



# 信用等级通知书

信评委函字[2019]G024-1号

## 金科地产集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“金科地产集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年一月九日

# 金科地产集团股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AAA
<b>主体级别</b>	AAA
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	金科地产集团股份有限公司
<b>发行规模</b>	不超过人民币 44 亿元（含 44 亿元），采用分期发行方式
<b>债券期限</b>	本期债券品种一为 4 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
<b>债券利率</b>	本期债券票面利率为固定利率，最终票面利率由发行人和承销商通过市场询价协商确定
<b>付息方式</b>	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

## 概况数据

金科股份	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益（亿元）	153.38	225.32	223.66	336.02
总资产（亿元）	955.53	1,092.49	1,573.64	2,078.64
总债务（亿元）	399.05	447.22	680.86	798.34
营业收入（亿元）	193.99	322.35	347.58	268.93
营业毛利率（%）	28.41	20.74	21.32	25.95
EBITDA（亿元）	23.03	28.21	36.20	-
所有者权益收益率（%）	8.04	7.95	10.22	10.55
资产负债率（%）	83.95	79.38	85.79	83.83
净负债率（%）	198.96	120.17	221.13	150.32
总债务/EBITDA（X）	17.33	15.85	18.81	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.68	0.90	1.03	-

注：1、2015~2018.Q3 长期应付款中应付融资租赁款已调至长期债务核算；

2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

3、2018 年三季度所有者权益收益率指标经年化处理。

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“金科地产集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券的安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定金科地产集团股份有限公司（以下简称“金科股份”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，该级别反映了发行主体金科股份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。中诚信证评肯定了金科股份在重庆区域领先的市场地位和较高的品牌知名度，持续增长的销售业绩和丰富的待结转资源，项目储备充裕且区域布局得到优化，以及较为充足的流动性来源等因素对公司信用水平的支持。同时，中诚信证评也关注到公司债务规模上升较快，面临一定的或有负债及资本支出压力，以及股权结构变化等因素可能对公司信用质量产生的影响。

## 正面

- 领先的区域市场地位。作为起步于重庆的房地产企业，公司在重庆及周边房地产市场具有很强的区域竞争实力及品牌知名度，近年来公司在重庆区域开发规模、销售金额位居前列，市场占有率亦逐年提升，重庆本土区域优势显著。
- 项目储备充裕且区域布局得到优化。近年来公司在保持重庆区域竞争优势的同时，加快了重庆以外的“八大城市群”重点城市拓展，全国区域布局得到优化且土地储备充裕。截至 2018 年 9 月末公司储备项目未售面积合计约 4,067.73 万平方米，其中分布于重庆、长沙、济南、成都、郑州、天津、合肥、武汉、无锡、西安、南昌等国内主要二线城市项目储备面积合计占比达到总储备的 71.63%。
- 销售业绩增长较快，待结转资源丰富。得益于重庆区域领先的市场地位，契合市场需求的推盘节奏和产品定位，以及其布局的主要二线核

分析师

蒋 贻 [tjiang@ccxr.com.cn](mailto:tjiang@ccxr.com.cn)

刘汝健 [rjliu@ccxr.com.cn](mailto:rjliu@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2019年1月9日

心城市销售额增长明显，带动公司整体签约销售业绩快速提升，近三年签约销售金额年均复合增长率为 68.84%。同时，公司较大规模的已售待结算资源对其未来业绩保持提供保障。

- 较为充足的流动性来源。近年来，受益于持续增长的签约销售金额以及较为顺畅的直接与间接融资渠道，公司内外部流动性来源较为充足，为其房地产业务持续推进及债务的偿还提供有力支撑。

关注

- 债务规模上升较快，面临一定的或有负债及资本支出压力。由于近年公司加快项目获取及开工速度，对外融资需求增加，推升其债务规模快速上升，财务杠杆比率亦维持在较高水平。同时考虑到近年来公司合联营项目增多，对外担保金额有所上升，且未来仍有较大规模的在拟建项目，或有负债及资本支出压力值得关注。
- 股权结构变化的影响。近年来公司股东持股情况和实际控制人及一致行动人有所变动，金科股份未来的股权变动情况对于公司业务运营、公司治理等方面的影响中诚信证评会保持关注。



## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

## 概 况

### 发债主体概况

金科地产集团股份有限公司（以下简称“金科股份”或“公司”）前身为重庆东源钢业股份有限公司（以下简称“东源钢业”），东源钢业系 1987 年 3 月由原重庆钢铁公司第四钢铁厂改组设立，并于 1996 年 11 月在深圳证券交易所上市，股票代码 000656，上市时总股本为 1.87 亿元。2011 年，黄红云、陶虹遐夫妇及其全资持有的重庆市金科投资有限公司合计持有公司股份 48.27%，成为公司控股股东，并变更公司名称为现名，之后亦多次定向增发、权益分派及向特定对象进行股权激励等。2016 年 9 月公司向特定对象非公开发行人民币普通股（A 股）股票后，融创中国控股有限公司（以下简称“融创中国”）的下属全资子公司天津聚金物业管理有限公司（以下简称“天津聚金”）通过定增认购金科股份股票；同时，2016 年 11 月至 2017 年 12 月，融创中国下属全资子公司天津润泽物业管理有限公司（以下简称“天津润泽”）和天津润鼎物业管理有限公司（以下简称“天津润鼎”）亦通过二级市场不断增持金科股份股票。2017 年 4 月 1 日，金科股份发布公告称，实际控制人黄红云先生和陶虹遐女士已办理离婚手续，实际控制人黄红云先生和陶虹遐女士共同控制关系解除并签署《一致行动协议》，实际控制人由黄红云先生和陶虹遐女士变更为黄红云先生，陶虹遐女士为黄红云先生之一致行动人。同时，黄红云先生与广州市安尊贸易有限公司（以下简称“广州安尊”）于 2017 年 4 月 10 日签署《一致行动协议》，广州安尊将在协议签署 90 日内通过竞价等方式购买金科股份 2 亿股股票；截至 2018 年 3 月末，广州安尊尚未执行《一致行动协议》购买公司股票，黄红云先生与广州安尊未形成一致行动关系。

截至 2018 年 9 月末，公司股本为 53.40 亿元，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票 1,449,057,826 股，持股比例合计 27.14%；黄红云及陶虹遐分别持有公司 10.98% 和 2.49% 的股份，通过重庆市金科投资控股（集团）

有限责任公司（以下简称“金科控股”）间接持有公司 14.20% 股份，黄红云及其一致行动人陶虹遐通过直接和间接合计持有公司 27.67% 的股份。

2018 年 10 月 28 日，金科股份发布公告称，实际控制人黄红云先生与黄斯诗女士签署《一致行动协议》，黄斯诗女士成为黄红云先生之一致行动人。截至《一致行动协议》签署日，黄斯诗持有公司 2.31% 的股份，《一致行动协议》签署后黄红云及其一致行动人陶虹遐、黄斯诗通过直接和间接合计将持有公司 29.99% 的股份，黄红云仍为公司实际控制人。

2018 年 11 月 24 日金科股份发布《关于回购注销部分限制性股票的减资公告》，公司回购合计 5,707,500 股限制性股票完成后，金科股份总股本将由 5,339,715,816 股减至 5,334,008,316 股；若以回购减资后总股本计算，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 29.12% 的股份，黄红云及其一致行动人陶虹遐、黄斯诗通过直接和间接合计将持有公司 30.02% 的股份。

公司以房地产开发为主，社区生活服务、酒店经营管理、园林、装饰和新能源发电等相关多元化产业经营为辅，拥有房地产开发壹级资质。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司总资产 1,573.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 223.66 亿元，资产负债率为 85.79%；当期实现营业总收入 347.58 亿元，取得净利润 22.85 亿元，产生经营活动净现金流-84.86 亿元。

截至 2018 年 9 月 30 日，公司总资产 2,078.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）336.02 亿元，资产负债率 83.83%；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 268.93 亿元，净利润 26.59 亿元，经营活动现金流量净额 17.18 亿元。

## 本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	金科地产集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行总额	不超过人民币 44 亿元（含 44 亿元），采用分期发行方式
债券期限	本期债券品种一为 4 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权；品种二为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
票面金额和发行价格	每张面值 100 元，按面值平价发行
债券利率	本期债券票面利率为固定利率，最终票面利率由发行人和承销商通过市场询价协商确定
付息方式	每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还（包括但不限于）到期或回售的公司债券等符合监管机构要求的用途

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

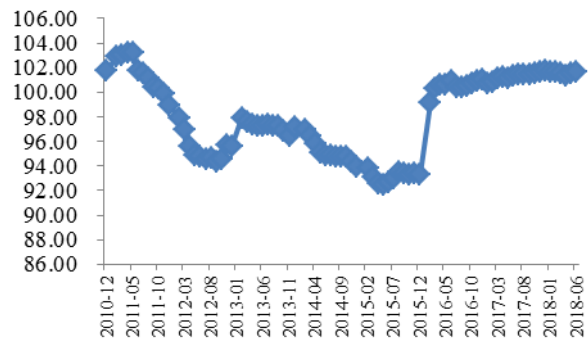
## 行业分析

### 房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于 2007 年 11 月达到历史顶点 106.59 点。此后，受 2008 年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010 年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；2012 年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014 年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入 2015 年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自 2015 年 6 月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至 2016 年上半年。2016 年 10 月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017 年以来国房景气指数持续上行，于 2017 年 12 月达到 101.72 点，但 3 月以来受部分城市不

断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入 2018 年，各线城市调控政策持续高压，1~4 月国房景气度持续回落，但得益于 4 月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~6 月期间国房景气度有所回升。

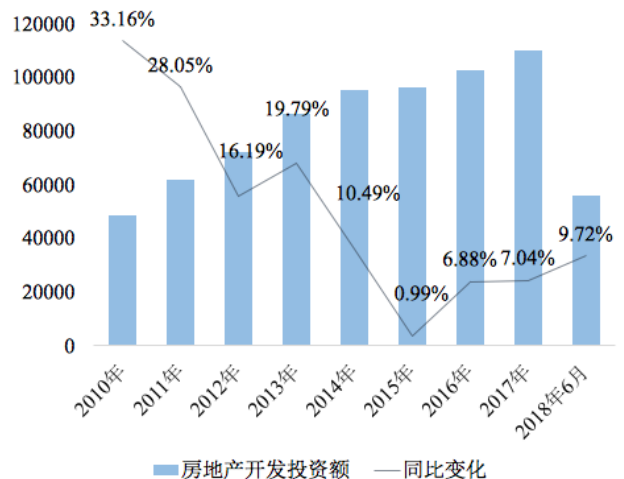
图 1：2011~2018.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2018.H1 全国房地产开发投资情况

单位：亿元



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。受 2014 年国内经济整体下行、房地产销售疲软的影响，2014 年和 2015 年房地产行业投资增速出现大幅回落；其中，2015 年全国房地产开发投资 95,979 亿元，同比增长仅 0.99%。受益于宽松的行业政策，2016 年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上涨 5.89 个百分点。自 2016 年 10 月以来，各地房地产市场调控政

策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017 年全国累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018 年以来，各线城市调控政策持续高压，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼自有资金，加快房地产开发建设节奏，2018 年 1~6 月全国房地产开发投资较上年同期增长 9.7% 至 55,531 亿元，增速较上年同期上升 1.2 个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2015~2017 年房地产开发企业到位资金分别为 125,203 亿元、144,214 亿元和 156,053 亿元，年均复合增长率 11.64%；同期增速分别为 2.63%、15.18% 和 8.21%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款规模及其占比呈快速上升态势，2015~2017 年房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款合计分别为 49,182 亿元、66,355 亿元和 72,600 亿元，占比从 2015 年的 39.28% 上升至 2017 年的 46.52%；但受按揭贷款利率持续上升影响，2017 年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为 9.41%，较 2016 年下降 25.51 个百分点。2015~2017 年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势，分别为 69,252 亿元、70,645 亿元和 76,114 亿元，占比分别为 55.31%、48.99% 和 48.77%。2018 年 1~6 月，房地产开发企业到位资金 79,287 亿元，较上年同期增长 4.6%，增速下降 6.6 个百分点。其中，受外部资金环境紧缩影响，国内贷款和个人按揭贷款分别为 12,292 亿元和 11,524 亿元，同比分别下降 7.9% 和 4.0%；而自筹资金和定金及预收款同比分别增长 9.7% 和 12.5% 至 25,541 亿元和 26,123 亿元，占比分别为 32.21% 和 32.95%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性上升。

表 2：2015~2018.H1 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2015	2016	2017	2018.H1
<b>资金来源合计</b>	125,203	144,214	156,053	79,287
同比增长	2.6	15.2	8.2	4.6
其中：				
<b>自筹资金</b>	49,038	49,133	50,872	25,541
占比	39.17	34.07	32.60	32.21
同比增长	-2.7	0.2	3.5	9.7
<b>国内贷款</b>	20,214	21,512	25,242	12,292
占比	16.14	14.92	16.18	15.50
同比增长	-4.8	6.4	17.3	-7.9
<b>利用外资</b>	297	140	168	28
占比	0.24	0.10	0.11	0.00
同比增长	-53.6	-52.6	19.8	-73.1
<b>定金及预收款</b>	32,520	41,952	48,694	26,123
占比	25.97	29.09	31.20	32.95
同比增长	7.5	29.0	16.1	12.5
<b>个人按揭贷款</b>	16,662	24,403	23,906	11,524
占比	13.31	16.92	15.32	14.53
同比增长	21.9	46.5	-2.0	-4.0

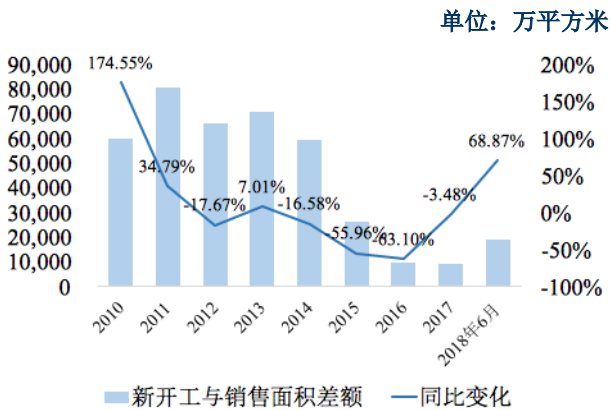
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看，2015 年房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎的态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，当期房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016 年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。2017 年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，增速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为 9,246 万平方米，同比下降 3.48%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快



了项目新开工进度，2018年上半年房企新开工面积有所提高，当期房地产开发企业房屋新开工面积95,817万平方米，较上年同期增长11.8%；从新开工面积与销售面积的差额来看，2018年1~6月，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长68.87%至18,674万平方米。

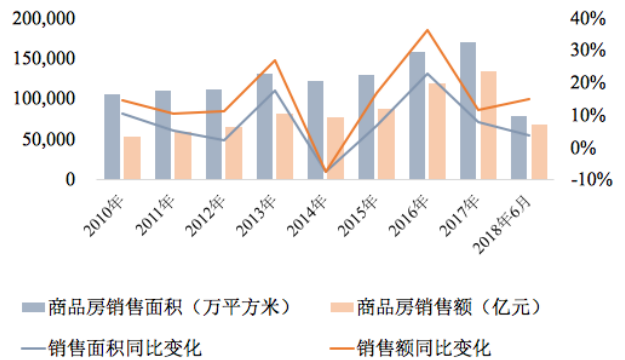
图3：2010~2018.H1 商品房新开工与销售面积差额



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，得益于频出的利好政策，2015年全国商品房销售面积与销售额分别为128,495万平方米和87,281亿元，同比分别增长6.5%和14.4%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长6.9%和16.6%。2016年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售额分别为157,349万平方米和117,627亿元，分别同比增长22.4%和34.8%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比增长22.4%和36.1%。2017年，全国商品房销售面积和销售额分别为169,408万平方米和133,701亿元，分别同比增长7.66%和13.67%，受2016年10月及2017年3月连续出台的房地产调控政策影响，增速均出现较大幅度放缓。值得注意的是，2017年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长5.3%和11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长24.3%和17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长18.7%和25.3%。2018年1~6月，全国商品房销售面积和销售额分别为77,143万平方米和66,945亿元，同比分别增长3.3%和13.2%，在各线城市调控政策持续高压的背景下，增速较上年同期分别下降12.8%和8.3%。

图4：2010~2018.H1 商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域，2017年东部地区商品房销售额74,439亿元，同比增长6.2%，销售额占比达55.68%；同期中部地区商品房销售额28,665亿元，同比增长24.1%；西部地区商品房销售额25,231亿元，同比增长25.9%；东北部地区商品房销售额为5,367亿元，同比增长21.8%。2018年1~6月，东部地区实现商品房销售额36,034亿元，同比增长3.9%，销售额占比达53.83%；中部地区商品房销售额14,476亿元，同比增长27.0%；西部地区商品房销售额14,008亿元，同比增长28.2%，东部地区增速及占比持续下降。2017年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。从价格来看，2017年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然持续向上，2017年1~12月全国100个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2017年12月全国100个城市住宅成交均价达13,967元/平方米，较上年同期增长7.15%。分城市能级来看，2017年12月末，一线城市住宅均价达41,202元/平方米，较上年同期增长1.43%；同期二线城市住宅均价达12,684元/平方米，较上年同期增长7.70%；而三线城市住宅均价达8,335元/平方米，较年初增长12.48%<sup>1</sup>。受2016年10月以来房

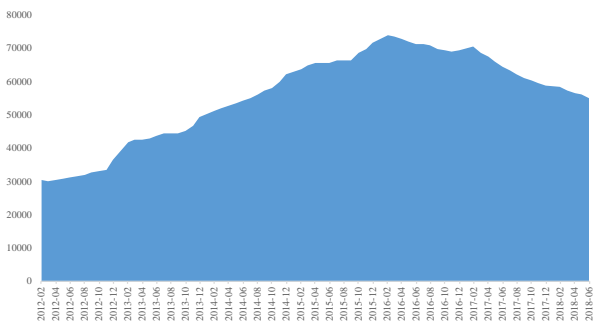
<sup>1</sup> 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它74个城市。



地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017年三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。2018年6月，全国100个城市住宅均价为12,642元/平方米，较年初下降9.49%；其中，一线城市住宅均价41,644元/平方米，较年初小幅增长1.07%；二线城市住宅均价13,383元/平方米，较年初增长5.51%；受益于热点城市调控政策趋严带来购房需求外溢，以及棚改货币化安置等因素的综合影响，三线城市2018年6月住宅均价较年初大幅增长25.47%至10,458元/平方米。

图 5：2012~2018.H1 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2015年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续在，截至2015年末，全国商品房待售面积7.19亿平方米，同比增长15.58%，增速较上年末收窄10.54个百分点。2016年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至2016年末，全国商品房待售面积6.95亿平方米，环比增加444万平方米，但较上年末减少2,314万平方米。2017年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至2017年末，全国商品房待售面积5.89亿平方米，环比减少683万平方米，较上年末减少10,616万平方米。截至2018年6月末，全国商品房待售面积进一步下降至5.51亿平方米，较上年末减少3,800万平方米。从去化周期来看，以2018年1~6月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较2017年末进一步缩短至4.28个月；但考虑到2018年上半年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房

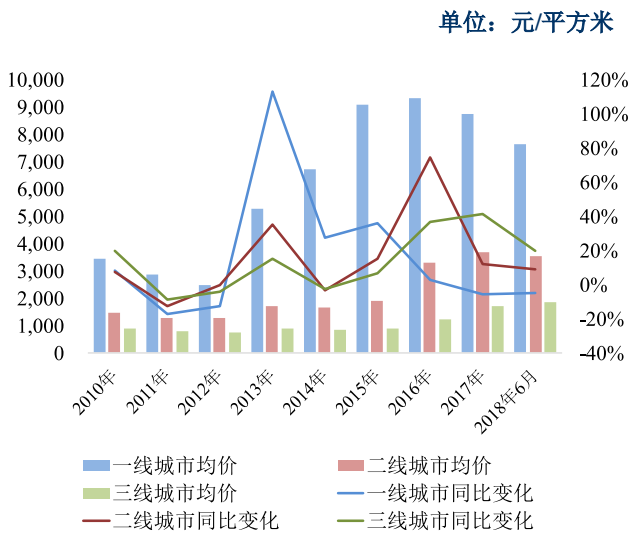
新增供应将有所增加。

土地市场方面，近三年全国房地产用地供给小幅波动。根据国土资源局数据显示，2015~2017年全国房地产建设用地供应面积分别为119,800万平方米、107,500万平方米和115,000万平方米。土地成交面积受供应波动的影响亦有所波动，房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，土地成交均价呈现上升趋势。2015~2017年，我国房地产业开发企业购置土地面积分别为22,811万平方米、22,025万平方米和25,508万平方米，同期土地成交价款分别为7,622亿元、9,129亿元和13,643亿元。受此影响，2017年房地产企业土地购置成本涨至5,348.52元/平方米，近三年年均复合增长率为26.52%。2018年1~6月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为11,085万平方米和5,265亿元，分别同比增长7.2%和20.3%，增速有所回落；同时受热点城市调控影响，整体地价下降明显，2018年1~6月土地购置成本为4,749.66元/平方米。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交楼面均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交楼面均价的涨幅在2013年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交楼面均价则持续增长至2016年到达顶点，平均溢价率较2015年提升15.6个百分点至41.94%，受土拍限价影响，2017年以来一线城市土地成交楼面均价持续回落，2018年上半年一线城市土地成交楼面均价及溢价率分别为7,627.20元/平方米和8.43%。二线城市土地成交楼面均价于2013~2015年间小幅波动增长，而2016年二线城市土地成交楼面均价大幅增长74.18%至3,270.54元/平方米，平均溢价率同比上升35.63个百分点至56.26%，同样受土拍限价影响，2017年以来土地市场热度持续减弱，2018年上半年二线城市土地成交楼面均价为3,500.67元/平方米，涨幅和溢价率分别回落至8.71%和18.80%。三线城市成交土地楼面均价于2016年以来维持高位增长，2016年和2017年土地楼面均价涨幅分别达36.65%和41.35%，平均溢价率分别为34.01%和32.46%，2018年上半年，三线城市土地成交楼面均

价为 1,827.47 元/平方米，涨幅回落至 19.61%，平均溢价率则下降至 22.76%。

图 6：2010~2018.H1 各能级城市土地成交情况



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大。受 2016 年 10 月份以来国内房地产政策持续收紧及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显。

## 行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015 年以来，“去库存”仍是各项政

策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016 年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016 年 8 月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9 月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等 21 个城市相继出台了限购限贷政策。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。从全国层面来看，2017 年 2 月份，中国人民银行、银监会公布通知，在不实施限购措施的城市，家庭首套房的商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动 5 个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于 30%。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。就各能级城市而言，一线城市仅广州针对居民家庭施行限售，北京、上海和深圳居民家庭不限售。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要

支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。2017 年 8 月，国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定将在 13 个城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2018 年，房地产行业受相关政策影响持续承压，四限政策依旧从紧执行，限购城市再次扩容，

大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市。3 月，李克强总理在十三届全国人大一次会议《政府工作报告》里明确提出要健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。7 月，习近平主席在中央政治局会议上明确提出了政府下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，并加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。中央将继续坚持加强和完善宏观调控，同时从供给侧进一步发力，包括加快推进房地产税相关政策举措，加快推进租售同权等一系列配套政策的落实，促进长效机制建设，更好实现“房子是用来住而不是用来炒的”基本定位。

**表 3：2017 年以来房地产行业主要相关政策一览**

时间	发文部门	主要内容
2017.02	中国人民银行、银监会	中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付 25% 的基础上可再下浮 5 个百分点；对拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2017.03	国务院办公厅	《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。
2017.03~06	南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅	继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证未满 2 年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证满 3 年之后才能上市交易。
2017.07	住房城乡建设部、国家发展改革委等九部门	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。
2017.08	国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	确定将在 13 个城市（第一批包括北京市，上海市，辽宁沈阳市，江苏南京市，浙江杭州市，安徽合肥市，福建厦门市，河南郑州市，湖北武汉市，广东广州市、佛山市、肇庆市，四川成都市），开展集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.08	全国土地利用管理工作会议	大力实施节约集约用地，以盘活利用“批而未供土地、闲置土地、城镇低效用地”为主攻方向，推动节约集约用地向纵深发展。
2017.10	十九大报告	坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017.12	中央经济工作会议	促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	健全地方税体系，按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则，稳妥推进房地产税立法。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理



## 行业关注

在房地产行业政策及融资环境趋于收紧的背景下，房地产企业内外部流动性来源收紧，融资成本上升。随着房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

2016年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的39.28%上升为46.01%，金额为66,355.08亿元，同比增长34.92%，较上年同期增速上升22.89个百分点。但受2017年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额为72,600亿元，同比增长9.41%，增速下降25.51个百分点；2018年上半年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计37,647亿元，较上年同期增速下降6.9个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，一直以来银行贷款是房企融资的主要方式之一，2016年和2017年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为18,158亿元和20,485亿元，分别同比上升4.3%和12.80%；而受融资环境趋紧影响，2018年上半年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为9,987.75亿元，较上年同期下降10.30%。2016年前三季度房企公司债发行政策仍相对宽松，自2016年10月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2016年融资环境相对宽松，融资成本整体均处于较低水平。2017年以来，随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布情况来看，2018~2023年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧、融资成本上升及债券到期高峰到来的背景

下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

近年来房地产企业利润空间不断被压缩，行业内兼并收购现象明显，房地产行业集中度进一步提升，具有规模优势的房地产企业可获得更多的流动性补充。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多，2017年房地产收并购交易数量超过480笔，交易金额达5,000多亿元，较2016年同比增长31%。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017年TOP100房企销售金额集中度提升11.58个百分点至55.50%，占比超过一半；TOP20销售金额集中度则上升7.77个百分点至32.50%；而TOP10房企销售额的比重达到24.10%，较上年提升5.75个百分点，千亿房企已达17家。2017年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。2018年1~6月，TOP100房企销售额集中度较上年末上升13.80个百分点至69.30%，在融资及房地产行业调控政策持续收紧背景下，房企规模分化格局将会持续加大，集中度也将进一步提升。

表 4: 2015~2018.H1 国内房企销售额集中度

	2015	2016	2017	2018.H1
TOP3	7.67%	8.88%	12.00%	15.40%
TOP10	17.05%	18.35%	24.10%	29.90%
TOP20	23.06%	24.73%	32.50%	40.60%
TOP50	32.07%	34.59%	45.90%	58.20%
TOP100	40.05%	43.92%	55.50%	69.30%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

## 竞争实力

### 显著的区域竞争优势

作为起步于重庆的房地产企业，金科股份自1999年在重庆成功开发第一个房地产项目——金科花园以来，凭借其较好的项目运作能力及产品创新能力，在重庆区域内开发了包括金科中央公园城、金科世界城、金科花园、金科天籁城、金科天元道等多个房地产项目，在区域积累了丰富的房地

产开发经验。与此同时，公司坚持进行产品创新升级，自成立以来已经历三代产品的创新升级，公司第一代产品以洋房产品为代表，注重实用及外观设计；第二代产品致力打造更加完善的配套设施；公司第三代产品升级打造极具影响力的琼华、博翠和集美系列产品，并通过“地产+服务”模式提供更加优质的居住体验，同时积极创新商业模式，引入商业、产业、文旅等主题产品线，打造“X+住宅”开发模式，在重庆及周边市场建立了较为广泛的市场影响力。

受益于此，近年来金科股份在重庆市场销售规模及市场占有率逐年提升，2015~2017 年公司在重庆区域实现房地产销售额 107.60 亿元、146.86 亿元和 304.29 亿元，三年年均复合增长率 68.17%；在重庆房地产市场份额分别为 3.69%、4.43% 和 6.71%。根据 2016~2017 年以及 2018 年 1~9 月克尔瑞统计排名显示，金科股份权益销售金额在重庆市场排名分别位列第 5 名、第 4 名和第 1 名，重庆本土优势显著。从项目储备来看，截至 2018 年 9 月末公司在重庆区域项目剩余可售面积合计 1,720.43 万平方米，占期末总未售面积的 42.29%，公司在重庆区域内充足的项目储备可对其未来区域竞争力的保持提供有力保障。

### 土地储备充足，区域布局持续优化

近年来金科股份坚持以国家城市群发展战略为导向调整布局，逐步推进“八大城市群”战略布局目标，在深耕重庆本土竞争优势的同时，自 2007 年开始全国化跨区域布局战略，并于当年进入长三角区域的无锡城市。2008 年公司进入北京、四川、湖南、江苏等 21 个城市。2011 年公司上市以来，进一步加大了重庆以外区域的拓展力度，土地获取

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，并与碧桂园、保利、中海、龙湖、旭辉控股集团、红星美凯龙等企业保持合作关系。截至 2018 年 9 月末，公司已进入包括重庆、长沙、成都、济南、郑州、南宁、武汉、西安、无锡、苏州、合肥、北京、南京、上海、广州等在内的全国多个城市，期末项目储备剩余可售面积合计约 4,067.73 万平方米，其中重庆、长沙、济南、成都、郑州、天津、合肥、武汉、无锡、西安、南昌等国内主要二线城市项目储备面积合计占比达到总储备的 71.63%，区域布局得到优化。较为充足且区域布局良好的土地储备资源为公司未来业绩的持续增长形成较好支撑。

### 业务运营

公司主营业务以房地产开发为主，物业管理、酒店经营、园林、装饰和新能源发电等相关多元化产业经营为辅。2015~2017 年公司分别实现营业收入 193.99 亿元、322.35 亿元和 347.58 亿元，三年年均复合增长率为 33.86%；其中，房地产销售分别实现营业收入 180.34 亿元、302.60 亿元和 328.50 亿元，占营业总收入的比重分别为 92.96%、93.87% 和 94.51%，是公司最主要的收入来源；同期，公司物业管理、新能源、酒店经营和园林等非房地产业务合计收入分别为 13.65 亿元、19.75 亿元和 19.08 亿元，为公司收入形成了一定的补充。另 2018 年 1~9 月，公司实现营业总收入 268.93 亿元；其中，房地产销售实现营业收入 258.95 亿元，占营业总收入的比重为 96.29%；同期，公司物业管理、新能源、酒店经营和园林等非房地产业务收入分别为 9.45 亿元、1.49 亿元和 24.16 亿元。

表 5：2015~2018.Q3 公司分板块收入、毛利率情况

	2015		2016		2017		2018.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	180.34	27.37	302.60	19.70	328.50	20.51	258.95	25.65
物业管理	5.89	23.24	9.73	22.27	12.27	23.83	9.45	13.57
新能源	1.22	63.51	1.41	46.92	1.57	49.06	1.49	58.27
酒店经营、园林及其他*	6.54	-	8.61	-	5.24	-	24.16	-
分部间抵消	-	-	-	-	-	-	-25.12	-
<b>合计</b>	<b>193.99</b>	<b>28.41</b>	<b>322.35</b>	<b>20.74</b>	<b>347.58</b>	<b>21.32</b>	<b>268.93</b>	<b>25.95</b>

\*注：酒店经营、园林及其他业务 2018.Q3 数据变化较大主要系未进行分部间抵消所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 房地产业务

公司房地产开发业务以住宅开发为主，辅以商业地产开发、产业地产开发与运营。在区域布局上，公司在深耕重庆本土房地产市场的同时，遵循聚焦“八大城市群”战略布局目标，目前已进入重庆、长沙、成都、济南、郑州、武汉、西安、苏州、合肥、北京、南京、上海、广州等在内的全国多个城市。同时，公司重视产品创新能力，自成立以来已经历三代产品的创新升级，目前公司致力打造第三代的琼华、博翠和集美系列产品线，在其所进入城市形成了较强的品牌知名度。

项目运作方面，公司近年来开发速度明显加快，新开工面积增长较快，竣工面积亦波动上升。2015~2017年，金科股份新开工面积分别为332万平方米、568万平方米和1,096万平方米，三年年均复合增长率达到81.69%；竣工面积分别为407万平方米、715万平方米和489万平方米。另2018年1~9月，公司加大开发力度同时加快竣工进度，当期新开工及竣工面积分别为1,571万平方米和430万平方米。在建项目方面，截至2017年末，公司在建项目94个，合计在建面积约1,746万平方米，在建项目主要分布于重庆、无锡、济南、合肥、郑州、长沙、西安等地。投资方面，截至2017末，公司期末在建项目预计总投资为2,018.72<sup>2</sup>亿元，已投资1,339.87亿元，未来尚需投入超过678.85亿元，资金需求规模较大，或给其带来一定的资本支出压力。

**表 6：2015~2018.Q3 公司开工及竣工情况**

	单位：万平方米			
	2015	2016	2017	2018.Q3
新开工面积	332	568	1,096	1,571
竣工面积	407	715	489	430

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目销售方面，凭借较强的区域优势、契合市场需求的产品定位及不断扩大的房地产开发规模，近年来公司签约销售业绩保持较快增长态势。2015~2017年，公司签约销售面积分别为332万平方米、499万平方米和843万平方米，年均复合增

长率59.35%；同期，签约销售金额分别为221亿元、319亿元和630亿元，年均复合增长率68.84%。近年来公司销售均价亦有所增长。同期，公司签约销售均价分别为6,657元/平方米、6,393元/平方米和7,473元/平方米。另2018年1~9月，公司签约销售面积为964万平方米，签约销售金额844亿元，签约销售均价为8,757元/平方米，主要系2018年前三季度重庆非主城区项目销售占比下降，销售价格较高的重庆区域外重点二线城市销售占比不断上升，公司当期销售均价较上年末上升明显。

从销售区域分布来看，公司近年来销售区域主要以重庆区域为主，同时进入成都、长沙、济南、合肥、苏州、郑州、无锡、青岛等重点城市。2015~2017年公司在重庆区域实现房地产销售额分别为107.60亿元、146.86亿元和304.29亿元，三年年均复合增长率68.17%，销售金额分别占当年公司合同销售的比重分别为48.69%、46.04%和48.30%。同期，公司重庆区域销售市场占有率分别为3.69%、4.43%和6.71%，重庆本土竞争优势显著。与此同时，2015~2017年在重庆以外城市实现销售额合计分别为113.40亿元、172.14亿元和325.71亿元，销售金额分别占当年公司合同销售的比重为51.31%、53.96%和51.70%。具体来看，近年来公司区域外销售主要集中于苏州、北京、青岛、郑州、无锡、济南、成都、长沙和合肥等一、二线重点城市；其中，2017年公司外埠市场中成都、长沙、济南、合肥、苏州五大重点城市实现签约销售金额分别为40.28亿元、26.50亿元、25.58亿元、22.50亿元和22.28亿元，销售额占比分别为6.39%、4.21%、4.06%、3.57%和3.54%。

另2018年1~9月，公司在重庆区域实现房地产销售额为355.87亿元，销售金额占当期公司合同销售的比重为42.16%，其中，非主城区项目合计销售金额124.15亿元，占公司合同销售金额比重由上年末的18.36%下降至14.71%。同期，公司在重庆以外城市实现销售额合计为488.13亿元，销售金额占当期公司合同销售的比重为57.84%。具体来看，2018年1~9月公司外埠市场销售主要集中于国内一、二线重点城市，其中郑州、苏州、合肥、武汉、南宁、济南、天津、北京、长沙、西安、成都等城

<sup>2</sup> 其中不包括部分未并表项目投资金额。



市实现签约销售金额分别为 34.91 亿元、34.80 亿元、31.49 亿元、24.24 亿元、23.33 亿元、14.46 亿元、13.82 亿元、13.25 亿元、13.23 亿元、12.89 亿元和 11.73 亿元，销售额占比分别为 4.14%、4.12%、3.73%、2.87%、2.76%、1.71%、1.64%、1.57%、1.53% 和 1.39%，上述城市合计销售金额 288.16 亿元，占外埠市场销售金额比重达到 46.74%。近年来公司重庆区域外市场签约销售金额保持较快增长速度，但同时，中诚信证评亦关注到重庆区域占公司销售金额比重仍然较高，或存在一定的区域集中度风险。

结算方面，2015~2017 年及 2018 年 1~9 月公司房地产结算面积分别为 286 万平方米、498 万平方米、546 万平方米和 403 万平方米；同期，结算金额分别为 180 亿元、303 亿元、329 亿元和 255 亿元；结算均价分别为 6,294 元/平方米、6,084 元/平方米、6,026 元/平方米和 6,328 元/平方米，近年来受重庆非主城区结转项目较多影响，公司结算均价不断下降，2018 年 1~9 月随着重庆非主城区项目减少以及重庆区域外项目占比逐渐上升，结算均价有所回升。

**表 7：2015~2018.Q3 销售及结算情况**

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015	2016	2017	2018.Q3
销售面积	332	499	843	964
销售金额	221	319	630	844
销售均价	6,657	6,393	7,473	8,757
结算面积	286	498	546	403
结算金额	180	303	329	255
结算均价	6,294	6,084	6,026	6,328

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**表 8：2017 年公司销售区域分布情况**

单位：万平方米、亿元

城市	销售面积	销售金额	销售金额占比
重庆	450.05	304.29	48.30%
成都	46.43	40.28	6.39%
长沙	49.16	26.50	4.21%
济南	24.31	25.58	4.06%
合肥	15.64	22.50	3.57%
苏州	24.36	22.28	3.54%
其他	233.05	188.47	29.93%
<b>合计</b>	<b>843.00</b>	<b>630.00</b>	<b>100.00%</b>

注：公司其他销售区域包括华东、西南、西北、华北等全国 20 余个城市。

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

## 土地储备

土地储备方面，近年来公司深耕重庆地区的同时，加大了对重庆区域外的“八大城市群”重点城市的拓展。公司土地拓展方式由招拍挂逐渐向收并购、城中村改造、城市更新、合作开发等多方式转变。2015~2017 年新增项目数量持续增长，新增土地建筑面积分别为 339.5 万平方米、613.1 万平方米和 1,245.3 万平方米；新增土地总投入金额分别为 55.6 亿元、208.0 亿元和 460.0 亿元。其中，2015 年公司新增土地储备主要集中于重庆、长沙、乌鲁木齐、青岛和苏州 5 个城市，占当期新增土地建筑面积的比重分别为 62.21%、20.07%、8.63%、6.29% 和 2.80%；2016 年公司新增土地储备主要分布于重庆、南宁、郑州、合肥、济南、乌鲁木齐等 12 个城市，占当期新增土地建筑面积的比重分别为 29.96%、12.51%、11.87%、9.51%、9.27%、6.92%；2017 年公司新增土地储备主要分布于重庆、武汉、郑州、成都、长沙、石家庄、嘉兴等 30 个城市，占当期新增建筑面积的比重分别为 43.71%、5.12%、4.76%、3.91%、3.18%、2.93% 和 2.59%。另 2018 年 1~9 月，公司土地投入金额 398.3 亿元，分别在重庆、南昌、大连、淄博、合肥、佛山、洛阳、遵义等城市新增项目 92 个，新增计容建筑面积 1,770.8 万平方米，其中权益计容建筑面积 1,226.7 万平方米。总体来看，近年来公司在重庆区域新增土地储备占比较大，作为公司核心市场的地位得到进一步巩固。与此同时，公司亦加大拓展重庆之外的一、二线城市，区域布局逐渐分散。

**表 9：2015~2018.Q3 公司新增土地储备和新增项目情况**

单位：个、万平方米、亿元

指标	2015	2016	2017	2018.Q3
新增项目	12	34	79	92
占地面积	143.7	344.5	587.2	799.7
建筑面积	339.5	613.1	1,245.3	1,770.8
土地投入金额	55.6	208.0	460.0	398.3

资料来源：公司年度报告，中诚信证评整理

项目储备方面，截至 2018 年 9 月末公司储备项目合计未售面积达到 4,067.73 万平方米，项目储备充裕，可满足公司未来 3~5 年的开发及销售。从项目储备的区域分布来看，公司期末未售项目储备

主要分布于重庆、长沙、成都、济南、晋中、武汉、天津、北京、佛山、合肥、郑州等地；具体来看，重庆区域项目未售面积合计 1,720.43 万平方米，占期末总未售面积的 42.29%，占比较上年末有所下降。公司在主要二线城市长沙、成都、济南、武汉、天津、合肥、郑州、苏州和西安的项目储备面积分别为 278.14 万平方米、161.66 万平方米、134.71 万平方米、109.42 万平方米、97.56 万平方米、82.26 万平方米、79.91 万平方米、70.45 万平方米和 55.31 万平方米，分别占期末总未售面积的 6.84%、3.97%、3.31%、2.69%、2.40%、2.02%、1.96%、1.73% 和 1.36%。此外，四川省内江及攀枝花项目未售面积分别为 72.42 万平方米和 38.39 万平方米，占期末总未售面积的比重分别为 1.78% 和 0.94%。华北地区（包括天津、北京、石家庄、唐山、泰安、烟台、青岛、淄博）项目未售面积合计 324.62 万平方米，合计占比 7.98%。公司亦在长三角和珠三角地区拥有较多储备，长三角地区（包括无锡、苏州、杭州、南京、嘉兴、南通、常州和上海）项目未售面积合计 262.10 万平方米，合计占比 6.44%；珠三角地区（包括佛山和广州）项目未售面积合计 97.73 万平方米，合计占比 2.40%。截至 2018 年 9 月末公司在重庆、长沙、济南、成都、郑州、天津、合肥、武汉、无锡、西安、南昌等国内主要二线城市项目储备面积合计占比达到其总储备的 71.63%，区域布局得到优化。但是，中诚信证评亦关注到公司项目储备中重庆区域集中度仍然较大，后续项目开发及销售情况仍需关注。

**表 10：截至 2018 年 9 月末公司储备项目分布情况**

单位：万平方米、%

地区	期末未售面积	面积占比
重庆	1,720.43	42.29
长沙	278.14	6.84
成都	161.66	3.97
济南	134.71	3.31
晋中	114.55	2.82
武汉	109.42	2.69
天津	97.56	2.40
北京	95.44	2.35
佛山	83.35	2.05
合肥	82.26	2.02
郑州	79.91	1.96
内江	72.42	1.78
苏州	70.45	1.73
淄博	68.57	1.69
南昌	63.88	1.57
南宁	60.36	1.48
无锡	59.96	1.47
西安	55.31	1.36
其他	659.33	16.21
<b>合计</b>	<b>4,067.73</b>	<b>100.00</b>

注：其他地区包括超过 30 个全国各区域其他城市。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司近年来签约销售额持续增长，在区域内具有很强的竞争优势及品牌知名度；同时土地储备较为充足且区域布局持续优化。但中诚信证评亦对公司区域集中度问题保持关注。

## 物业管理业务

公司物业管理业务包括物业和社区综合服务，系公司近年来房地产升级的重要发展方向，公司主要通过对公司管理的物业项目提供全方位服务，以获取基本物业费和其他增值服务收入。

公司拥有国家一级物业管理资质，由子公司金科物业服务集团有限公司运营，经过多年的发展公司物业管理业态已涵盖住宅、写字楼、商业、酒店会所等多种物业类型，主要通过外延式并购的方式拓展物业管理项目，业务覆盖重庆、北京、四川、江苏、湖南、陕西、山东等 24 个省市。截至 2018 年 9 月末，公司物业服务累计进驻 117 个城市，新增合同管理面积约 2,092.73 万平方米；截至 2018 年 11 月末累计在管项目超过 450 个，在管面积达

到 13,677 万平方米，物业管理规模持续扩大。2015 年~2017 年，公司物业管理业务实现收入分别为 5.89 亿元、9.73 亿元和 12.27 亿元，三年年均复合增长率 44.33%，对公司收入及利润形成了一定补充。另 2018 年 1~9 月公司物业管理业务实现收入为 9.45 亿元。

此外，公司亦大力推广社区智能化管理系统和 技术设备，建设和完善社区 O2O 平台，构建社区服务大数据，建设功能强大的社区综合服务互联网平台，将传统的物业管理升级为“社区生活服务商”，通过“地产+社区综合服务”双重模式，打造智慧生活社区，不断推动公司房地产业务的升级。

总体来看，公司物业管理业务运营良好，收入规模持续增长，随着未来综合服务的不断推进，物业管理业务收入或将对公司形成有利的补充。

### 新能源及其他业务

公司目前新能源业务以投资风力发电和光伏发电为主，通过自主开发及收购等方式加快新能源项目布局。2014 年 12 月，公司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。公司光伏发电项目主要由金科股份子公司金科新能源有限公司（以下简称“金科新能源”）负责运营，2015 年金科新能源申报的山东五莲中至光伏发电项目，获得山东日照市发改委登记备案，公司光伏发电项目开始投入筹划建设。2015~2017 年，公司新能源发电项目全年上网电量分别为 24,796.00 万度、32,622.81 万度和 38,433.12 万度，限电损失比率分别为 48.27%、47.40% 和 30.68%，发电量及发电效率保持上升。2015~2017 年，公司新能源业务实现收入分别为 1.22 亿元、1.41 亿元和 1.57 亿元。另 2018 年 1~9 月公司新能源业务实现收入 1.49 亿元。

新能源在建工程方面，公司积极推进 20 万千瓦景峡第二风电场项目的开工建设，截至 2018 年 9 月末项目计划总投资 15.60 亿元，已投入 11.21 亿元，项目主体工程建设基本完工，正在推动并网发电工作，未来随着项目的运营，将为公司收入带来一定补充。但同时，考虑到金科股份作为房地产企业缺乏在新能源领域的经营经验，风力发电和光伏

发电受政策等因素影响较大，未来或面临一定的经营风险。

公司其他业务主要包括酒店经营和园林等。其中，酒店板块业务收入主要来源公司旗下重庆市涪陵区的两江大酒店、重庆开县金科大酒店、苏州金科大酒店、浏阳大酒店、成都乐享世纪酒店、无锡金科城市酒店等酒店经营收入。公司的园林业务主要由下属公司重庆展弘园林有限公司和重庆凯尔辛基园林有限公司负责运营，经营范围主要是为房地产开发项目提供配套的园林设计、施工及咨询服务。2015~2017 年及 2018 年 1~9 月，公司酒店经营、园林及其他业务实现收入分别为 6.54 亿元、8.61 亿元、5.24 亿元和 24.16 亿元。其中，2018 年 1~9 月酒店经营、园林及其他业务收入变化较大，主要因为公司部分房地产项目的园林设计及施工由下属公司负责，未进行分部间抵消。

总体来看，公司新能源、酒店经营、园林及其他业务收入规模较小，但公司多元化的经营有利于分散业务经营风险，对公司收入与利润形成一定补充。

## 公司管治

### 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所股票上市规则》等国家法律法规和《公司章程》规定，建立了股东大会、董事会和监事会，有效实现“决策层”和“管理层”分离，“三会”依法合规独立行使权利，规范运行；公司设董事会为公司的经营决策和业务执行机构，对股东大会负责。公司董事会由 9 名董事（含独立董事 3 名）组成，设董事长 1 名，副董事长 1~3 名，董事长及董事由股东大会选举产生，每届任期三年，任期届满，可以连任。董事会下设战略发展委员会、审计委员会、提名委员会、关联交易委员会和薪酬委员会，对公司经营活动中的重大事项进行审议决策或提交股东大会审议。公司设立监事会，监事会由 3 名监事组成，监事会设主席 1 人，可设副主席。监事会主席和副主席由全体监事过半数选举产生。监事会监事负责对公司董事、高级管理人员



的行为、公司财务和运营方面进行监督，董事、总经理（总裁）和其他高级管理人员不得兼任监事。公司设总经理（总裁）1名，由董事会聘任或者解聘，任期3年，届满可连任；经理对董事会负责，向董事会报告工作，接受董事会和监事的监督，在董事会的领导下，全面负责公司的日常经营管理活动，组织实施董事会决议。此外，公司亦制定了《“三会”议事规则》、《对外担保制度》、《年报信息披露重大差错责任追究制度》及董事会各专门委员会实施细则等多项符合公司发展的治理制度，明确决策、执行、监督等职责权限，通过有效执行，形成了科学合理的制衡机制。

### 内部控制

公司严格依照《公司法》、《证券法》、《上市公司信息披露管理办法》、《企业内部控制基本规范》、《深圳证券交易所主板上市公司规范运作指引》等相关法律法规及《公司章程》的规定，结合行业及发行人业务结构特点，建立了规范、有效的内控组织架构，形成了覆盖决策、执行和监督等全方位的组织体系和制度体系。

公司组织体系内主要职能部门包括监察审计中心、证券事务部、法律事务部、金科大学、人力资源中心、财务中心、资金中心、投资中心、经营管理中心、研发设计中心、成本工程中心、营销中心、商业管理中心、品牌管理部、客户管理部、金科设计院等，对各主要业务经营以及日常管理分工负责。此外，公司亦构建了集团总部、区域公司、城市公司三级管控体系。公司对子公司的设立、转让、注销等业务实施控制，规范股权变更业务控制；对超过公司董事会授权范围的子公司设立、对外转让股权、子公司注销清算等业务，除履行公司内部审批程序外，还需报公司董事会或股东大会审议通过后实施。

财务管理制度方面，公司严格遵照国家统一的会计准则和会计制度，制定了《会计管理及核算规范》及各项业务核算制度，建立了规范的会计工作秩序；持续优化完善财务信息系统，财务核算全面实现信息化，有效保证了会计信息及资料的真实、完整。公司财务管理工作实行统一管理，分级负责

制度。在预算管理上，公司通过对财务预算审批严格控制各子公司的开支。

投资管理制度方面，公司实行统一的投资管理制度，各子公司的项目投资、股权投资、委托理财、风险投资等统一由公司股东大会、董事会按各自权限审批。对于利润分配，公司明确严格的税后利润分配顺序。

资金管理制度方面，公司制定严格的流程，各子公司开立银行账户，应按照集团授权审批，原则上新成立公司的基本账户应开立在与公司有战略合作的银行。公司定期对银行账户进行清理。在融资方面，各子公司指定融资方案，均要报公司审批，并进行贷后管理。在资金计划方面，集团公司按月对资金计划进行综合统筹平衡，并对各子公司编制的《资金计划执行情况表》进行定期评价。除了常规管理之外，公司还对各区域公司按季度进行融资计划的考核，并作为年度考核评选依据。

风险管理制度方面，公司建立完善的对外投资决策机制，确保决策的科学、规范、透明，有效防范各种风险，在集团内部设立集团法务部门，负责全面风险管理工作。公司制定严格的风险管理的内部流程，通过收集公司经营基础信息，进行风险识别，建立风险管理台账、建立集团风险信息库以及风险管理监督方式，来确保防范各种风险。除去常规的风险预防措施之外，公司指定奖惩措施，完善内控赔偿与处罚、问责制度。

总体看，公司法人治理结构健全，内部组织机构完善，管理制度较为健全，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

### 战略规划

根据国家宏观形势和行业发展趋势，公司将继续坚定实施可持续健康发展的战略构想，坚持依托房地产主营业务，多元化经营为辅，打造优质生活方式，坚持以“美好生活服务商”总体战略为指引。

在地产业务方面，一是加大创新力度，继续做强住宅地产。一方面通过聚焦用户需求，加快产品迭代；另一方面适当调整业务布局和产品结构，巩

固公司现有优势，保证规模和业绩稳步提升，为升级转型打下坚实基础。在区域布局上，聚焦“八大城市群”战略布局目标，坚持深耕开发，提高所进入城市的区域市场占有率和品牌知名度及品牌形象。二是致力打造产业地产，努力实现“地产+产业”的双向联动，结合大健康产业、科技产业、教育产业、文旅产业，进行多主题复合式深耕开发，充分发挥房地产企业开发建设领域的优势。三是力争成为商业地产领域“社区商业运营及服务旗手”。同时，聚焦社区运营，实现提升社区品质、营造社区便捷和引领社区繁荣三大功能，打造社区商业配套系统。

社区综合服务方面，公司未来将努力转变传统的物业管理方式升级为“社区生活服务商”。一方面有质量地快速拓展物业服务管理面积，构建系统技术平台，实现用户大数据分析能力的跃升；另一方面公司将加强增值服务的发展，引入高质量的合作方共建社区服务生态圈，并在社区教育、社区健康、社区金融、社区电商等部分领域进行重度垂直发展，提升服务质量及收益能力。

新能源方面，以风力发电和光伏发电为主，寻求光热薄膜发电等新领域发展机会，通过并购和自建等方式，实现新能源业务的稳步发展，力争成为技术创新型、服务创新型清洁能源提供商。但同时，公司也将持续关注行业发展变化，密切留意弃风限电的客观问题，根据市场情况、行业发展及结合公司实际审慎发展新能源项目。

从具体的发展计划来看，公司将根据既定战略规划，从各业务板块推进工作，全面完成各项战略发展目标。尤其在房地产业务方面，公司 2018 年全年计划新开工面积约 1,500 万平方米，竣工面积约 660 万平方米，期末在建面积约 2,500 万平方米，全年实现销售金额 1,100 亿元（含非地产板块），全年土地项目投资约 600 亿元。公司将凭借在重庆及全国重点城市良好的品牌知名度及竞争优势，继续深耕“八大城市群”布局的房地产市场，并进一步实现规模扩张。

此外，中诚信证评关注到公司近年来股东持股情况和公司实际控制人及一致行动人变动较为频

繁，需关注金科股份未来的股权变动情况以及融创中国对于金科股份业务运营、公司治理等方面的影响。

总体来看，公司制订了各业务板块清晰的战略规划，依托自身较强的运营能力和丰富的开发经验，上述规划有望逐步落实。同时，中诚信证评对公司未来股权变动情况以及由此对公司业务运营及治理机制等方面产生的影响保持关注。

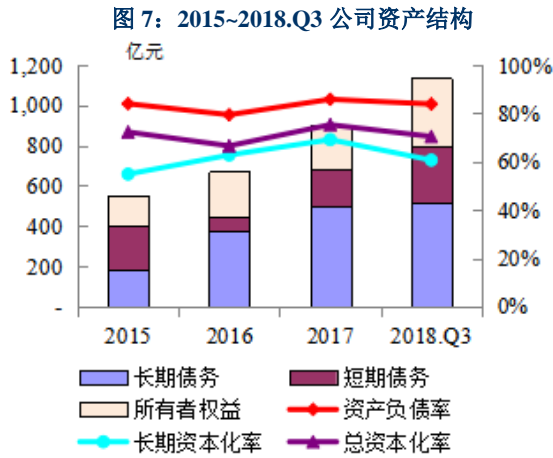
## 财务分析

下列财务分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年三季度报告。

### 资本结构

随着公司房地产开发业务规模的持续扩大，近年来公司资产规模保持快速增长态势，2015~2017 年末，公司资产总额分别为 955.53 亿元、1,092.49 亿元和 1,573.64 亿元，三年年均复合增长率为 28.33%。同时，公司负债规模亦持续增长。2015~2017 年末，公司总负债分别为 802.15 亿元、867.17 亿元和 1,349.98 亿元，三年年均复合增长率为 29.73%。所有者权益方面，受永续债的发行及留存收益的积累影响，公司自有资本呈波动上升趋势，2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 153.38 亿元、225.32 亿元和 223.66 亿元，三年年均复合增长率为 20.76%，其中，2015~2017 年公司永续债余额分别为 14.00 亿元、29.00 亿元和 17.00 亿元。财务杠杆比率方面，2015~2017 年末公司资产负债率分别为 83.95%、79.38%和 85.79%；净负债率分别为 198.96%、120.17%和 221.13%，公司财务杠杆比率处于较高水平。另截至 2018 年 9 月末，公司总资产为 2,078.64 亿元，所有者权益 336.02 亿元，其中，总资产较上年末增长 32.09%，主要因为销售回款增加导致货币资金增加 109.95 亿元，同时公司新增土地大幅增长导致存货由上年末 1,072.21 亿元增至 1,408.34 亿元；所有者权益较上年末增长 50.23%，主要系控股子公司少数股东投入增加所致；同期末，主要受少数股东权益大幅增长的影响，

公司资产负债率和净负债率较上年末有明显下降，分别降至 83.83% 和 150.32%。



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，公司资产主要以流动资产为主，2015~2017 年末，公司流动资产占总资产比重分别为 91.45%、90.86% 和 91.63%。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，截至 2017 年末，上述科目占总资产比重分别为 68.14%、11.84% 和 5.79%。具体来看，2015~2017 年末，公司存货分别为 721.64 亿元、715.27 亿元和 1,072.21 亿元，其中，2017 年存货增长较快主要系本期新获取土地及新开工项目较多所致；同期末，公司货币资金余额分别为 93.89 亿元、176.45 亿元和 186.27 亿元，三年年均复合增长率 40.85%，公司货币资金主要系由银行存款构成；2015~2017 年末，公司其他应收款分别为 14.83 亿元、39.06 亿元和 91.11 亿元，三年年均复合增长率 147.89%，其中，2017 年公司其他应收款同比大幅增长 133.27%，主要系应收联营、合营企业往来款项增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资、投资性房地产和固定资产构成。具体来看，2015~2017 年末，公司长期股权投资分别为 3.91 亿元、7.86 亿元和 44.27 亿元，其中 2017 年公司长期股权投资较上年末大幅增长 463.01%，主要系公司当期新增投资合营及联营项目增加较多所致；同期末，公司投资性房地产分别为 28.89 亿元、28.85 亿元和 28.91 亿元，主要由公司持有的红星美凯龙家居广场及金科·涪陵世界走廊 B 区等持有性物业构成；固定资产分别为 25.28 亿元、26.66 亿元和 24.42 亿元，主要为发电及相关设备、房屋及建筑物和房屋及建筑物装修。另截至

2018 年 9 月末，公司流动资产为 1,917.15 亿元，占总资产比重上升至 92.23%，其中货币资金 293.22 亿元，受益于房屋销售款大幅增加，货币资金较上年末增长 57.42%；同期末，公司存货 1,408.34 亿元，较上年末增长 31.35%；其他应收款为 119.09 亿元，较上年末增长 30.70%，主要由应收联营、合营企业往来款项构成。

负债构成方面，近年来公司负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款和有息债务构成。具体来看，2015~2017 年末公司预收款项分别为 265.85 亿元、262.74 亿元和 428.53 亿元，其中，2017 年末公司预收账款较上年末增长 63.10%，主要得益于 2017 年公司房地产项目推盘节奏加快，整体销售业绩增长；同期末，公司应付账款分别为 81.20 亿元、75.55 亿元和 114.62 亿元，其中，2017 年公司应付账款同比增长 51.72%，主要系应付工程款增加所致；2015~2017 年末，公司其他应付款分别为 29.03 亿元、52.09 亿元和 84.85 亿元，三年年均复合增长率 70.98%。另截至 2018 年 9 月末，公司房地产销售进一步增长，带动当期末预收款项达到 697.82 亿元，较上年末增长 62.84%；同期末，公司应付账款 96.54 亿元，较上年末下降 15.78%，主要系应付工程款有所减少；其他应付款上升至 119.85 亿元，较上年末增长 41.25%，主要系控股子公司应付少数股东的往来款项增加所致。

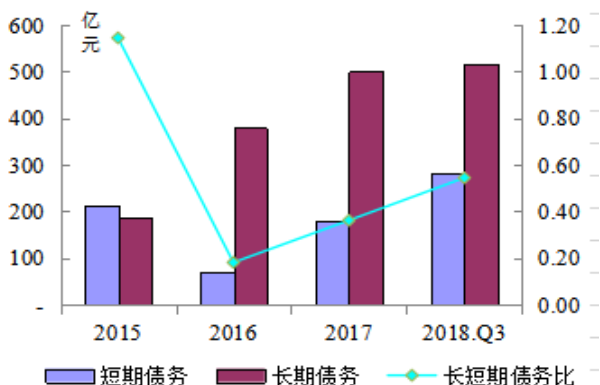
同时，随着公司房地产业务规模的扩张，外部融资需求加大，公司有息债务增长较快，2015~2017 年末公司总债务规模分别为 399.05 亿元、447.22 亿元和 680.86 亿元，三年年均复合增长率为 30.62%。债务期限结构方面，2015~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.14 倍、0.18 倍和 0.36 倍，整体呈波动下降趋势，公司以长期债务为主的债务期限结构相对合理。另截至 2018 年 9 月末，公司总债务为 798.34 亿元，较上年末增长 17.25%，长短期债务比 0.54 倍，其中短期债务 281.15 亿元，较上年末增长 55.68%，长期债务 517.19 亿元，较上年末增长 3.38%。

所有者权益构成方面，近年来公司少数股东权益保持增长，其中，2015~2017 年及 2018 年 9 月末



少数股东权益分别为 24.84 亿元、25.26 亿元、25.97 亿元和 121.72 亿元，2018 年 9 月末公司少数股东权益较上年末大幅增长 368.64%，主要系公司房地产项目引入合作增多，控股子公司少数股东投入不断增加所致。

图 8：2015~2018.Q3 公司债务结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着房地产业务规模的扩张，公司资产及负债规模不断提升，同时，有息债务规模增长较快，公司整体财务杠杆比率处于较高水平。

## 流动性

公司资产以流动资产为主，截至 2017 年末，公司流动资产规模为 1,441.88 亿元，期末流动资产占资产总额的比重为 91.63%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，2017 年末存货和货币资金占流动资产的比重分别为 74.36% 和 12.92%。另截至 2018 年 9 月末，公司流动资产 1,917.15 亿元，期末流动资产占资产总额的比重升至 92.23%，其中，期末存货和货币资金占流动资产的比重分别为 73.46% 和 15.29%。

表 11：2015~2018.Q3 公司流动资产分析

	单位：%			
	2015	2016	2017	2018.Q3
流动资产/总资产	91.45	90.86	91.63	92.23
存货/流动资产	82.58	72.06	74.36	73.46
货币资金/流动资产	10.74	17.78	12.92	15.29
(存货+货币资金)/流动资产	93.32	89.83	87.28	88.75

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，近年来随着公司房地产开发规模持续增长，其新获取项目及新开工速度加快，推动公司存货规模快速增长。2015~2017 年及 2018 年 9 月

末，公司存货净额分别为 721.64 亿元、715.27 亿元、1,072.21 亿元和 1,408.34 亿元。从存货结构来看，公司存货主要由在建项目的开发成本、已竣工项目的开发产品构成。2015~2017 年末，存货中开发成本占比分别为 71.27%、64.48% 和 76.21%，呈波动上升态势；近年来公司存货中已完工开发产品占比分别为 23.29%、29.81% 和 14.33%，2017 年以来占比下降明显，公司产品去化情况向好。

表 12：2015~2017 年公司存货情况分析

	2015	2016	2017
存货 (亿元)	721.64	715.27	1,072.21
开发成本 (亿元)	514.28	461.23	817.18
开发成本/存货 (%)	71.27	64.48	76.21
开发产品 (亿元)	168.10	213.20	153.66
开发产品/存货 (%)	23.29	29.81	14.33

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，近年来公司整体周转效率波动上升，但其中，受获取新项目较多影响，2017 当期存货周转效率和总资产周转效率有所下滑。2015~2017 年，公司存货周转效率分别为 0.21 次、0.36 次和 0.31 次；总资产周转率分别为 0.24 次、0.32 次和 0.26 次。

表 13：2015~2017 年公司周转率相关指标

	2015	2016	2017
存货周转率 (次/年)	0.21	0.36	0.31
总资产周转率 (次/年)	0.24	0.32	0.26

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，随着房地产开发业务的扩大，受项目销售回笼资金以及公司项目获取及开发资金支出的影响，公司近年来经营性现金流波动较大。公司 2015~2017 年及 2018 年 1~9 月经营性现金流净额分别为 4.12 亿元、62.44 亿元、-84.86 亿元和 17.18 亿元，其中，2017 年以来公司新获取土地及新开工项目大幅增加，经营活动现金流呈现净流出状态。2015~2017 年及 2018 年 9 月末经营活动现金流/短期债务分别为 0.02 倍、0.92 倍、-0.47 倍和 0.08 倍，经营活动现金流对短期债务的保障力度有待提升。货币资金方面，近年来公司年末所持货币资金规模保持在较高水平，但受短期债务规模增长较快影响，货币资金对短期债务的覆盖能力有所波动，2015~2017 年及 2018 年 9 月末，公司货币

资金/短期债务分别为 0.44 倍、2.59 倍、1.03 倍和 1.04 倍。

**表 14: 2015~2018.Q3 公司部分流动性指标**

	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金 (亿元)	93.89	176.45	186.27	293.22
经营活动现金流净额 (亿元)	4.12	62.44	-84.86	17.18
经营净现金流/短期债务 (X)	0.02	0.92	-0.47	0.08
货币资金/短期债务 (X)	0.44	2.59	1.03	1.04

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 近年来公司经营活动净现金流波动较大, 同时, 受短期债务增长影响, 年末货币资金对债务保障能力亦有所波动。但考虑到公司拥有较大规模且区域布局较好的项目储备, 且存货结构较为合理, 对其整体流动性形成良好支撑。

## 盈利能力

2015~2017 年公司分别实现营业总收入 193.99 亿元、322.35 亿元和 347.58 亿元, 三年年均复合增长率为 33.86%。营业毛利率方面, 2015~2017 年公司营业毛利率分别为 28.41%、20.74%和 21.32%, 受近年来房地产行业整理利润回落及公司结转项目区域的影响, 公司综合毛利率有所波动。另外, 近年来公司销售业绩良好, 2015~2017 年末公司预收款项分别为 265.85 亿元、262.74 亿元和 428.53 亿元, 分别为当期营业总收入的 1.37 倍、0.82 倍和 1.23 倍, 丰富的待结算资源为公司经营业绩形成了有利的保障。另 2018 年 1~9 月, 公司实现营业收入 268.93 亿元, 同比增长 48.79%; 营业毛利率为 25.95%, 较上年同期有所增长。此外, 得益于公司销售业绩继续保持增长态势, 2018 年 1~9 月公司预收款项达到 697.82 亿元, 为当期营业总收入的 2.59 倍。

从期间费用来看, 随着业务规模增长, 公司三费规模亦不断增加。2015~2017 年公司三费合计分别为 18.84 亿元、25.33 亿元和 37.92 亿元, 同期三费收入占比分别为 9.71%、7.86%和 10.91%。其中, 随着房地产项目开发进度的加快, 公司销售费用及管理费用增长较快, 同时, 由于近三年公司债务规模推升, 利息支出增加, 财务费用亦呈上升趋势。总体来看, 公司期间费用不断上升, 三费占比亦波

动增长, 期间费用控制能力有待加强。另 2018 年 1~9 月, 公司期间费用合计 30.64 亿元, 占同期营业收入比重为 11.39%。

**表 15: 2015~2018.Q3 公司期间费用分析**

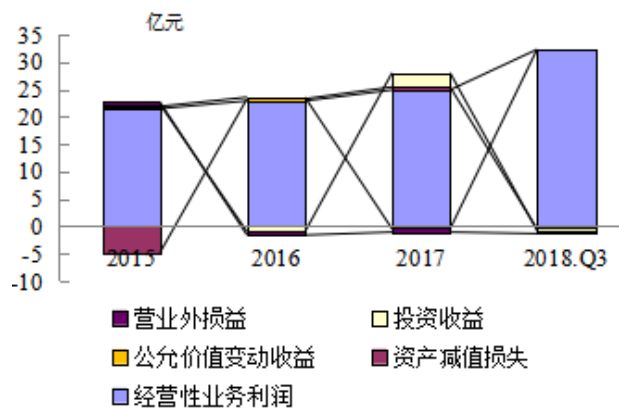
项目	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	6.94	9.81	18.08	14.48
管理费用	9.23	12.47	15.12	11.76
财务费用	2.68	3.05	4.72	4.40
三费合计	18.84	25.33	37.92	30.64
营业总收入	193.99	322.35	347.58	268.93
三费收入占比	9.71%	7.86%	10.91%	11.39%

单位: 亿元

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司近三年利润总额分别为 17.85 亿元、22.31 亿元和 29.43 亿元, 主要由经营性业务利润构成。2015~2017 年公司经营性业务利润分别为 21.47 亿元、22.88 亿元和 24.88 亿元, 呈持续上升趋势; 同期, 公司分别实现投资收益 0.37 亿元、-0.99 亿元和 2.58 亿元, 其中, 2017 年投资收益增长明显主要系处置新疆金科能源股权投资合伙企业 (有限合伙) 和五家渠雪莲金科教育管理有限公司股权获得收益增长所致。综上, 2015~2017 年, 公司实现净利润分别为 12.34 亿元、17.90 亿元和 22.85 亿元, 所有者权益收益率分别为 8.04%、7.95%和 10.22%。另 2018 年 1~9 月, 公司实现利润总额 31.95 亿元, 实现净利润 26.59 亿元, 分别较上年同期增长 161.88%和 122.23%, 主要系公司结算收入增长及毛利率提高所致。

**图 9: 2015~2018.Q3 公司利润总额构成**



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总的来看, 公司近年来毛利率水平有所波动, 但考虑到公司收入规模持续保持增长态势, 加之近

年来待结算资源丰富，对未来经营业绩的增长形成了有力保障。

## 偿债能力

从债务规模来看，随着近年土地储备及项目开发规模的扩大，公司债务规模快速上升。2015~2017年末公司总债务规模分别为399.05亿元、447.22亿元和680.86亿元，三年年均复合增长率30.62%；同期公司长短期债务比分别为1.14倍、0.18倍和0.36倍，整体有所改善，但2017年短期债务增长至180.60亿元，同比增长大幅164.66%，短期偿债压力有所上升。另截至2018年9月末，公司总债务为798.34亿元，其中短期债务增至281.15亿元，短期偿债压力进一步上升。

EBITDA获现能力方面，公司EBITDA主要由利润总额、利息支出和折旧构成，2015~2017年公司EBITDA分别为23.03亿元、28.21亿元和36.20亿元，呈不断上升趋势。从主要偿债能力指标表现来看，受公司房地产项目增加影响，公司经营净现金流波动较大，2015~2017年及2018年9月末，公司经营净现金流/总债务分别为0.01倍、0.14倍、-0.12倍和0.03倍，经营性净现金流对债务本息的保障能力较弱。2015~2017年，公司总债务/EBITDA分别为17.33倍、15.85倍和18.81倍，EBITDA利息保障倍数分别为0.68倍、0.90倍和1.03倍，受公司债务规模上升影响，公司EBITDA对债务本息的保障程度有所波动。

表 16：2015~2018.Q3 公司偿债能力指标

项目	2015	2016	2017	2018.Q3
短期债务（亿元）	212.98	68.24	180.60	281.15
长期债务（亿元）	186.07	378.98	500.27	517.19
总债务（亿元）	399.05	447.22	680.86	798.34
经营活动净现金流（亿元）	4.12	62.44	-84.86	17.18
EBITDA（亿元）	23.03	28.21	36.20	-
总债务/EBITDA (X)	17.33	15.85	18.81	-
经营净现金流/总债务 (X)	0.01	0.14	-0.12	0.03
EBITDA 利息倍数 (X)	0.68	0.90	1.03	-
经营净现金流/利息支出 (X)	0.12	1.99	-2.42	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家金融机构保持良好

的合作关系，截至2018年9月末，公司及合并报表下子公司取得的金融机构授信总额为人民币1,589.06亿元，已使用授信额度人民币609.57亿元，未使用授信余额为人民币979.49亿元，加之公司作为A股上市公司，股权融资渠道顺畅，其整体备用流动性较好。

或有负债方面，截至2018年9月末，公司及其子公司对外担保余额合计87.15亿元，担保对象主要为公司联营公司，其中，对南宁融创世承置业有限公司、重庆美科房地产开发有限公司、郑州新银科置业有限公司等提供担保金额分别为8.77亿元、10.51亿元和13.90亿元；公司对外担保总额占公司当期末净资产比例为25.94%，对外担保规模较大，中诚信证评将对公司或有负债风险保持关注。

总体而言，随着公司业务规模的快速扩张，公司近年来债务规模上升明显，财务杠杆比率处于较高水平。不过，考虑到公司在重庆区域领先的竞争优势与市场地位，以及持续增长的签约销售金额及充足的待结算资源，加之其相对充裕的备用流动性，可为其债务本息的偿还提供有力保障。

## 结 论

综上，中诚信证评评定金科地产集团股份有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；评定“金科地产集团股份有限公司2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用等级为**AAA**。



## 关于金科地产集团股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

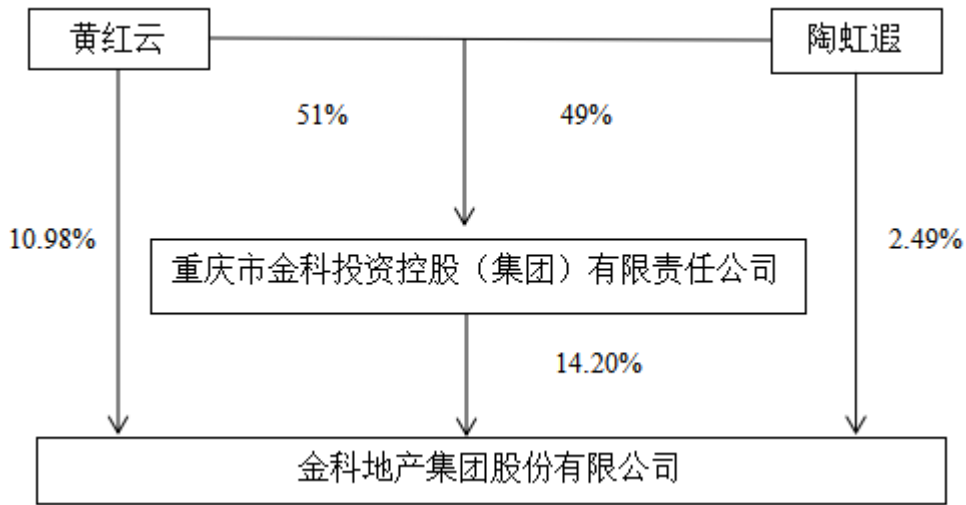
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

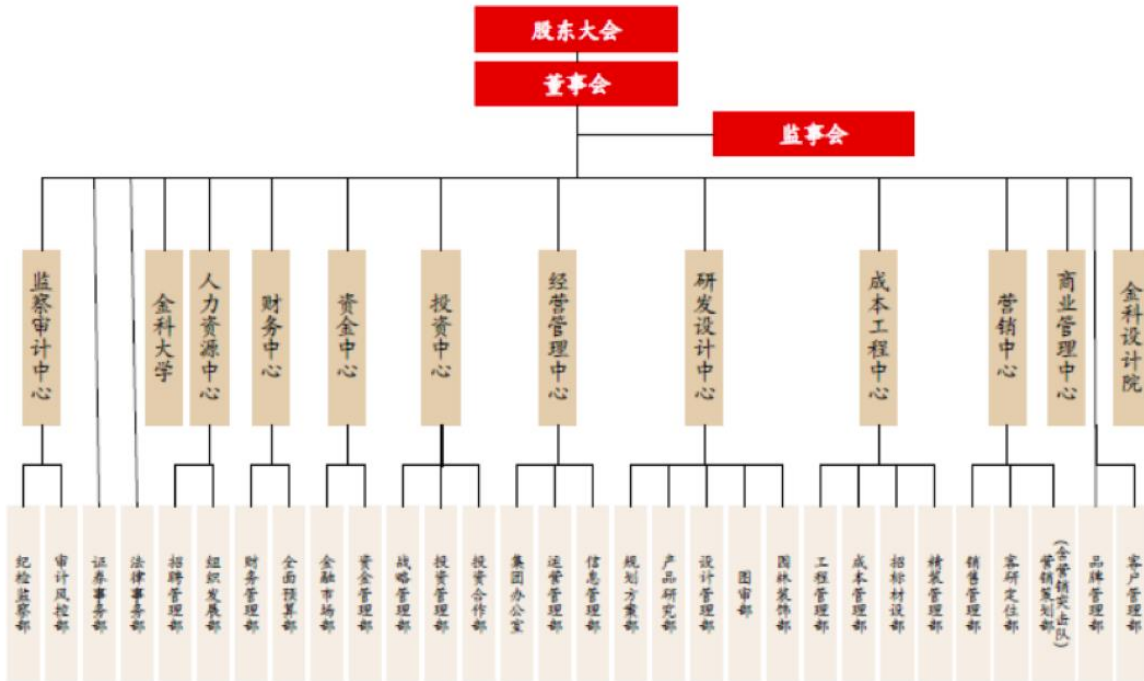
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：金科地产集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司 2018 年三季度报告，中诚信证评整理

附二：金科地产集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理



**附三：金科地产集团股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	938,918.83	1,764,484.22	1,862,698.97	2,932,212.53
应收账款净额	72,904.58	82,928.66	149,468.37	167,605.68
存货净额	7,216,385.99	7,152,719.55	10,722,137.32	14,083,377.35
流动资产	8,738,746.20	9,926,509.52	14,418,759.47	19,171,466.36
长期投资	60,654.40	110,169.72	476,929.60	724,271.73
固定资产合计	557,566.40	611,399.55	649,383.28	717,039.84
总资产	9,555,279.67	10,924,916.41	15,736,402.28	20,786,417.52
短期债务	2,129,796.14	682,379.84	1,805,995.48	2,811,499.44
长期债务	1,860,731.73	3,789,801.15	5,002,654.35	5,171,860.11
总债务（短期债务+长期债务）	3,990,527.87	4,472,180.99	6,808,649.82	7,983,359.55
总负债	8,021,469.47	8,671,694.47	13,499,771.99	17,426,234.93
所有者权益（含少数股东权益）	1,533,810.20	2,253,221.94	2,236,630.29	3,360,182.59
营业总收入	1,939,857.33	3,223,544.16	3,475,762.31	2,689,258.00
三费前利润	403,180.06	482,169.09	627,968.62	629,286.06
投资收益	3,683.84	-9,872.06	25,778.99	-6,128.65
净利润	123,364.61	179,034.90	228,539.78	265,865.94
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	230,252.56	282,116.54	361,983.96	-
经营活动产生现金净流量	41,227.00	624,412.15	-848,554.64	171,784.29
投资活动产生现金净流量	-96,522.39	-565,098.88	-990,234.56	-708,353.37
筹资活动产生现金净流量	271,497.53	869,854.97	1,930,979.05	1,615,233.52
现金及现金等价物净增加额	216,202.15	929,168.24	92,189.86	1,078,664.44
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q3
营业毛利率（%）	28.41	20.74	21.32	25.95
所有者权益收益率（%）	8.04	7.95	10.22	10.55
EBITDA/营业总收入（%）	11.87	8.75	10.41	-
速动比率（X）	0.25	0.58	0.44	0.42
经营活动净现金/总债务（X）	0.01	0.14	-0.12	0.03
经营活动净现金/短期债务（X）	0.02	0.92	-0.47	0.08
经营活动净现金/利息支出（X）	0.12	1.99	-2.42	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.68	0.90	1.03	-
总债务/EBITDA（X）	17.33	15.85	18.81	-
资产负债率（%）	83.95	79.38	85.79	83.83
总债务/总资本（%）	72.24	66.50	75.27	70.38
长期资本化比率（%）	54.82	62.71	69.10	60.62
净负债率（%）	198.96	120.17	221.13	150.32

注：1、2015~2018.Q3 长期应付款中应付融资租赁款已调至长期债务核算；  
 2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
 3、2018 年三季度相关指标已经过年化处理。

**附四：基本财务指标的计算公式**

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=净债务/所有者权益（含少数股东权益）

## 附五：信用等级的符号及定义

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

### 长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。



## 短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
<b>A-1</b>	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强，安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力很低，违约风险较高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。