



信用等级通知书

信评委函字 [2017]跟踪869号

阳光城集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“阳光城集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“阳光城集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持上述两期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。



阳光城集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）、（第二期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	阳光城集团股份有限公司		
发行规模	第一期	人民币 13 亿元	
	第二期	人民币 13 亿元	
存续期限	第一期	2016/8/29~2021/8/29	
	第二期	2016/9/27~2021/9/27	
	两期债券附第 3 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权		
上次评级时间	第一期	2016/8/18	
	第二期	2016/9/19	
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

概况数据

阳光城	2014	2015	2016	2017.3
所有者权益（亿元）	70.79	137.42	189.24	193.88
总资产（亿元）	462.29	701.73	1,204.31	1,569.33
总债务（亿元）	202.61	376.25	680.73	921.75
营业总收入（亿元）	138.94	223.80	195.98	24.23
营业毛利率（%）	29.14	25.56	23.31	28.67
EBITDA（亿元）	19.56	24.08	22.09	4.47
所有者权益收益率（%）	18.11	12.61	7.56	4.73
资产负债率（%）	84.69	80.42	84.29	87.65
总债务/EBITDA（X）	10.36	15.63	30.81	51.51
EBITDA 利息倍数（X）	0.91	0.94	0.55	0.32
净负债率（%）	230.28	173.41	259.90	322.40

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2017 年第一季度所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标已年化处理。

分析师

龚天霖 txgong@ccxr.com.cn

李诗哲 shznli@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 8 月 2 日

基本观点

2016 年，在房地产行业政策较为宽松的背景下，阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”或“公司”）房地产销售业绩实现较快增长，于福州地区的销售业绩排名第一，具有很强的区域市场竞争力，同时当年公司加大项目获取力度，年末土地储备资源丰富，且具有较好的区域布局优势。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务规模增速较快、财务杠杆高企等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持阳光城主体信用等级 AA⁺，评级展望为稳定；维持“阳光城集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“阳光城集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用等级 AA⁺。

正 面

- 仍具备很强的区域市场竞争力。公司坚持“区域聚焦，深耕发展”的发展战略，2016 年在福州地区销售金额和销售面积分别为 131.11 亿元和 95.41 万平方米，均在福州地区排名第一，具备较好的区域竞争实力。
- 房地产销售业绩增长较快。2016 年公司灵活调整推盘节奏，加快去化，当年实现签约销售金额和签约销售面积分别为 462.42 亿元和 360.66 万平方米，分别同比增长 46.32% 和 49.01%。此外，2016 年末公司预收款项 178.31 亿元，占当年营业收入比重为 90.98%，为未来经营业绩的保持提供了较好的保障。
- 土地储备优质。截至 2016 年末，公司土地储备总面积为 1,467.89 万平方米，多集中于大福建、长三角与珠三角等一、二线城市区域，土地储备资源丰富、区域布局较好。

关 注

- 债务规模增速较快，财务杠杆高企。近年来公司债务规模增长较为明显，2016年末公司总债务为 680.73 亿元，同比大幅增长 80.92%；同时，公司年末资产负债率和净负债率分别为 84.29%和 259.90%，财务杠杆水平偏高。截至 2017 年第一季度末，公司负债率和净负债率进一步上升至 87.65%和 322.40%。
- 盈利能力有所弱化。2016 年，受项目结转进度影响，公司营业收入规模缩小；同时，公司毛利空间收窄，较上年下降 2.35 个百分点，受此影响，经营性业务利润为 21.18 亿元，同比下降 17.88%，公司盈利能力有所弱化。

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）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、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《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是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

阳光城集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“16 阳城 01”，债券代码为“112436”）于 2016 年 8 月 29 日完成发行，发行规模为人民币 13 亿元，到期日为 2021 年 8 月 29 日，附第 3 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率 4.8%。

阳光城集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（债券简称“16 阳城 02”，债券代码“112452”）于 2016 年 9 月 27 日完成发行，发行规模为人民币 13 亿元，到期日为 2021 年 9 月 27 日，附第 3 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率 4.50%。

截至 2016 年 12 月 31 日，上述两期债券共计募集资金 26 亿元，扣除相关发行费用后，25.76 亿元已全部用于偿还金融机构借款。

重大事项

2016 年 11 月 29 日，在浙江产权交易所有限公司举办的企业产权竞价转让活动中，阳光城以 13.51 亿元现金收购物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”）全资子公司中大房地产集团有限公司（以下简称“中大地产”）、浙江物产实业控股（集团）有限公司（以下简称“物产实业”）、控股子公司浙江物产民用爆破器材专营有限公司（以下简称“物产民爆”）挂牌出售转让的杭州中大圣马置业及浙江物产良渚花苑等 15 家公司股权组成的股权资产包（以下合称“标的公司”及“标的股权”），同时公司因竞得上述股权同时承接物产中大及子公司对标的公司合计 91.18 亿元的应收债权。上述交易构成重大资产重组，总交易对价为 104.69 亿元（包括股权竞得价款及承接转让方对标的公司的债权金额）。

公司已按照《产权交易合同》的约定，与交易对方办理标的公司股权变更的工商过户手续。截至 2017 年 5 月 25 日，已有杭州中大圣马置业有限公司、浙江中大正能量房地产有限公司、武汉市巡司河物业发展有限公司、武汉中大十里房地产开发有限公司、四川思源科技开发有限公司、成都浙中大

地产有限公司、中大房地产集团南昌有限公司、宁波国际汽车城开发有限公司、富阳中大房地产有限公司、中大房地产集团上虞有限公司、中大房地产集团南昌圣马房地产有限公司、南昌中大房地产有限公司、杭州中大银泰城购物中心有限公司、浙江物产良渚花苑房地产开发有限公司共计 14 家标的公司的相关股权完成了工商过户手续。公司目前正在积极沟通关于江西中地投资有限公司股权过户事宜。同时，截至 2017 年 5 月 25 日，公司已向中大地产及物产实业偿付了股东借款 76.68 亿元（即承接债权金额的 84%），公司后续将按照《借款偿还协议》和交易双方的进一步约定履行还款义务。

上述交易涉及的 15 家标的公司持有的物业主要分布在浙江杭州、四川成都、湖北武汉、江西南昌等长江沿线城市，已具有一定的规模，通过上述收购可增加公司在长江沿线城市的战略布局，公司总资产规模亦将进一步上升。但上述交易规模较大，公司交易对价的支付安排及并购项目对其整体盈利能力影响值得关注。

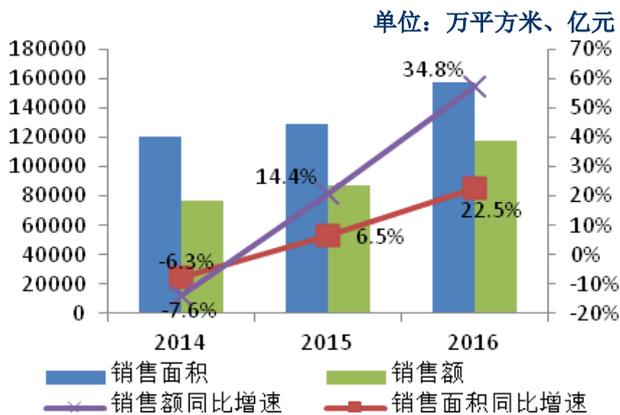
行业分析

受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同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，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较

年初增长 8.82%¹。良好的商品房成交使得商品房库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格亦难以上行，不同能级城市商品住宅市场分化明显。

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

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，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。

¹ 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、南昌及福州；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。

具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016 年 3 月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11 月以来，部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

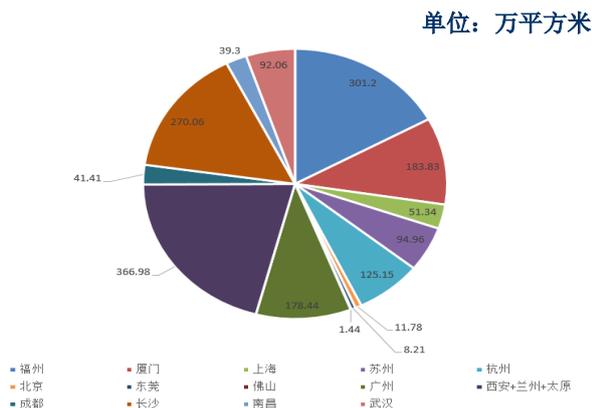
受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016 年销售额在 300 亿元以上的房企已完成及正在进行的并购案例已近 100 起，占行业并购数量的 70% 以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2016 年 TOP100 房企入榜金额门槛从 2015 年的 104 亿元提高至 157 亿元，同比上升 51%，销售金额集中度亦提升 3.87 个百分点至 43.92%，占比近一半；TOP20 销售门槛提升最快，由 2015 年的 358 亿元大幅增至 647 亿元，同比提升了 81%，销售金额集中度则上升 1.67 个百分点至 24.73%；而 TOP10 房企销售金额门槛达到 1,100.2 亿元，同比上涨 51.73%，占全国销售额的比重达到 18.35%，较上年提升 1.27 个百分点，千亿房企已达 12 家。

业务运营

跟踪期内，公司房地产销售业绩呈现较大幅度增长，同时仍在福州保持明显的市场竞争力，于福州销售金额与销售面积均排名第一；此外，公司项目布局更为分散，项目销售金额新增北京、广州及长沙等城市的贡献，区域布局优势明显。

项目运营方面，2016 年公司加快项目开发节奏，当年新开工面积 300.88 万平方米，同比增加 107.15%；竣工面积 180.92 万平方米，同比下降 28.28%，完工项目主要包括福州奥体阳光花园、福州西海岸利博顺泰、上海阳光城愉景湾、长沙中央公园青云苑等 32 个项目。在建项目方面，截至 2017 年 3 月末，公司在建项目数量 53 个，建筑面积合计 784.85 万平方米，主要分布在福州、厦门、上海、苏州和杭州等一、二线城市，总建筑面积占比分别为 19.35%、11.66%、2.07%、6.72%和 3.16%，区域布局优势较为明显。在建项目投资方面，公司在建项目计划总投资 1,433.74 亿元，截至 2017 年 3 月末已完成投资 889.08 亿元，尚需投资 544.66 亿元，未来公司或将具有较大的外部融资需求。

图2：2016年公司在建工程总建筑面积情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表1：2014~2017.Q1公司开竣工情况

单位：万平方米

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
新开工面积	270.37	145.25	300.88	106.24
竣工面积	141.13	252.26	180.92	14.11
在建项目数量	42	33	44	53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在较为宽松的政策环境下，公司坚持“区域聚

焦、深耕发展”的发展战略，采取契合市场景气度变化的定价和推盘节奏，加快去化，当年房地产签约销售业绩有较大幅度增长。2016年公司实现签约销售面积360.66万平方米，同比增长46.32%；实现签约销售金额462.42亿元，同比增长49.01%；同期签约销售均价12,821.49元/平方米，同比上升1.85%。从销售区域来看，2016年公司于福州、厦门、上海、杭州及西安、兰州和太原的签约销售金额分别为131.11亿元、75.65亿元、65.90亿元、48.08亿元和50.28亿元，占当年签约销售总额的比重分别为28.35%、16.36%、14.25%、10.40%和10.87%，其中公司于福州销售面积及销售金额均排名第一，仍在当地市场具备很强的市场竞争力。此外，2016年公司首次在北京与广州推盘，签约销售金额分别为18.16亿元和11.36亿元，分别占比3.93%和2.46%。整体来看，公司项目区域分布更加多元，区域优势明显。

表2：2014~2016年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2014	2015	2016
签约销售面积	175.80	246.49	360.66
签约销售金额	230.69	310.31	462.42
签约销售均价	13,122	12,589	12,821
结算面积	120.64	143.13	145.41
结算金额	130.04	211.12	193.70
结算单价	10,779	14,750	13,321

注：签约销售面积和签约销售金额均为全口径；结算面积和结算金额均为并表口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，受已售项目结算进度影响，2016 年公司房地产项目结算面积同比下降 1.59%至 145.41 万平方米，同年结算金额减少 8.25%至 193.70 亿元。2016 年公司结转项目中普通住宅占比上升，当年结算均价较上年下降 9.68%至 13,321 元/平方米。从结算区域来看，2016 年公司结算项目贡献主要来自于上海，上海结算金额占比为 36.87%；其次为福州，结算金额占比为 28.87%；此外，苏州、杭州、长沙及西安、兰州、太原等城市结算金额占比分别为 9.06%、6.87%、4.34%和 9.90%。另截至 2016 年末，公司预收账款为 178.31 亿元，同比增长 82.80%，为其未来经营业绩的保持提供了较好的保障。

表 3：2014~2016 年公司房地产区域销售占比情况

单位：%			
签约金额	2014	2015	2016
福州	48.08	33.54	28.35
厦门	13.11	11.07	16.36
上海	19.96	23.47	14.25
苏州	2.46	7.76	8.36
杭州	1.16	8.58	10.40
北京	-	-	3.93
广州	-	-	2.46
长沙	-	-	5.02
西安太原兰州	15.24	15.57	10.87
合计	100.00	100.00	100.00
结算金额	2014	2015	2016
福州	54.70	47.84	28.87
厦门	13.96	12.26	3.85
上海	4.50	29.32	36.87
苏州	-	-	9.06
杭州	-	-	6.87
广州	-	-	0.25
长沙	-	-	4.34
西安、兰州、太原	26.84	10.58	9.90
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司加大项目获取力度，坚持“3+1+X”的区域战略布局，土地储备充足，为其未来经营业绩的增长奠定基础；同时，公司土地投资金额同比大幅上升。

2016 年，公司加大土地储备力度，新拓展项目 25 个，新增土地储备建筑面积 977.80 万平方米，同比增长 210.09%。具体来看，公司通过公开市场招拍挂获取 12 个项目，新增计容建筑面积 141.90 万平方米，土地金额 156.27 亿元。从区域布局来看，

公司坚持“3+1+X”（长三角、京津冀、珠三角+大福建+战略城市点）的区域战略布局，新增项目于大福建、长三角、京津冀、珠三角和战略城市计容建筑面积占比分别为 27.97%、12.38%、0.93%、20.71% 和 38.01%；从土地性质来看，12 幅地块中仅 2 幅为住宅用地，其余大部分为商业、住宅用地。此外，2016 年公司通过收购共计获得 13 个项目（55 宗地块），并购价款（交易总对价，包含股权收购价款及承接债务金额）为 124.96 亿元，计容建筑面积 835.90 万平方米。跟踪期内，公司合计新增土地储备土地投资金额为 281.23 亿元，同比大幅增长 108.97%，推升了公司的对外融资需求，并将给公司带来一定的资本支出压力。

表 4：2014~2016 年公司新增项目和土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元			
指标	2014	2015	2016
新拓展项目	4	17	25
新增土地储备	35.43	315.33	977.80
土地储备总面积	575.04	779.24	1,467.89
新项目地价	36.89	134.58	281.23
地价总额	320.48	455.06	743.08

注：该土地储备总面积为在建及储备面积（即扣除在建项目中的部分竣工面积）

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司土地储备计容建筑面积 1,467.89 万平方米，土地储备充足，可为未来经营业绩提供一定保障。从土地储备区域布局来看，公司储备项目主要分布于广州、长沙、福州、苏州、厦门、杭州以及西安、兰州和太原等城市，土地储备建筑面积占比分别为 23.93%、18.19%、10.53%、6.73%、6.07%、5.91% 和 23.20%。

表 5：截至 2016 年 12 月末公司土地储备情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米						
地区	占地面积	规划总建筑面积	土地取得成本	项目计划总投资	楼面价	土地储备面积
福州	203.21	468.42	189.53	510.74	4,046.14	154.61
厦门	99.95	173.00	54.94	182.32	3,175.61	89.17
上海	38.17	67.96	104.06	219.40	15,311.92	4.76
苏州	38.19	116.85	53.24	145.27	4,555.99	98.77
杭州	42.89	102.06	119.33	233.38	11,692.14	86.80
北京	5.98	15.68	33.03	57.24	21,065.05	15.68
东莞	5.80	14.97	16.76	29.94	11,195.72	14.97

佛山	0.45	1.44	1.08	2.00	7,500.00	1.44
广州	190.83	387.00	47.85	332.22	1,236.43	351.17
长沙	61.31	282.94	38.40	194.51	1,357.18	266.94
成都	3.40	11.20	10.78	19.09	9,625.00	11.20
郑州	7.00	31.80	28.24	51.63	8,880.50	31.80
西安+兰州+太原	272.98	546.32	45.85	343.70	839.25	340.58
合计	970.16	2,219.64	743.08	2,321.44	3,347.77	1,467.89

注：土地储备总面积为总规划储备面积（即扣除规划总建筑面积中的部分竣工面积）

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年度、2015年度、2016年度审计报告以及未经审计的2017年第一季度合并财务报表。

资本结构

2016年公司通过公开市场招拍挂及并购方式加大了项目获取力度，存货规模的快速上涨使得年末资产规模增幅较大，2016年末公司总资产为1,204.31亿元，同比增长71.62%。负债方面，伴随业务规模的扩大及销售业绩的提升，公司外部资金需求增加、预收款项规模增长，年末负债总额上升至1,015.06亿元，同比增长79.88%。自有资本实力方面，得益于发行新股以及利润留存，2016年末公司所有者权益为189.24亿元，同比增长37.71%。另截至2017年3月31日，公司资产总额1,569.33亿元，总负债为1,375.45亿元，所有者权益为193.88亿元。

财务杠杆比率方面，2016年末公司资产负债率和总资本化比率分别为84.29%和78.25%，分别较上年增加3.87个百分点和5.00个百分点，负债水平高企。此外，2016年末公司净负债率为259.90%，较上年同期上升83.48个百分点，公司财务杠杆水平偏高。另截至2017年3月末，公司资产负债率、总资本化比率和净负债率分别为87.65%、82.86%和322.40%，负债水平进一步增加。

图3：2014~2017.Q1公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务方面，截至2016年末，公司总债务规模为680.73亿元，同比增长80.92%，债务规模大幅上涨。另截至2017年3月末，公司总债务进一步增至921.75亿元。债务期限结构方面，2016年末及2017年3月末，公司短期债务/长期债务分别为0.39倍和0.48倍，较2015年的1.34倍大幅优化，债务期限结构较为合理。

总体来看，2016年公司资产规模大幅上涨，债务期限结构维持合理，但由于土地储备加大且并购项目增加导致资金需求较高，公司财务杠杆水平偏高，债务规模大幅上涨。

流动性

从流动资产来看，截至2016年末公司流动资产占资产总额的比重为95.13%，主要由货币资金及存货等科目构成，合计占流动资产比重为81.71%。

存货方面，2016年公司存货规模大幅增长，年末存货账面价值为747.21亿元，同比增长76.30%。其中，开发产品100.82亿元，同比增长13.38%，占年末存货账面价值的比重为13.49%，同比下降7.11个百分点；开发成本账面价值636.25亿元，同比增长88.95%，较大规模的在建项目为未来经营业

绩可提供一定保障；此外，2016年存货新增土地整理账面价值6.35亿元，系当年公司收购深圳大爱城所属罗湖区南湖街道联城工业厂房城市更新项目，涉及拆迁重建建筑面积2.13万平方米。

表 6：2014~2016 年公司周转率相关指标

	2014	2015	2016
存货周转率（次/年）	0.35	0.43	0.26
总资产周转率（次/年）	0.35	0.38	0.21

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产周转率来看，受到存货与总资产大幅增加的影响，年内公司存货周转率与总资产周转率均有所下降。2016年，公司存货周转率和总资产周转率分别为0.26次/年和0.21次/年，均较上年下降0.17次。

货币资金方面，受发行债券融入资金影响，2016年末公司手持货币资金规模上升至188.89亿元，同比增长36.93%。同期末，公司货币资金/短期债务为0.99倍，同比增加0.35倍，基本可对短期债务形成覆盖。

现金流方面，受房地产业务持续扩张、新开发项目不断增加影响，近年公司经营活动现金流持续呈净流出状态，2016年经营活动净现金流为-25.81亿元，难以对短期债务形成有效保障。

表 7：2014~2017.Q1 公司部分流动性指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金（亿元）	39.61	137.95	188.89	296.68
经营活动现金流净额（亿元）	-56.41	-38.79	-25.81	15.31
经营净现金流/短期债务（X）	-0.46	-0.18	-0.14	0.21
货币资金/短期债务（X）	0.32	0.64	0.99	0.99

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至2016年末，公司受限资产账面价值为309.84亿元，占总资产比重为25.73%，主要为用于抵押担保的存货254.38亿元、投资性房地产3.98亿元、货币资金25.81亿元和预付账款25.67亿元，受限资产规模相对可控。

总体来看，受开发规模扩大及新增项目较多影响，公司存货及资产周转效率有所下滑、经营活动现金流持续呈净流出状态，但考虑到公司持续增长的销售业绩以及未来已销项目的资金回笼，其资产流动性仍具有一定保障。

盈利能力

从收入规模来看，2016年公司实现营业收入195.98亿元，同比减少12.43%；其中房屋销售收入193.70亿元，同比减少8.25%，收入规模下滑主要系已售项目尚未结转所致。此外，2016年末公司预收款项金额为178.31亿元，同比增长82.80%，占当年营业收入比重为90.98%，为其未来经营业绩的保持提供了较好的保障。

从毛利水平来看，2016年公司毛利率为23.31%，较上年下降2.35个百分点，毛利空间延续近年来的收窄趋势。公司调整销售产品结构、增加普通住宅产品，土地获取成本持续上升及项目开发总成本提高，以及为加快去化灵活定价等因素综合导致当年毛利率水平下降。另外，2017年1~3月，公司实现营业收入24.23亿元，毛利率为28.67%。

表 8：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

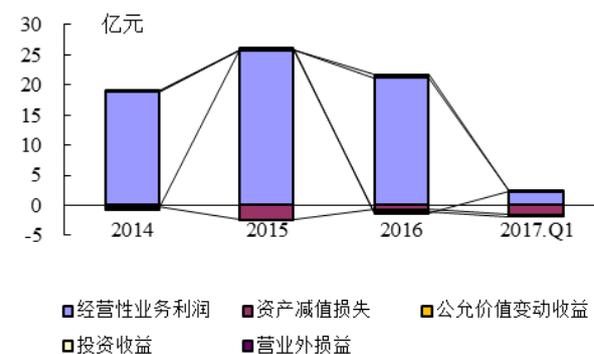
单位：亿元

项目名称	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	4.49	4.57	4.84	1.10
管理费用	3.77	5.54	6.78	1.69
财务费用	0.69	0.23	0.42	0.71
三费合计	8.95	10.35	12.04	3.50
营业总收入	138.94	223.80	195.98	24.23
三费收入占比	6.44%	4.62%	6.14%	14.44%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016年公司合计发生期间费用12.04亿元，同比增长16.34%，主要系管理费用的上涨。当年，公司三费收入占比为6.14%，较上年增加1.52个百分点，但整体来看，公司对期间费用控制能力仍然很强。

图 4：2014~2017.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成。

2016 年公司取得经营性业务利润 21.18 亿元，同比减少 17.88%，主要系毛利空间收窄所致。综上，2016 年公司取得利润总额 20.53 亿元，同比下降 13.01%；实现净利润 14.31 亿元，同比下降 17.39%；净资产收益率 7.56%，较上年减少 5.05 个百分点，公司盈利能力有所弱化。

总体来看，受项目销售结转进度影响，2016 年公司营业收入规模缩小，毛利空间持续收窄，经营性业务利润下滑，整体盈利能力有所下降。

偿债能力

从债务规模来看，随着项目开发规模的扩大，公司外部融资规模持续增长。截至 2016 年末，公司总债务规模增至 680.73 亿元，同比增长 80.92%；其中短期债务 190.31 亿元，同比下降 11.67%，长期债务为 490.42 亿元，同比增长 204.98%。另截至 2017 年 3 月 31 日，公司总债务进一步增至 921.75 亿元，其中短期债务 298.32 亿元、长期债务 623.43 亿元。

表 9：2014~2017.Q1 公司部分偿债指标

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
总债务（亿元）	202.61	376.25	680.73	921.75
短期债务（亿元）	123.50	215.45	190.31	298.32
EBITDA（亿元）	19.56	24.08	22.09	4.47
总债务/EBITDA（X）	10.36	15.63	30.81	51.51
EBITDA 利息倍数（X）	0.91	0.94	0.55	0.32
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.28	-0.10	-0.04	0.07
经营活动净现金流利息保障系数（X）	-2.63	-1.52	-0.64	1.09
资产负债率（%）	84.69	80.42	84.29	87.65
总资本化比率（%）	74.11	73.25	78.25	82.62
净负债率（%）	230.28	173.41	259.90	322.40

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从主要偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 22.09 亿元，同比减少 8.25%，主要系利润总额下滑所致，公司获现能力减弱。受获现能力弱化、债务规模大幅上涨影响，2016 年公司主要偿债能力指标表现较上年弱化，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 30.81 倍和 0.55 倍，获现能力能对债务本息保障能力较弱。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司对外担

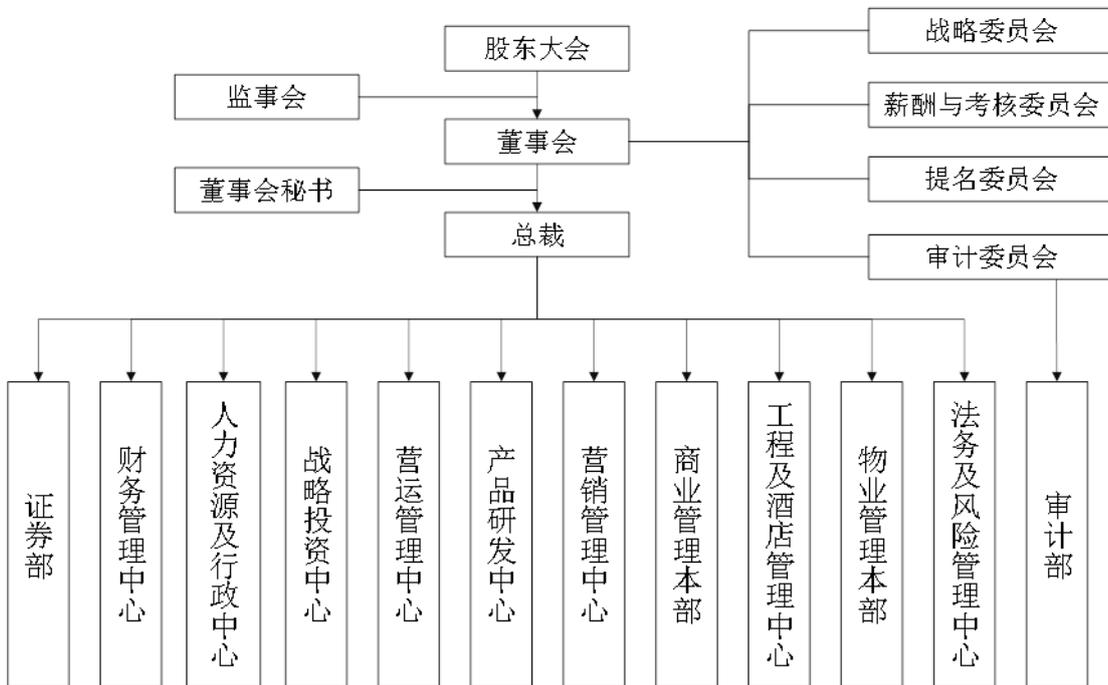
保 0.25 亿元，规模较小，或有负债风险较小。财务弹性方面，公司与境内外多家金融机构均保持了良好的合作关系，截至 2017 年 3 月末，公司合并口径下获得主要合作金融机构授信总额为 603.14 亿元，其中未使用的授信额度为 231.21 亿元，备用流动性较为充足。此外，公司作为 A 股上市公司，在资本市场具有较强的融资能力，融资渠道较为畅通，整体具备较强的财务弹性。

整体来看，2016 年公司营业收入规模下滑，毛利空间收窄，盈利能力弱化，债务规模大幅上涨，主要偿债指标表现较弱。但考虑到公司仍有较大规模的开发项目以及较为丰富的待结算资源，未来经营业绩有望对其债务本息支出形成保障。

结论

综上，中诚信证评维持阳光城集团股份有限公司主体信用等级 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“阳光城集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”和“阳光城集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”信用级别为 **AA⁺**。

附二：阳光城集团股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：阳光城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）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	396,062.45	1,379,497.68	1,888,894.78	2,966,764.20
应收账款净额	43,737.69	57,215.40	80,548.32	50,540.63
存货净额	3,505,199.16	4,238,268.90	7,472,074.88	10,000,169.40
流动资产	4,555,148.76	6,797,594.47	11,456,078.02	15,033,937.46
长期投资	6,043.12	14,328.55	126,221.10	164,130.95
固定资产合计	2,257.77	21,113.56	68,447.10	77,866.58
总资产	4,622,943.66	7,017,329.66	12,043,052.17	15,693,312.17
短期债务	1,234,962.14	2,154,480.88	1,903,065.88	2,983,208.84
长期债务	791,158.28	1,608,038.90	4,904,226.01	6,234,338.33
总债务（短期债务+长期债务）	2,026,120.42	3,762,519.78	6,807,291.90	9,217,547.17
总负债	3,915,083.74	5,643,119.45	10,150,616.32	13,754,483.34
所有者权益（含少数股东权益）	707,859.92	1,374,210.20	1,892,435.85	1,938,828.83
营业总收入	1,389,412.57	2,237,996.92	1,959,802.01	242,275.80
三费前利润	277,329.02	361,278.83	332,084.33	57,493.62
投资收益	3,071.74	956.28	-3,475.13	-3,514.83
净利润	128,179.03	173,271.79	143,136.70	22,924.68
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	195,573.08	240,793.70	220,939.36	44,732.86
经营活动产生现金净流量	-564,093.01	-387,871.13	-258,122.93	153,090.78
投资活动产生现金净流量	-35,408.43	-299,589.25	-1,711,387.00	-326,723.86
筹资活动产生现金净流量	684,193.44	1,709,564.23	2,244,486.60	1,283,334.56
现金及现金等价物净增加额	84,713.06	1,022,104.14	274,976.81	1,110,150.36
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	29.14	25.56	23.31	28.67
所有者权益收益率（%）	18.11	12.61	7.56	4.73
EBITDA/营业总收入（%）	14.08	10.76	11.27	18.46
速动比率（X）	0.34	0.64	0.76	0.67
经营活动净现金/总债务（X）	-0.28	-0.10	-0.04	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.46	-0.18	-0.14	0.20
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.63	-1.52	-0.64	1.09
EBITDA 利息倍数（X）	0.91	0.94	0.55	0.32
总债务/EBITDA（X）	10.36	15.63	30.81	51.51
资产负债率（%）	84.69	80.42	84.29	87.65
总债务/总资本（%）	74.11	73.25	78.25	82.62
长期资本化比率（%）	52.78	53.92	72.16	76.28
净负债率（%）	230.28	173.41	259.90	322.40

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2017 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA 指标已年化处理；

3、2016 年及 2017 年 3 月末其他流动负债系公司专项私募债及定向融资工具，计入总债务；2016 年及 2017 年 3 月末其他应付款中“合作方财务资助本金及利息”，由于未知本金明细，未调整至总债务中。

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+计入财务费用的利息支出

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=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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。

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 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）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

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，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。