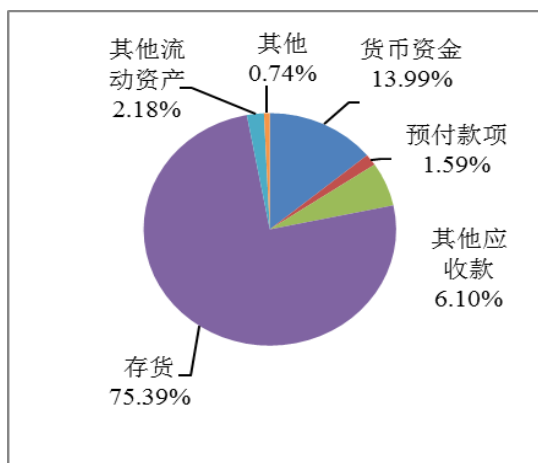


图3 截至2018年底流动资产构成

资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，金科集团货币资金快速增长，年均复合增长 30.07%。截至 2018 年底，货币资金 298.52 亿元，同比增长 60.26%，主要系公司新增借款及销售回款增加所致。货币资金中银行存款 292.03 亿元，其中使用权受限制的其他货币资金 3.68 亿元，占货币资金总额的 1.23%，主要为保证金和定期存单。

2016—2018 年，金科集团其他应收款快速增长，年均复合增长 82.59%，主要系应收联营、合营企业往来款项增加所致。截至 2018 年底，其他应收款为 130.23 亿元，同比增长 42.93%，全部为按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款，截至 2018 年底账面余额 132.94 亿元，计提坏账准备 2.71 亿元，计提比例为 2.04%，较上年有所下降。从欠款方看，其他应收款前五名合计为 29.84 亿元，占其他应收款比例为 22.44%，应收账款集中度一般。

金科集团存货主要为房地产开发成本、开发产品和拟开发产品，近三年规模快速增长，年均复合增长 49.95%。截至 2018 年底，存货账面价值为 1608.35 亿元，同比增长 50.00%，其中开发成本 1295.84 亿元（占

80.57%），开发产品 188.39 亿元（占 11.71%），拟开发产品 113.58 亿元（占 7.06%）。截至 2018 年底，金科集团累计计提存货跌价准备 0.86 亿元，计提比例 0.05%，计提比例较低，考虑到公司库存较高，且在售和在建的房地产项目部分分布在非热点城市，未来去化的压力较大，存在一定的存货跌价风险。2018 年底，金科集团账面价值 546.53 亿元的存货用于抵押借款。

2016—2018 年，金科集团非流动资产快速增长，年均复合增长 31.85%。截至 2018 年底，非流动资产为 173.57 亿元，同比增长 31.73%，主要由长期股权投资（占 42.45%）、投资性房地产（占 20.83%）、固定资产（占 13.67%）和在建工程（占 8.37%）等构成。

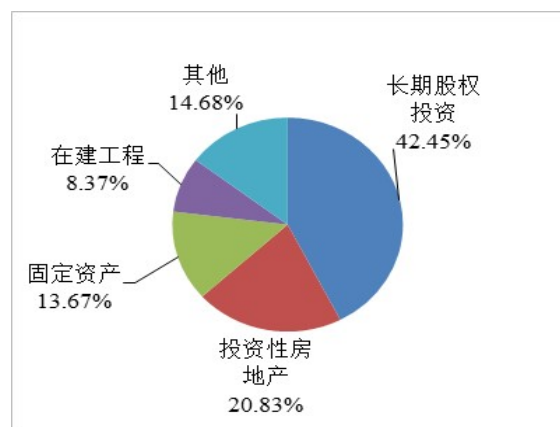


图4 截至2018年底非流动资产构成

资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，金科集团长期股权投资快速增长，年均复合增长 206.12%，主要系近两年公司合作开发项目增加，对联营或合营企业追加投资所致。截至 2018 年底，长期股权投资为 73.68 亿元，同比增长 66.44%。

2016—2018 年，金科集团投资性房地产不断增长，年均复合增长 11.92%。截至 2018 年底，投资性房地产账面价值为 36.15 亿元，同比增长 25.03%，主要系公允价值变动所致，投资性房地产主要为重庆市内的商场和办公楼。2018 年底，账面价值 3.64 亿元的投资性房地产用于抵押借款。

金科集团固定资产主要包括房屋及建筑

物和发电设备等，近三年年均复合变动率为-5.65%。截至2018年底，固定资产账面价值为23.74亿元，同比下降2.79%，主要系处置或报废固定资产所致。截至2018年底，累计折旧8.03亿元，固定资产成新率为77.29%，固定资产成新率较高。2018年底尚未办妥产权证的固定资产账面价值为0.77亿元。2018年底，账面价值11.45亿元的固定资产用于抵押借款。

2016—2018年，金科集团在建工程快速增长，年均复合增长60.77%。截至2018年底，在建工程为14.53亿元，同比增长25.13%。2016年，新开工景峡第二风场C区200MW项目，在建工程大幅增长，预计本项目投资额为15.6亿元，截至2018年底，项目账面价值14.53亿元。

截至2018年底，金科集团受限资产共计580.19亿元，占总资产的25.15%，受限规模一般，主要是为取得借款而抵押或质押受限。

截至2019年3月底，金科集团资产总额为2469.22亿元，较2018年底增长7.03%，主要系存货增长所致。从构成看，流动资产占92.79%，非流动资产占7.21%，资产结构较2018年底变动不大。

跟踪期内，金科集团资产规模快速增长，以流动资产为主，且存货占比突出。联合资信关注到，存货中部分项目位于非热点城市，或面临一定的去化压力。整体看，金科集团资产质量一般。

（2）负债及所有者权益

2016—2018年，金科集团所有者权益合计分别为225.32亿元、223.66亿元和377.67亿元，年均复合增长率为29.46%，主要系2018年少数股东权益大幅增长所致。2018年底，归属于母公司所有者权益合计为231.81亿元，主要由未分配利润（占42.41%）、实收资本（占23.04%）和资本公积（占17.69%）构成。

2016—2018年，金科集团实收资本保持

相对稳定，年均复合下降0.03%，主要系公司于2017年以现金方式回购不可解锁部分限制性普通股所致。截至2018年底，实收资本为53.40亿元，与2017年底相同。

2016—2018年，金科集团其他权益工具快速下降，年均复合下降23.44%，主要系2017年偿还民生加银资产管理有限公司发放的无固定期限贷款12.00亿元所致。截至2018年底，其他权益工具17.00亿元，同比保持不变，为中信建投证券股份有限公司发放的无固定期限贷款。

2016—2018年，金科集团资本公积保持相对稳定，年均复合增长0.82%。截至2018年底，资本公积为41.00亿元。

2016—2018年，金科集团少数股东权益快速增长，年均复合增长140.31%，主要系2018年与民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）合作实施同股同权项目及其他合作项目增加所致。截至2018年底，少数股东权益145.86亿元，同比增长461.58%，其中民生银行投资24.62亿元。

截至2019年3月底，金科集团所有者权益合计为397.05亿元（含少数股东权益162.73亿元），较上年底增长5.13%。权益结构较上年底变化不大。

跟踪期内，金科集团通过与民生银行合作实施同股同权项目，少数股东权益大幅增长；所有者权益中未分配利润占比较高，利润分配政策将影响所有者权益稳定性。

2016—2018年，金科集团负债规模快速增长，年均复合增长49.16%，主要系销售增加导致预收账款增加所致。截至2018年底，负债总额为1929.32亿元，同比增长42.92%。从负债结构看，流动负债占71.33%，非流动负债占28.67%，流动负债占比高。

2016—2018年，金科集团流动负债快速增长，年均复合增长69.56%。截至2018年底，流动负债为1376.26亿元，同比增长63.27%，主要由预收款项（占55.42%）、应付账款（占

9.94%)、一年内到期的非流动负债(占17.76%)和其他应付款(占9.17%)等构成。

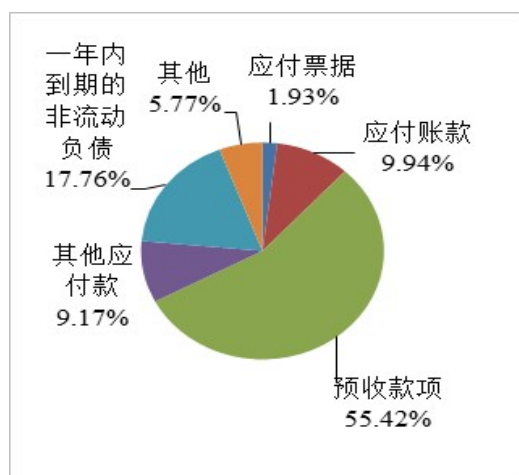


图5 截至2018年底流动负债构成

资料来源：公司财务报告

2016—2018年，金科集团短期借款波动增长，年均复合增长44.72%，主要系2017年信用借款增加所致。截至2018年底，短期借款31.96亿元，较上年底下降50.21%，其中信用借款0.59亿元、保证借款0.07亿元、质押借款4.46亿元、抵押及保证借款18.73亿元、质押及保证借款1.59亿元和抵押、质押及保证借款6.51亿元。

2016—2018年，金科集团应付账款快速增长，年均复合增长34.57%。截至2018年底，应付账款为136.81亿元，同比增长19.36%，主要为应付工程款(122.74亿元)和应付材料及设备款(14.07亿元)。

金科集团预收款项主要为商品房预售款。2016—2018年，随着房地产项目开发和销售规模的扩大，预收款项快速增长，年均复合增长70.38%。截至2018年底，金科集团预收款项为762.76亿元，同比增长78.00%。

金科集团其他应付款主要包括合资合作款、保证金、拆借款、应付暂收款、代收代缴客户款和应付股权转让款等构成。2016—2018年，其他应付款快速增长，年均复合增长55.66%。截至2018年底，其他应付款126.21亿元，同比增长48.75%，主要系控股子公司收到少数股东的项目运营往来款增加所致。

2016—2018年，金科集团一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长115.53%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。截至2018年底，一年内到期的非流动负债为244.43亿元，同比增长113.05%，其中，一年内到期的长期借款199.90亿元，一年内到期的应付债券43.36亿元。

2016—2018年，金科集团非流动负债快速增长，年均复合增长19.32%。截至2018年底，非流动负债为553.07亿元，同比增长9.08%，主要由长期借款(占85.65%)和应付债券(占11.57%)构成。

2016—2018年，金科集团长期借款快速增长，年均复合增长59.98%。截至2018年底，长期借款为473.70亿元，同比增长27.19%，其中，保证借款7.49亿元，质押借款41.65亿元、抵押借款20.37亿元、抵押及保证借款307.60亿元、质押及保证借款23.19亿元、质押及抵押借款16.54亿元和抵押质押及保证借款56.86亿元。

2016—2018年，金科集团应付债券快速下降，年均复合下降41.79%。截至2018年底，应付债券64.00亿元。截至2019年5月10日，期末应付债券余额为140.62亿元，根据存续债券期限分布来看(详见表5)，金科集团2019年底到期债券为18亿元。

表5 截至2019年5月10日应付债券情况

(单位：年、亿元)

债券简称	到期日	期限	当前余额
19 金科地产 SCP001	2019-07-21	0.49	7
16 金科 07	2019-07-26	3	1
18 金科地产 CP001	2019-08-03	1	10
19 金科地产 CP001	2020-01-08	1	12
19 金科地产 SCP002	2020-01-21	0.74	8
15 金科 01	2020-08-28	5	2.82
19 金科地产 MTN001	2021-01-15	2	10
18 金科 04	2021-04-03	3	6
19 金科地产 MTN002	2021-04-16	2	13
18 金科 06	2021-09-05	3	15

18 金科 01	2022-02-09	4	19.7
18 金科 02	2023-02-09	5	16.1
19 金科 01	2023-03-11	4	20
合计	--	--	140.62

资料来源：联合资信整理

截至2019年3月底，金科集团负债总额2072.18亿元，较2018年底增长7.40%，主要系短期借款、预收款项和长期借款增加所致。其中短期借款较上年底增长48.12%至47.34亿元；预收款项较上年底增长13.07%至862.42亿元；长期借款较上年底增长16.75%至553.04亿元。负债构成中流动负债占69.09%，非流动负债占30.91%，与上年底相比，非流动负债占比略有上升。

有息债务方面，2016—2018 年，金科集团有息债务规模快速增长，年均复合增长37.71%。截至2018 年底，全部债务为848.16亿元，同比增长24.57%，其中短期债务302.99亿元，同比增长67.77%，长期债务（含长期应付款中融资租赁款）545.17 亿元，同比增长8.98%。

债务指标方面，2016—2018 年，金科集团资产负债率分别为79.38%、85.79%和83.63%；全部债务资本化比率分别为66.50%、75.27%和69.19%；长期债务资本化比率分别为62.71%、69.10%和59.08%。

若将金科集团的无固定期限委托贷款17亿元从其他权益工具调整至全部债务，则截至2018 年底，全部债务为865.16 亿元，其中短期债务302.99 亿元（占35.02%），长期债务562.17 亿元（占64.98%）。2016—2018 年，调整后的公司资产负债率分别为80.93%、86.87%和84.37%；全部债务资本化比率分别为69.57%、77.15%和70.58%；长期债务资本化比率分别为66.20%、71.45%和60.92%。金科集团有息债务负担仍重。

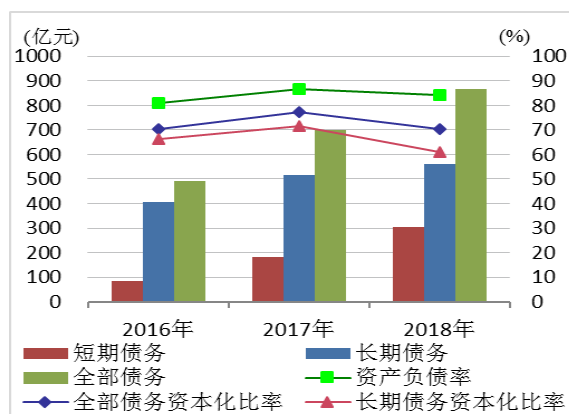


图6 债务负担情况

资料来源：公司财务报告

跟踪期内，随着金科集团业务扩张，资金需求快速增长，有息债务规模大幅增长。负债结构中，有息债务以长期债务为主，债务结构合理。整体看，金科集团有息债务负担重，未来随着公司业务扩张，债务负担可能进一步加重。

（3）盈利能力

2016—2018 年，金科集团营业收入不断增长，年均复合增长13.10%。2018 年，实现营业收入412.34 亿元，同比增长18.63%；近三年营业成本增速低于营业收入增速，年均复合增长7.37%，故金科集团营业利润率持续增长，分别为14.96%、18.07%和25.16%。

2016—2018 年，金科集团期间费用快速增长，年均复合增长39.84%。2018 年，费用总额49.54 亿元，同比增长30.66%，主要系随着开发及销售规模的扩大，公司管理费用以及销售费用增长所致。费用构成中，销售费用、管理费用、财务费用和研发费用分别占51.71%、47.22%、1.00%和0.07%。同期，销售费用25.62 亿元，同比增长41.70%，主要系销售规模大幅增长所致；管理费用23.40 亿元，同比增长54.76%，主要系业务规模扩大所致；财务费用0.50 亿元，同比下降89.41%，主要系银行存款利息及按协议约定向联营、合营企业收取投资开发资金利息收入增加所致。

2018 年，金科集团投资收益为-1.86 亿元；

其他收益 0.73 亿元，主要系财政补贴款等；当期营业外收支均不大，对利润水平影响较小。

2016—2018 年，金科集团利润总额持续增长，年均复合增长 52.80%，分别为 22.31 亿元、29.43 亿元和 52.10 亿元。

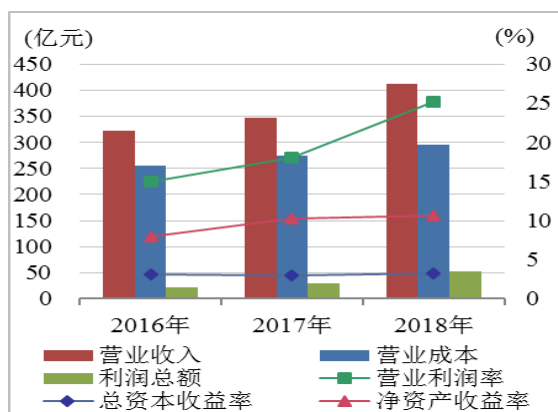


图 7 盈利能力情况

资料来源：公司财务报告

从盈利指标来看，近三年金科集团总资产收益率和净资产收益率加权平均值分别为 3.41% 和 9.98%，2018 年分别为 3.72% 和 10.65%，金科集团整体盈利能力尚可。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 64.11 亿元，同比增长 20.47%；营业利润率为 21.58%，较 2017 年下降 3.58 个百分点；同期，公司实现利润总额 3.27 亿元，同比增长 22.80%。

跟踪期内，随着金科集团经营规模的扩大，营业收入快速增长；期间费用规模增长较快，金科集团对期间费用控制能力有待加强；整体盈利水平尚可。

（4）现金流

现金流方面，跟踪期内，金科集团销售回款增加，经营活动现金由上年的净流出转为净流入状态；随着金科集团并购项目以及合作开发项目的增加，投资活动产生的现金仍呈净流出状态；未来随着在建项目的建设投入，金科集团对筹资活动仍将持续依赖。

（5）偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，

金科集团的流动比率持续下降，分别为 207.37%、171.05% 和 155.02%。2016—2018 年，速动比率持续下降，分别为 57.95%、43.85% 和 38.15%。近三年经营现金流负债比波动下降，分别为 13.04%、-10.07% 和 0.97%。2016—2018 年，现金类资产/短期债务分别为 2.59 倍、1.03 倍和 0.99 倍。考虑到流动负债中预收款项无需实际偿付，且现金类资产对短期债务保障能力较强，实际短期偿债压力小。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，金科集团 EBITDA 规模快速增长，近三年分别为 28.21 亿元、36.20 亿元和 59.91 亿元，公司全部债务/EBITDA 分别为 16.88 倍、19.28 倍和 14.44 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力较弱；受 EBITDA 规模增长影响，公司 EBITDA 利息倍数呈现上升趋势，近三年分别为 0.90 倍、1.03 倍和 1.20 倍，对利息的覆盖能力有所提高。从指标上看，金科集团长期偿债能力较弱，但考虑到销售项目回款情况，整体看，金科集团的长期偿债能力强于指标值。

截至 2018 年底，金科集团实际对外担保 102.00 亿元，担保比率为 27.00%。截至 2018 年底，金科集团对关联企业的担保主要系项目合作开发过程中形成的开发贷款担保，或有负债风险可控。

截至 2018 年底，金科集团获得金融机构综合授信额度共计 1687.33 亿元，其中未使用银行授信额度 1012.06 亿元，间接融资渠道畅通。同时，金科集团为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

（6）抗风险能力

基于对金科集团经营与财务状况的综合分析，联合资信认为，金科集团整体抗风险能力强。

截至 2019 年底，金科集团尚需偿还债券本金 18 亿元。2016 年—2018 年，经营活动现金流入量分别为 376.16 亿元、706.43 亿元

和 1209.10 亿元，分别为公司待偿还金额的 20.90 倍、39.25 倍和 67.17 倍；同期，金科集团经营活动现金净额分别为 62.44 亿元、-84.86 亿元和 13.29 亿元，分别为公司待偿还金额的 3.47 倍、-4.71 倍和 0.74 倍；同期，金科集团 EBITDA 分别为 28.21 亿元、36.20 亿元和 57.53 亿元，分别为公司待偿还金额的

1.57 倍、2.01 倍和 3.20 倍，整体看，金科集团 2019 年待偿还债券的偿还风险不大。

综合评估，联合资信维持金科地产集团股份有限公司主体信用等级为 AA⁺，展望为稳定。其作为本交易的差额支付承诺人/运营支持承诺人，能够为优先级票据的本息偿付提供较好的流动性支持和信用支持。

四、质押财产及现金流

1. 质押财产概况

本交易质押财产为特定期间内，基础债务人金科物业就其所管理的全部特定物业管理区域所享有收取物业费的权利，包括其基于全部既有“入池物业合同”、以及未来基于管理特定物业管理区域所签署的物业合同及相关法律法规的规定而取得的、要求物业服务委托方支付物业费的应收账款债权以及为实现上述权利及收益而采取相应担保或补救措施或追究违约责任的权利。

跟踪期内，质押财产涉及原90个物业项目未发生变化，物业类型包含住宅、商业、办公写字楼及工业物业，分别位于山东、江苏、安徽、浙江、湖北、湖南、河南、重庆、贵州、四川、云南、陕西、新疆十三个省市。

2. 质押财产现金流分析

根据开元资产评估有限公司出具的《资产评估报告书》，在相关假设前提下，预计2018年1月至2019年6月预测应收物业费合计为52960.52万元，质押财产实际现金流入合计60156.62万元，比现金流预期值超出13.59%。其主要原因在于本次入池的部分资产受交房、启用“三表”等因素影响，所收取的物业费改

为全额收取，导致物业费较评估报告出具时的收费单价有所升高所导致。此外，根据评估报告显示，2019年上半年入池资产预算现金流为20346.91万元，实际现金流入合计19771.95万元，低于现金流预测值2.83%。其主要原因为根据物业费收缴惯例，每年初及年末为物业费集中缴纳期，其余月份缴费情况较为分散且无固定规律，而其中按照惯例物业费下半年整体缴纳比例要高于上半年，因此导致上述入池资产2019年上半年实际现金流略低于预测值。虽然各期实际现金流回款有所波动，但总体而言，质押财产实际现金流表现优于预期值，联合资信将予以持续关注；同时，联合资信在进行压力情景测算时，已经考虑到各期物业管理费损失对优先级票据本息兑付的影响。

表6 预测现金流与实际现金流情况对比

(单位: 万元、%)

收款期间	预测值	实际值	实际增量 占比
2018 年上半年	15004.98	17726.22	18.14
2018 年下半年	17608.73	22658.45	28.68
2019 年上半年	20346.91	19771.95	-2.83
合 计	52960.52	60156.62	13.59

五、定量分析

本交易质押财产实际现金流表现优于预期值，且质押财产所涉物业未出现重大不利变化，联合资信仍使用开元资产评估有限公司预测的质押财产现金流。

同时，在进行压力情景测算时，联合资信沿用了首次评级的组合压力情景，即假设各期物业管理费欠费率8%，且拖欠部分60%左右将在第二年实现回收；各期物业管理费损失率为

10%；并采用优先级资产支持票据的实际发行利率7%。本交易可分配现金流即为质押财产现金流预测值，预期支出=优先级票据应付本息+相关税费，覆盖倍数=可分配现金流/预期支出。经测算，在组合压力情景下，预测可分配现金流对优先级票据本息的覆盖倍数均在1.15倍及以上。

表7 覆盖倍数 （单位：万元、倍）

时间	当期预计 现金流	应付优先级票 据本息	优先级 票据本息 DSCR
2019 年下半年	17502.66	14868.25	1.18
2020 年上半年	18500.41	15515.70	1.19
2020 年下半年	19670.29	16627.90	1.18
2021 年上半年	19725.11	16887.21	1.17
2021 年下半年	19785.02	17221.84	1.15
2022 年上半年	19788.67	17228.27	1.15

六、结论

联合资信对“金科地产集团股份有限公司2018年度第一期资产支持票据”所涉及的借款人、差额支付承诺人信用水平，票据兑付以及质押财产现金流超额覆盖情况、交易结构稳健性以及参与机构履职状况进行了持续的关注。

根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽

2022 年下半年	19791.47	17017.07	1.16
2023 年上半年	19791.47	17095.30	1.16
2023 年下半年	19790.11	17152.37	1.15
2024 年上半年	19790.11	17188.29	1.15
合 计	221139.45	189208.55	—

经测算，在存续期内各偿还时点上，质押财产现金流对当期应付优先级票据本息的覆盖倍数，与首次评级压力测试的结果相比，无明显差异。同时，考虑到外部增信方金科集团提供的无条件不可撤销的差额支付承诺，联合资信认为优先级资产支持票据（“18金科地产ABN001优先”）到期不能兑付的风险极低。

职能力等因素考虑后，联合资信确定维持“金科地产集团股份有限公司2018年度第一期资产支持票据”项下优先级资产支持票据“18金科地产ABN001优先”信用等级为AAA_{sf}。

附件 1 优先级票据还本计划表

还款日期	当期应还本金金额（万元）
2018/12/5	5000.00
2019/6/5	7000.00
2019/12/5	10000.00
2020/6/5	11000.00
2020/12/5	12500.00
2021/6/5	13200.00
2021/12/5	14000.00
2022/6/5	14500.00
2022/12/5	14800.00
2023/6/5	15400.00
2023/12/5	16000.00
2024/6/5	16600.00
合计	150000.00

附件 2 资产支持票据信用等级设置及其含义

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}、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：

等级		含义
投资级	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，是正常情况下投资者所能接受的最低资信等级。
投机级	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。
违约级	C _{sf}	不能偿还债务。