



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪314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贵公司已发行的“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（2018）

发行主体	阳光城集团股份有限公司		
债券名称	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	16 阳城 01		
债券代码	112436		
发行规模	人民币 13 亿元		
存续期限	2016/08/29-2021/08/29		
上次评级时间	2017/08/02		
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 ⁺	

发行主体	阳光城集团股份有限公司		
债券名称	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		
发行规模	人民币 13 亿元		
存续期限	2016/09/27-2021/09/27		
上次评级时间	2017/08/02		
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	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	137.42	189.24	305.70	299.16
总资产（亿元）	701.73	1,204.31	2,132.50	2,267.01
总债务（亿元）	376.25	680.73	1,136.58	1,166.82
营业总收入（亿元）	223.80	195.98	331.63	43.02
营业毛利率（%）	25.56	23.31	25.08	25.01
EBITDA（亿元）	24.08	22.09	40.85	5.35
所有者权益收益率（%）	12.61	7.56	7.29	2.64
资产负债率（%）	80.42	84.29	85.66	86.80
净负债率（%）	173.41	259.90	252.82	276.96
总债务/EBITDA（X）	15.63	30.81	27.82	54.48
EBITDA 利息倍数（X）	0.94	0.55	0.58	0.28

基本观点

2017 年，在房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的背景下，阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”或“公司”）顺应市场变化，实行快速周转的经营战略，加快去化，当年房地产销售业绩实现较快增长，持续保持了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，且区域布局趋于分散。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、杠杆比例处于较高水平且面临短期偿债压力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为 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）”信用等级为 AA⁺。

正 面

- 持续保持较为明显的区域竞争优势。近年来，公司坚持“区域聚焦，深耕发展”的发展战略，在深耕福州地区的基础上，成功拓展长三角、京津冀为新的增长极。2017 年，公司在福州、杭州及厦门等区域销售排名位居前列，区域竞争优势得以保持。
- 销售业绩快速增长且行业地位有所提升。公司实行快速周转的经营战略，2017 年公司顺应市场形势、加快去化，当年实现签约销售金额 915.30 亿元，同比大幅增长 97.94%。2017 年快速增长的销售金额使公司在房地产行业的销售排名进一步上升。
- 土地储备资源丰富且区域分布广泛。2017 年公司进一步加大土地储备的获取力度，且新进入多个城市。截至 2017 年末，公司在建及拟建项目建筑面积合计为 3,156.48 万平方米，主要

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、公司 2018.Q1 所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理；
3、2016~2017 年末其他流动负债系公司专项私募债及定向融资工具，计入总债务及相关指标进行计算。

分布在西部战略城市及长三角、珠三角区域的一、二线城市，土地储备资源丰富、区域布局广泛。

关 注

- 快速扩张的业务模式对财务杠杆较为依赖。2017 年公司大幅新增土地储备推升其杠杆比例进一步上升，截至 2017 年末公司总债务规模同比增长 66.97%至 1,136.58 亿元；同时，公司年末资产负债率和净负债率分别为 85.66%和 252.82%，财务杠杆仍处于较高水平。
- 面临一定再融资压力。截至 2017 年末，公司短期债务合计 488.06 亿元，同比增长 156.46%，占总债务的比重为 42.93%，债务水平上升较快且货币资金不能覆盖短期债务，公司面临一定短期偿债压力。

分 析 师

范鹿青

lufan@ccxr.com.cn

张松涛

stzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 6 月 13 日

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 and 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 2017 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。

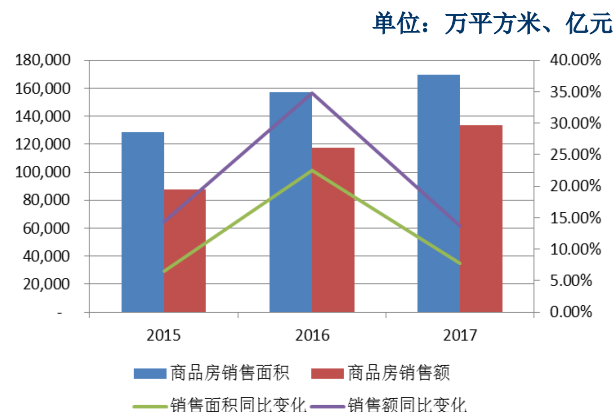
行业分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，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%。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保持向上趋势，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%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 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，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49% 和 14.30%；二线城市土地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。

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。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期投机需求。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。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

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，《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，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。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，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

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预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 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，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，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来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。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%；TOP20 房企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。

业务运营

2017 年，公司采用顺应市场形势的销售策略，在其传统优势区域持续保持了较强的竞争优势，房地产销售业绩实现快速增长，行业排名进一步上升。

2017 年，公司顺应地产调控政策，继续坚持“区域聚焦、深耕发展”的发展策略，迎合市场需求，加快去化，当年签约销售业绩快速增长。2017 年公司实现签约销售金额 915.30 亿元，同比大幅增长 97.94%；签约销售面积 659.40 万平方米，同比增长 82.83%；同期，签约销售均价为 13,881 元/平方米，同比上升 8.26%，2017 年快速增长的销售金额使公司在房地产企业的销售排名进一步上升。从销售的区域来看，公司在杭州、福州、（西安+兰州+太原）、厦门的签约销售金额分别为 165.85 亿元、122.47 亿元、104.34 亿元和 94.00 亿元，占当年签约销售金额的比重分别为 18.12%、13.38%、11.40% 和 10.27%。其中，2017 年公司蝉联福州地区销售冠军，区域优势明显；同时，公司在杭州、厦门等城市销售业绩亦位居前列，在区域市场具有较强的竞争实力。

结算方面，2017 年公司结算面积同比增长 65.97% 至 241.34 万平方米，实现结算金额 327.21 亿元，同比增长 68.93%；同期，结算均价提升至 13,558 元/平方米。从区域分布来看，公司结算项目主要位于福州、杭州、苏州及上海，上述城市结算金额占

比分别为24.71%、20.91%、11.09%和10.85%。受结算项目贡献区域变化影响，上海地区占比较上年下滑26.02个百分点，杭州区域占比较上年提升14.04个百分点。另截至2017年末，公司预收账款为401.51亿元，同比大幅增长125.17%，能够为其未来经营业绩的保持提供较好保障。

表 1：2015~2017 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015	2016	2017
签约销售面积	237.04	360.66	659.40
签约销售金额	298.21	462.42	915.30
签约销售均价	12,589	12,821	13,881
结算面积	143.13	145.41	241.34
结算金额	211.12	193.70	327.21
结算单价	14,750	13,321	13,558

注：签约销售面积和签约销售金额均为全口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目运营来看，2017 年公司项目开发节奏明显加快，当年新开工面积 736.41 万平方米，同比大幅增长 144.75%；竣工面积同比增长 12.44%至 203.43 万平方米。

表 2：2015~2017 年公司开竣工情况

单位：万平方米、个

	2015	2016	2017
新开工面积	145.25	300.88	736.41
竣工面积	252.26	180.92	203.43
在建项目数量	33	44	86

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司继续加大拿地力度，区域范围进一步拓展，新增土地储备规模以及土地储备支出快速增长，为未来发展提供保障的同时，亦加大了其资本支出压力。

从在建项目情况来看，截至 2017 年末，公司在建项目合计 86 个，总建筑面积为 2,401.13 万平方米。从区域分布来看，公司在建项目分布于 20 个城市，西安、长沙、福州、厦门和苏州等城市占比较大，以上城市在建面积占比分别为 15.33%、12.19%、9.48%、8.31%和 6.07%。整体来看，公司目前在建项目体量较大，较为充足的项目资源可为公司未来业绩增长提供有力支撑，但其后续的建设开发及运营亦对公司资金运作能力、统筹管理能力提出更高要求。

土地储备方面，2017 年公司通过公开市场“招拍挂”以及收购在建工程或并购等方式共计获得 120 个土地项目，新增计容面积 2,021.63 万平方米。新增项目位于福州、郑州、杭州等 47 个城市。其中，公司通过公开“招拍挂”新增 68 个项目，计容面积 947.34 万平方米，成交金额为 480.45 亿元；通过并购方式获得 52 个项目，计容面积为 1,074.29 万平方米，并购价款为 505.97 亿元。2017 年，公司新增土地储备金额合计为 986.42 亿元，未来或面临一定的资本支出压力。

表 3：2015~2017 年公司土地储备和新增项目情况

单位：万平方米、个、亿元

	2015	2016	2017
新增土地储备面积	315.33	977.80	2,021.63
新增项目数	17	25	120
新增土地储备金额	134.58	281.23	986.42
年末拥有项目建筑面积	779.24	1,467.89	3,156.48

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目储备方面，截至 2018 年 3 月末，公司拟建项目合计 48 个，总建筑面积为 792.67 万平方米，主要分布在广州、西安、太原及延安等城市，上述城市拟建面积分别为 209.70 万平方米、148.99 万平方米、110.22 万平方米和 90.21 万平方米，占总拟建面积的比重分别为 26.45%、18.80%、13.90%和 11.38%。公司土地储备资源丰富，同时区域布局较为分散，能够较好支撑其未来发展。

财务分析

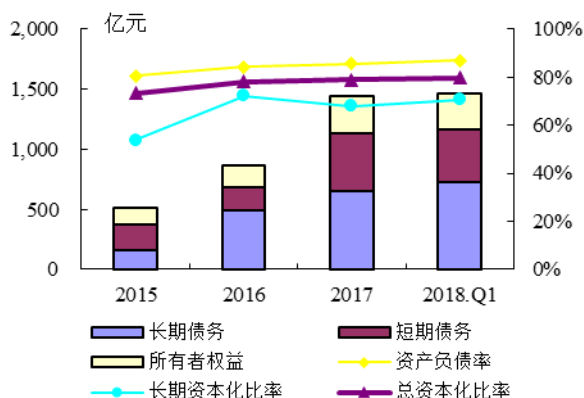
下列财务分析基于公司提供的经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告，以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

2017年，受益于良好的销售业绩，公司货币资金快速增长，同时继续加大项目获取力度，存货规模大幅增长，当年末公司总资产规模同比增长 77.07%至 2,132.50 亿元。同期末，受债务规模增长、关联方往来款和预收款项增加的影响，公司负债总额同比增长 79.97%至 1,826.80 亿元。自有资本实力方面，2017年，受开放合作及并购合作拿地影响，

公司少数股东权益同比大幅增长99.60%至114.19亿元，同时得益于40亿元永续债的发行及留存收益的积累，2017年末公司所有者权益增至305.70亿元，同比增长61.54%。财务杠杆比率方面，2017年末公司资产负债率和净负债率分别为85.66%和252.82%，将永续债计入债务之后的资产负债率和净负债率分别为87.54%和265.90%，公司杠杆处于很高水平。

图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构

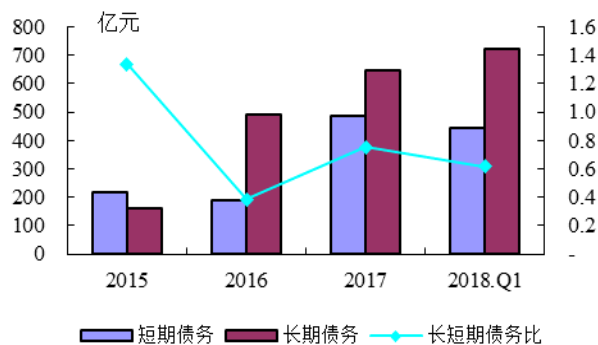


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

负债方面，公司负债主要由计息债务、预收账款和其他应付款构成。2017年，受益于销售业绩的增长，预收房款的增加，年末公司预收款项余额为401.51亿元，同比大幅增长125.18%；同期，受合作项目增加较多影响，公司应付合营及联营企业的合作方往来款大幅增加，年末公司其他应付款为135.56亿元，同比大幅增长141.12%。从债务规模来看，随着业务规模的扩大，近年来公司对外部融资较为依赖，截至2017年末，公司总债务规模同比增长66.97%至1,136.58亿元，长短期债务比为0.75倍，较上年提升0.36倍，债务期限结构有待优化。

截至2018年3月末，公司资产总额为2,267.01亿元，负债总额为1,967.85亿元，所有者权益为299.16亿元；同期末，公司资产负债率和净负债率分别为86.80%和276.96%。同期末，公司总债务规模为1,166.82亿元，长短期债务比为0.62倍。

图 3：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，随着公司项目开发和新增土地储备规模的扩大，2017年公司资产规模明显增长，同时，公司债务规模亦快速上升，财务杠杆仍处于很高水平，债务期限结构有待优化。未来随着新增土地储备及在建项目的推进，公司财务杠杆或将继续维持较高的水平。

流动性

公司流动资产规模持续保持增长，2017年末流动资产合计为1,984.13亿元，同比增长73.19%，占总资产的比重依然保持在90%以上。从流动资产的构成来看，2017年公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，2017年末上述三项占流动资产的比重分别为63.75%、10.69%和18.33%。

存货方面，2017年受公司在建规模不断提升影响，年末公司存货规模同比增长69.28%至1,264.91亿元。从存货的构成来看，2017年末公司开发产品为183.03亿元，占年末存货账面价值的比重为14.47%，同比上升0.98个百分点；开发成本为1,066.56亿元，同比大幅增长67.66%，占年末存货账面价值的84.32%，较上年末下降0.83个百分点。较大规模的在建项目开发成本和拟建项目的土地储备，为公司未来业绩增长提供保障，但同时亦给公司带来了一定的资金压力。

表 4：公司 2015~2017 年周转率相关指标

	2015	2016	2017
存货周转率（次/年）	0.43	0.26	0.25
总资产周转率（次/年）	0.38	0.21	0.20

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

周转率指标方面，受存货与总资产大幅增加影响，年内公司周转率指标有所下滑。2017年，公司的存货周转率和总资产周转率分别为0.25次和0.20

次。

从现金获取能力来看，受益于房地产销售回款的增加，2017 年公司经营性现金流净额同比大幅增长 441.66%至 88.19 亿元。同期，公司房地产并购业务增加较多，当年投资性现金流净流出 320.18 亿元。公司 2017 年新发行债券以及借款增加，导致其当年筹资性现金流净额同比增长 76.94%至 397.13 亿元，为其项目开发提供资金支持。但同时中诚信证评也关注到，公司在建、拟建项目规模较大，随着各项的推进加之土地储备款的支付，公司仍面临一定的资金压力。

货币资金方面，受益于预收账款的大幅增加及筹资性活动现金的大幅流入，2017 年末公司货币资金余额为 363.74 亿元，同比增长 63.77%。同期末，公司货币资金/短期债务为 0.75 倍，货币资金对其短期债务覆盖程度不足。

表 5：2015~2018.Q1 公司部分流动性指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金（亿元）	137.95	188.89	363.74	338.25
经营活动现金流净额（亿元）	-38.79	-25.81	88.19	27.07
经营净现金流/短期债务（X）	-0.18	-0.14	0.18	0.24
货币资金/短期债务（X）	0.64	0.99	0.75	0.76

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司不断加大项目储备和开发规模，对资金需求量较大，货币资金对短期债务的覆盖水平较低，公司面临再融资压力。未来随着公司项目储备陆续进入销售阶段，销售资金的回笼将对其整体流动性形成支撑。

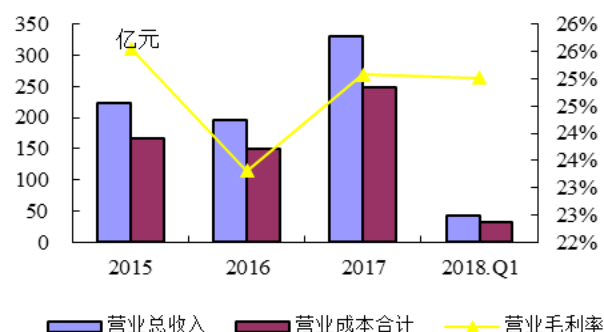
盈利能力

受益于房地产销售收入的增长，2017 年公司实现营业收入 331.63 亿元，同比增长 69.22%。其中，房地产销售收入 327.21 亿元，同比大幅增长 68.93%。此外，2017 年公司预收款项金额为 401.51 亿元，同比大幅增长 125.17%，占当年营业收入比例为 121.07%，能够为其未来业绩增长提供较好支撑。

从毛利空间来看，2017 年公司营业毛利率为 25.08%，较上年提升 1.77 个百分点。期间费用方面，2017 年公司期间费用为 22.65 亿元，三费收入占比

为 6.83%。另 2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 43.02 亿元，营业毛利率为 25.01%。

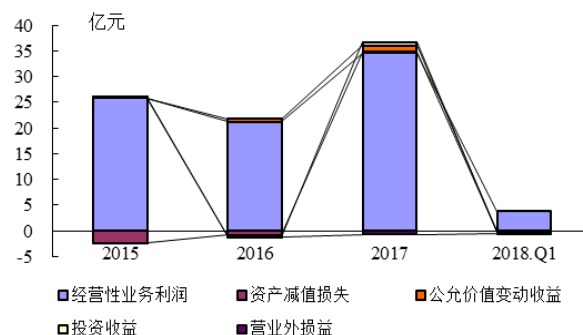
图 4：2015~2018.Q1 公司营业收入及毛利率



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要来自经营性业务利润，2017 年公司实现利润总额 36.04 亿元，同比增长 75.50%。受益于收入规模的提升，2017 年公司取得经营性业务利润 34.60 亿元，同比增长 63.41%；同期，公司取得净利润 22.28 亿元，同比增长 55.68%。另 2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 3.36 亿元，实现净利润 1.97 亿元。

图 5：2015~2018.Q1 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

总体来看，公司经营业绩的持续增长，毛利率水平有所提升，但整体盈利能力仍有上升空间。此外，公司较大规模的已售待结转资源、新开工面积的大幅增长，亦对公司未来经营业绩的提升形成了支撑。

偿债能力

从债务规模来看，随着在建项目及新增土地储备需求的上升，公司外部融资规模逐年增长，截至 2017 年末，公司总债务规模增至 1,136.58 亿元，同比增长 66.97%。债务期限结构方面，2017 年末，公司长短期债务比为 0.75 倍，较上年有所提升，债

务期限结构有待优化。

从主要偿债能力指标来看，受益于利润规模的扩大，公司 2017 年 EBITDA 为 40.85 亿元，同比增长 84.90%；2017 年公司总债务/EBITDA 由上年的 30.81 倍下降至 27.82 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 0.55 倍上升至 0.58 倍，EBITDA 对债务利息的保障能力有待提升。

表 6：2015~2018.Q1 公司部分偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
EBITDA (亿元)	24.08	22.09	40.85	5.35
总债务/EBITDA (X)	15.63	30.81	27.82	54.50
EBITDA 利息倍数 (X)	0.94	0.55	0.58	0.28
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.18	-0.14	0.18	0.24
资产负债率 (%)	80.42	84.29	85.66	86.80
总资本化比率 (%)	73.25	78.25	78.80	79.59
净负债率 (%)	173.41	259.90	252.82	276.96

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2017 年末，公司担保余额为 809.67 亿元，其中对子公司提供的担保金额为 777.71 亿元，对外担保余额为 31.96 亿元，或有负债风险相对可控。

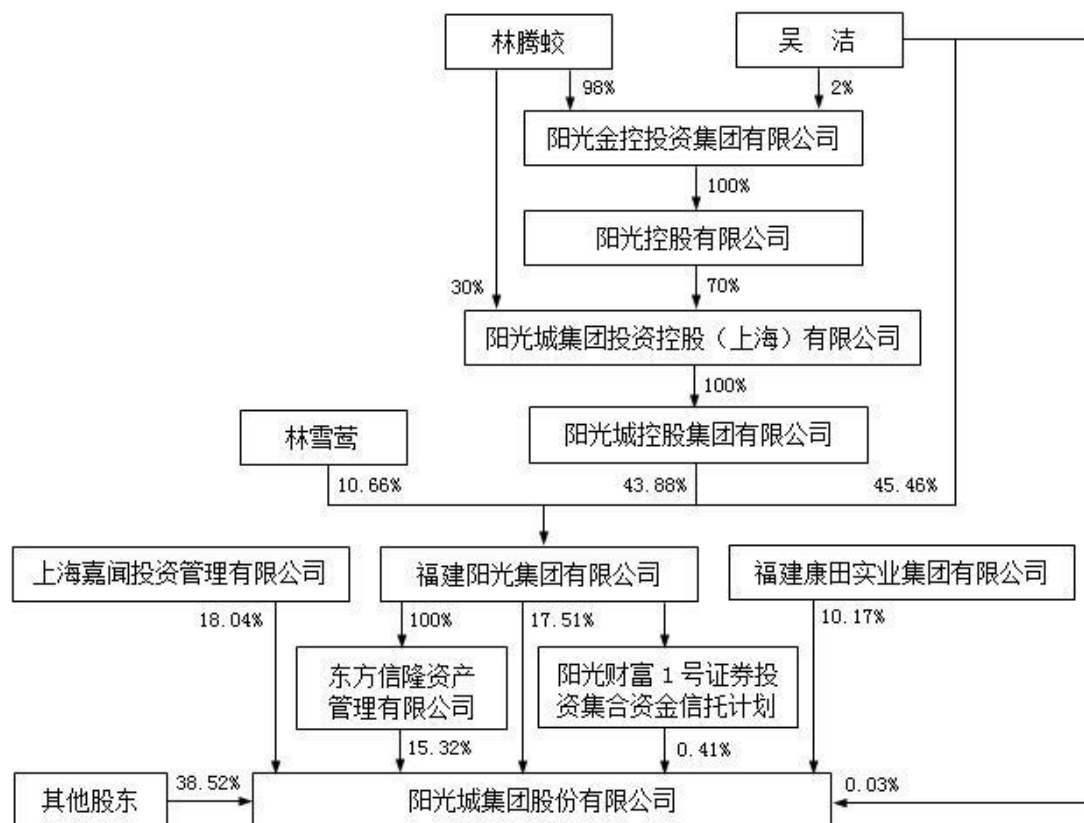
融资渠道方面，截至 2018 年 3 月末，公司获得多家银行给予的授信总额度为 989.55 亿元，尚未使用授信额度为 402.90 亿元，备用流动性较为充足。此外，公司作为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为畅通。

整体来看，公司快速扩张的经营模式对财务杠杆较依赖，且随着土地储备及项目开发规模的进一步加大，公司未来将面临一定资本支出压力。但考虑到公司持续增长的销售收入规模，较为充足的土地储备资源，公司未来经营业绩仍有较大的提升空间，可对其债务的偿还形成保障。

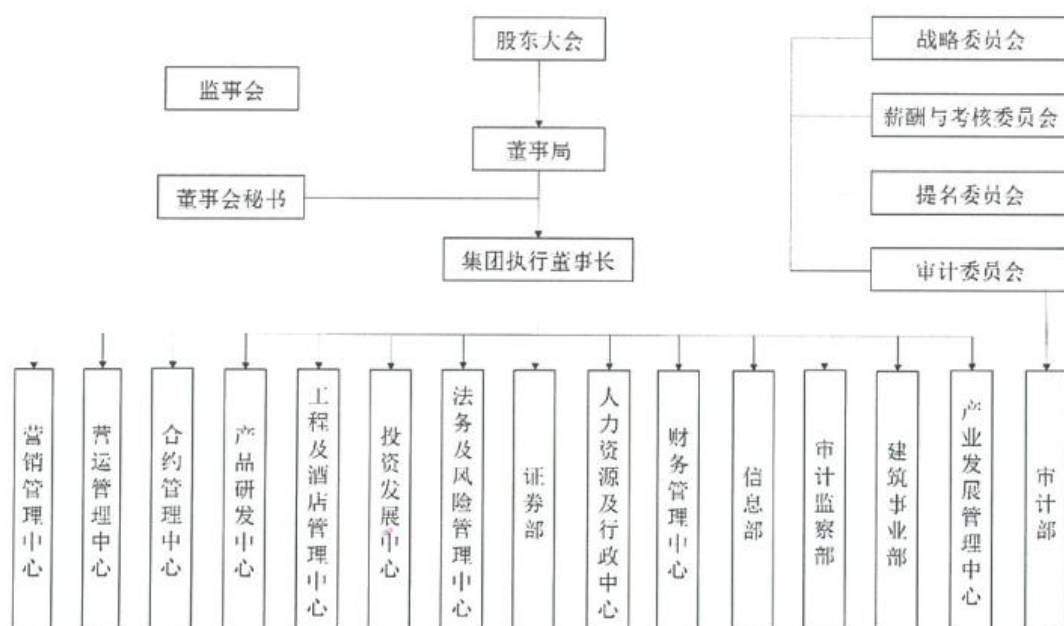
结 论

综上所述，中诚信证评维持阳光城主体信用等级为 **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）”信用等级为 **AA⁺**。

附一：阳光城集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



附二：阳光城集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 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）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	1,379,497.68	1,888,894.78	3,637,350.92	3,382,514.04
应收账款净额	57,215.40	80,548.32	52,357.86	44,999.21
存货净额	4,238,268.90	7,472,074.88	12,649,051.05	13,681,027.76
流动资产	6,797,594.47	11,456,078.02	19,841,296.22	21,015,685.82
长期投资	14,328.55	126,221.10	217,564.50	294,912.32
固定资产合计	145,692.72	274,145.79	907,337.08	954,630.08
总资产	7,017,329.66	12,043,052.17	21,325,007.03	22,670,149.08
短期债务	2,154,480.88	1,903,065.88	4,880,611.97	4,444,206.78
长期债务	1,608,038.90	4,904,226.01	6,485,235.01	7,224,030.16
总债务（短期债务+长期债务）	3,762,519.78	6,807,291.90	11,365,846.99	11,668,236.94
总负债	5,643,119.45	10,150,616.32	18,268,048.79	19,678,520.15
所有者权益（含少数股东权益）	1,374,210.20	1,892,435.85	3,056,958.24	2,991,628.93
营业总收入	2,237,996.92	1,959,802.01	3,316,313.02	430,191.16
三费前利润	361,278.83	332,084.33	572,521.76	89,265.08
投资收益	956.28	-3,475.13	7,001.86	-3,036.03
净利润	173,271.79	143,136.70	222,835.23	19,701.73
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	240,793.70	220,939.36	408,525.44	53,540.17
经营活动产生现金净流量	-387,871.13	-258,122.93	881,898.18	270,654.41
投资活动产生现金净流量	-299,589.25	-1,711,387.00	-3,201,834.62	-513,569.13
筹资活动产生现金净流量	1,709,564.23	2,244,486.60	3,971,326.02	61,018.23
现金及现金等价物净增加额	1,022,104.14	274,976.81	1,648,733.76	-183,416.90
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	25.56	23.31	25.08	25.01
所有者权益收益率（%）	12.61	7.56	7.29	2.64
EBITDA/营业总收入（%）	10.76	11.27	12.32	12.45
速动比率（X）	0.64	0.76	0.61	0.59
经营活动净现金/总债务（X）	-0.10	-0.04	0.08	0.09
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.18	-0.14	0.18	0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.52	-0.64	1.26	1.41
EBITDA 利息倍数（X）	0.94	0.55	0.58	0.28
总债务/EBITDA（X）	15.63	30.81	27.82	54.48
资产负债率（%）	80.42	84.29	85.66	86.80
总债务/总资本（%）	73.25	78.25	78.80	79.59
净负债率（%）	173.41	259.90	252.82	276.96

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、2018 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、EBITDA/短期债务指标经年化处理；

3、2016~2017 年末其他流动负债系公司专项私募债及定向融资工具，计入总债务及相关指标进行计算。

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。