

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拟发行的“阳光城集团股份有限公司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AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年二月二十日

阳光城集团股份有限公司 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

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	阳光城集团股份有限公司
发行规模	本期债券基础发行规模5亿元，可超额配售规模不超过10亿元（含10亿元）。
债券期限	本期债券期限为3年，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。
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率将根据网下簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定，但不得超过国务院限定的利率水平。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

阳光城	2015	2016	2017	2018.H1
所有者权益（亿元）	137.42	189.24	305.70	349.24
总资产（亿元）	701.73	1,204.31	2,132.50	2,446.72
总债务（亿元）	376.25	680.73	1,136.58	1,147.47
营业总收入（亿元）	223.80	195.98	331.63	152.08
营业毛利率（%）	25.56	23.31	25.08	27.81
EBITDA（亿元）	24.08	22.09	40.85	21.17
所有者权益收益率（%）	12.61	7.56	7.29	5.93
资产负债率（%）	80.42	84.29	85.66	85.73
净负债率（%）	173.41	259.90	252.82	233.24
总债务/EBITDA（X）	15.63	30.81	27.82	27.10
EBITDA 利息倍数（X）	0.94	0.55	0.58	0.52

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.H1 所有者权益收益率、总债务/EBITDA 指标经年化处理；
3、2016~2017 年末及 2018.H1 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。

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“阳光城集团股份有限公司 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 AA⁺，该级别反映了本期债券的安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定发行主体阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”或“公司”）主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定。该级别反映了发行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。中诚信证评肯定了阳光城较为明显的区域市场竞争优势、销售业绩快速增长且行业地位有所提升、项目储备资源丰富等因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到公司业务的快速扩张对财务杠杆较为依赖及面临一定再融资压力等因素可能对公司信用质量产生的影响。

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，同时积极拓展内地城市。2017 年，公司在福州、杭州及西安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。阳光城实行快速周转的经营战略，同时依托精准的投资决策和高效的运营管理优势，近年来其签约销售额及销售面积呈现快速增长，2017 年公司实现签约销售金额 915.30 亿元，同比大幅增长 97.94%，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 2018 年 6 月末，公司在建及拟建项目总可售面积合计为 3,560.30 万平方米，主要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。

分析师

樊睿裕 cyfan@ccxr.com.cn

宗志敏 zhmzong@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年2月20日

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 2018 年 6 月末公司总债务规模增长至 1,147.47 亿元；同时，公司期末资产负债率和净负债率分别为 85.73% 和 233.24%，财务杠杆仍处于较高水平。
- 面临一定再融资压力。截至 2018 年 6 月末，公司短期债务合计 444.39 亿元，占总债务的比重为 38.73%，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。

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

阳光城集团股份有限公司（以下简称“公司”或“阳光城”）前身为 1991 年 8 月成立的福建省石狮新发股份有限公司（以下简称“石狮新发”）。石狮新发系由福建省新潮集团公司、石狮新潮工贸公司和石狮市开发企业（服装）有限公司三家乡镇企业联合发起，经福建省体改委闽体改[1991]010 号文批准成立，并经中国人民银行福建省分行闽银函（1991）118 号文批准，采用募集方式设立的股份制企业，初始注册资本 800 万元。后经数次增资及股权转让，经中国证券监督管理委员会证监发字（1996）375 号文批准，石狮新发于 1996 年 12 月 18 日在深交所挂牌上市，证券代码 000671.SZ。

2002 年 4 月 12 日，石狮新发第一大股东福建省新潮集团公司将其持有的 26,369,280 股股份转让给福建阳光投资有限公司（以下简称“阳光投资”），此次股权转让后，阳光投资（2002 年更名为福建阳光集团有限公司，以下简称“阳光集团”）持有公司 27.71% 股权，成为公司第一大股东。2004 年 2 月，石狮新发更名为“福建阳光实业发展股份有限公司”（以下简称“阳光发展”），经深圳证券交易所核准，股票简称变更为“阳光发展”；2009 年 6 月 1 日，经深圳证券交易所核准，公司股票简称变更为“阳光城”，股票代码不变。

后经股权分置改革、配股、增发、送股，截至 2015 年 4 月 15 日，公司总股本 129,355.75 万股，阳光集团直接持有公司 27,822.98 万股，通过全资子公司东方信隆融资担保有限公司持有公司 21,559.28 万股，合计占总股本的 38.18%。2015 年 4 月，公司通过非公开发行 A 股，引入战略合作机构中民嘉业投资有限公司（以下简称“中民嘉业”）全资子公司上海嘉闻投资管理有限公司（以下简称“上海嘉闻”），发行数量为 730,519,480 股，募集资金总额为 45.00 亿元。截至 2018 年 6 月 30 日，阳光城总股本为 40.50 亿元，阳光集团直接持有公司 17.51% 股份，阳光集团通过全资子公司东方信隆资产管理有限公司持有公司 15.32% 股份，阳光集团

通过陕国投—阳光财富 1 号证券投资集合资金信托计划增持公司 0.41% 的股份，阳光集团直接和间接共持有公司 33.24% 股份，同时阳光集团一致行动人福建康田实业集团有限公司持有公司 10.17% 的股份，因此，阳光集团合计享有公司 43.41%¹ 的表决权，为公司控股股东，公司实际控制人为自然人吴洁；上海嘉闻持有公司 18.04% 股份，为公司第二大股东。

阳光城主要从事以住宅为主的商品房项目开发、商业地产经营及物业管理业务。目前公司已在福州、厦门、上海、苏州、杭州、北京、西安等地成功运作多个房地产项目。截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额 2,132.50 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 305.70 亿元，资产负债率为 85.66%。2017 年，公司实现营业收入 331.63 亿元，净利润 22.28 亿元，经营活动净现金流 88.19 亿元。

截至 2018 年 6 月 30 日，公司资产总额 2,446.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 349.24 亿元，资产负债率 85.73%。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 152.08 亿元，净利润 10.35 亿元，经营活动净现金流为 32.76 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
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 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券基础发行规模 5 亿元，可超额配售规模不超过 10 亿元（含 10 亿元）。
债券期限	本期债券期限为 3 年，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。
债券利率	本期债券为固定利率债券，票面利率将根据网下簿记建档结果，由发行人与主承销商按照国家有关规定协商确定，但不得超过国务院限定的利率水平。债券票面利率采取单利按年计息，不计复利。
偿还方式	采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

¹ 截至本评级报告出具日，阳光集团累计已质押的股份数量为 6.83 亿股（占公司总股本的 16.87%，占其持有公司股份的比例为 96.32%）；东方信隆资产管理有限公司累计已质押的股份数量为 5.80 亿股（占公司总股本的 14.31%，占其持有公司股份的比例为 93.45%）；福建康田实业集团累计已质押的股份数量为 3.92 亿股（占公司总股本的 9.69%，占其持有公司股份的比例为 96.26%）。

募集资金 本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿
用途 还公司债券。

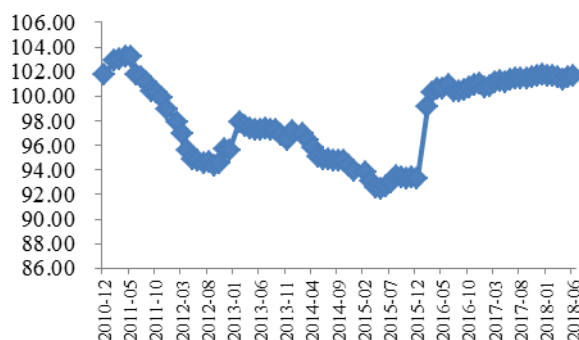
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。

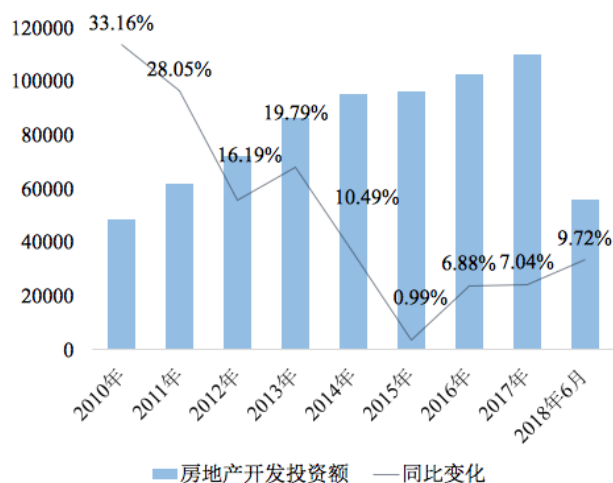
图 1：2011~2018.H1 国房景气指数



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

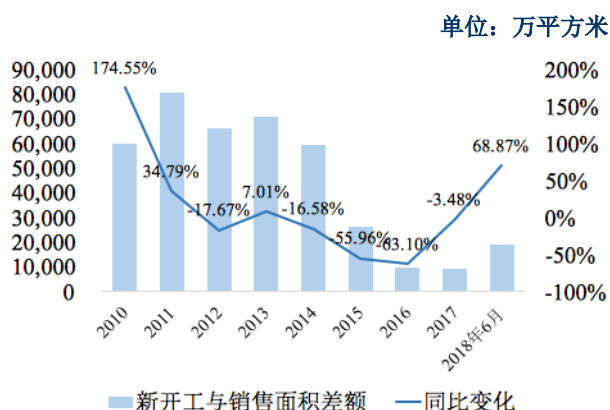
单位：亿元、%				
指标	2015	2016	2017	2018.H1
资金来源合计	125,203	144,214	156,053	79,287
同比增长	2.6	15.2	8.2	4.6
其中：				
自筹资金	49,038	49,133	50,872	25,541
占比	39.17	34.07	32.60	32.21
同比增长	-2.7	0.2	3.5	9.7
国内贷款	20,214	21,512	25,242	12,292
占比	16.14	14.92	16.18	15.50
同比增长	-4.8	6.4	17.3	-7.9

利用外资	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
定金及预收款	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
个人按揭贷款	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。

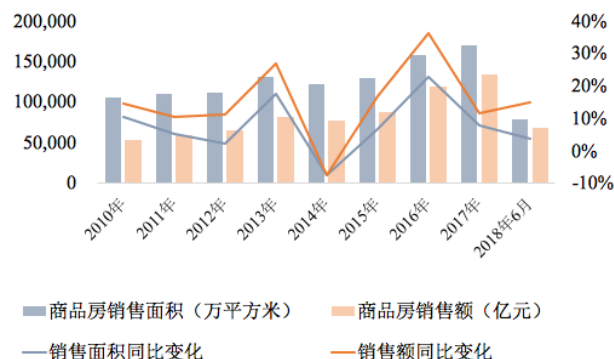
图 3：2010~2018.H1 商品房新开工与销售面积差额



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

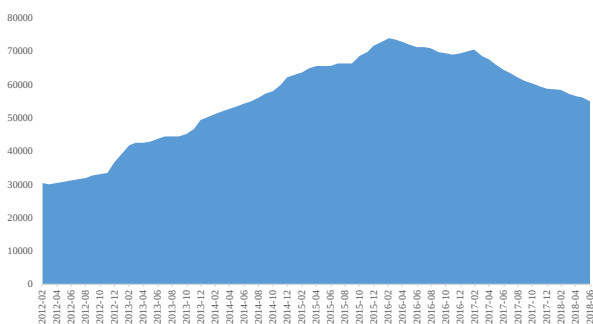
从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域，2017 年东部地区商品房销售额 74,439 亿元，同比增长 6.2%，销售额占比达 55.68%；同期中部地区商品房销售额 28,665 亿元，同比增长 24.1%；西部地区商品房销售额 25,231 亿元，同比增长 25.9%；东北部地区商品房销售额为 5,367 亿元，同比增长 21.8%。2018 年 1~6 月，东部地区实现商品房销售额 36,034 亿元，同比增长 3.9%，销售额占比达 53.83%；中部地区商品房销售额 14,476 亿元，同比增长 27.0%；西部地区商品房销售额 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%²。受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重

² 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。

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



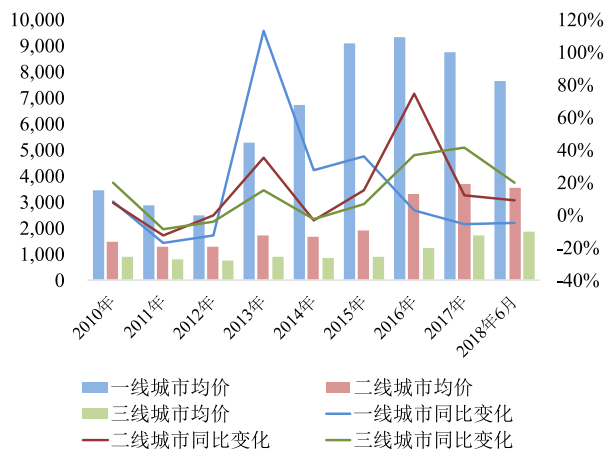
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

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存在，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。

图 6：2010~2018.H1 各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：WIND 数据，中诚信证评整理

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%。

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 1~9 月，TOP100 房企销售额集中度较上年末上升 10.90 个百分点至 66.40%，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.Q3 国内房企销售额集中度

	2015	2016	2017	2018.Q3
TOP3	7.67%	8.88%	12.00%	-
TOP10	17.05%	18.35%	24.10%	27.90%
TOP20	23.06%	24.73%	32.50%	38.20%
TOP50	32.07%	34.59%	45.90%	55.30%
TOP100	40.05%	43.92%	55.50%	66.40%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

区域布局更趋广泛，签约销售规模快速增长

公司于 1995 年创立于福州，2012 年管理总部由福州迁至上海，开始实施以“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，并在进入城市及区域的选择上，重点布局最具发展潜力的成长性城市，深耕沿海经

济带，择机进入战略机遇点。2017年，公司在原有战略布局上进一步深化，提出“三全”投资战略，即全地域发展、全方式拿地、全业态发展，在现有布局战略的基础上，形成二线城市全覆盖的战略格局，并有选择性进入部分三线城市。除了大本营福建地区外，公司已经成功拓展长三角、京津冀为新的增长极，并积极关注中部地区及珠三角一带的投资机会。2016年以来，公司进一步扩大区域覆盖，首次进入广州、佛山、东莞、长沙、武汉、南昌、成都、郑州、天津和南宁等城市，区域布局更为广泛。同时，公司组建了敏锐、专业的战略投资团队，在购买地块前充分分析和关注项目的核心指标，审慎判定项目决策。项目运作方面，公司坚持高周转、低成本的运作模式，近年来逐步提升“精准投资、高效运营、适销产品”的核心竞争力，不断提升管理运营效率。

得益于此，近年来公司销售规模逐年快速增长，2015~2017年公司分别实现签约销售面积237.04万平方米、360.66万平方米和659.40万平方米，年均复合增长率达66.79%；签约销售金额分别为298.21亿元、462.42亿元和915.30亿元，年均复合增长率达75.19%，保持良好的上升势头。

显著的区域市场竞争力

阳光城在保持整体销售增长的态势下，亦贯彻深耕当地城市的发展策略，在重点布局的大福建及长三角地区，实现多个楼盘的区域销售第一，具备显著的区域竞争实力。2017年公司于杭州、福州、厦门、苏州及上海的签约销售金额分别为165.85亿元、122.47亿元、94.00亿元、68.19亿元和52.36亿元，占当年签约销售总额的比重分别为18.12%、13.38%、10.27%、7.45%和5.72%，其中公司于福州销售面积及销售金额均排名第一，保持了区域市场龙头地位；公司在长三角地区（包括上海、杭州和苏州）的销售额占比达31.29%，在此区域市场亦具备较强的市场竞争实力。

丰富的项目运作经验及成熟的产品线

公司管理团队有着近十年的房地产开发经营经验，项目决策、定位、开发、推广和管理经验丰富。在产品定位上，公司顺应地产调控政策的要求，

精确细分市场需求，推出以用户为导向的适销产品，重点关注刚性需求和首次改善需求人群，并辅以合理的产品定价和灵活的营销策略，实现公司销售的稳健发展。经过多年发展，目前公司已形成住宅产品线（城市豪宅、浪漫城邦、时尚公寓、生态别墅），同时在住宅地产的基础上，公司商业地产、城市更新、存量资产、产业地产等高价值板块得到了进一步发展，已形成独特的商业地产战略及成熟的运营团队，“阳光小镇”、“阳光天地”及“阳光荟”三大产品线日趋成熟，为公司实现聚合发展奠定了基础，进一步提升公司运营效率。

业务运营

公司主要从事以住宅为主的房地产开发和贸易业务。2012年以来公司实施“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，坚持长三角、京津冀、珠三角+大福建+战略城市点的区域布局，房地产业务发展迅速。从产品线来看，阳光城市场定位刚性需求和首次改善需求人群，经过多年发展，已形成了成熟的住宅产品线，涵盖城市豪宅、浪漫城邦、时尚公寓、生态别墅等系列，同时积极拓展办公、商业综合体和酒店等商业产品线。2015~2017年公司营业总收入分别为223.80亿元、195.98亿元和331.63亿元。从收入构成来看，房地产开发为公司收入的主要来源，2017年公司房地产开发实现收入327.21亿元，占营业总收入的比重达98.67%。2018年1~6月，公司实现营业收入152.08亿元，其中房地产业务收入为149.00亿元。

房地产开发及销售

销售方面，阳光城依托专业的战略管理团队，同时坚持顺应地产调控政策要求，顺应刚性需求和首次改善需求等人群的市场需求，实现产品精确定位，在房地产行业整体景气度不佳的背景下，公司销售面积及销售金额均保持快速增长态势。2015~2017年公司分别实现签约销售面积237.04万平方米、360.66万平方米和659.40万平方米，年均复合增长率达66.79%；签约销售金额分别为298.21亿元、462.42亿元和915.30亿元，年均复合增长率达75.19%。销售价格方面，2015~2017年公司签约

销售单价分别为12,581元/平方米、12,821元/平方米和13,881元/平方米，销售单价有所提升。2018年1~6月，公司实现销售金额和销售面积分别为700.11亿元和456.76万平方米。

近年来除了在大本营福州地区保持良好的销售业绩外，公司在优选城市、异地扩张并深耕上亦表现优异。目前以福建和厦门为代表的大福建地区、以上海为代表的长三角地区和以西安为代表的西部战略城市是公司销售业绩的主要构成。大福建区域（主要系福州、厦门）销售金额占比呈下降趋势，2015~2017年分别为44.61%、44.71%和23.65%；其次长三角地区（上海、杭州、苏州）销售占比亦有小幅下降，2015~2017年销售金额占比分别为39.81%、33.01%和31.29%。此外，近年来西安、兰州和太原地区收入占比有所波动，2015年~2017年占总销售额分别为15.57%、10.87%和11.40%。

表 5：2015~2018.H1 公司房地产业务销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015	2016	2017	2018.H1
签约销售面积	237.04	360.66	659.40	456.76
签约销售金额	298.21	462.42	915.30	700.11
签约销售均价	12,589	12,821	13,881	15,328
结算面积	143.13	145.41	241.34	93.99
结算金额	211.12	193.70	327.21	148.67
结算单价	14,750	13,321	13,558	15,818

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同期，得益于较充足的待结算资源，近三年公司结算面积整体呈增长态势，2015~2017年公司房地产项目结转面积分别为143.19万平方米、145.41万平方米和241.34万平方米；结算金额分别为211.12亿元、193.70亿元和327.21亿元，结算单价分别为14,744元/平方米、13,321元/平方米和13,558元/平方米，受2016年结转业态中高层、车库占比较大影响，当年整体结算单价和结算金额有所下滑。结算区域方面，2015年大福建地区（主要系福州、厦门）是公司结转收入贡献最大的区域，但随着其他区域的扩张，大福建地区结转金额占比有所下降；同时，随着公司战略重心的转移，近年来长三角地区（上海、杭州、苏州）已成为公司结转收入的重要构成，2016年该区域的结转金额占比52.80%，较2015年提高23.48个百分点，其中上海地区唐镇Modo、丽景湾plus和愉景湾等项目均实现结转；此外，西安、兰州和太原地区的结转金额占比呈持续下降态势，2017年上述区域合计占比仅为8.57%。

表 6：近年来公司控股项目销售及结算区域分布情况

单位：%

区域	2015		2016		2017	
	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比
福州	33.54	47.84	28.35	28.87	13.38	24.71
厦门	11.07	12.26	16.36	3.85	10.27	0.20
西安+兰州+太原	15.57	10.58	10.87	9.90	11.40	8.57
上海	23.47	29.32	14.25	36.87	5.72	10.85
杭州	8.58	-	10.40	6.87	18.12	20.91
苏州	7.76	-	8.36	9.06	7.45	11.09
长沙	-	-	5.02	4.34	3.34	2.60
北京	-	-	3.93	-	5.79	0.82
广州	-	-	2.46	0.25	4.81	4.69
成都	-	-	-	-	4.69	1.58
南昌	-	-	-	-	2.29	3.37
武汉	-	-	-	-	2.23	6.72
佛山	-	-	-	-	2.35	0.30

深圳	-	-	-	-	1.53	-
南宁	-	-	-	-	3.52	0.06
郑州	-	-	-	-	2.78	-
其他	0.01	-	-	-	0.33	3.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从房地产项目开发运作情况来看，2015~2017年，公司新开工面积分别为145.25万平方米、300.88万平方米和736.91万平方米，其中由于2013~2014年公司新开工规模较大，且在建项目较多，2015年公司适当放缓开工节奏，2016年随着房地产市场回暖，公司加快新开工节奏。竣工方面，2015~2017年，公司竣工面积分别为252.25万平方米、180.92万平方米和203.43万平方米，受开发周期影响而有所波动。

表 7：2015~2017 年公司开工及竣工情况

单位：万平方米、个

	2015	2016	2017
新开工面积	145.25	300.88	736.91
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

项目区域分布方面，公司实行全地域发展的区域布局策略，深耕沿海经济带，重点布局最具发展潜力的成长性城市。截至2018年6月末，公司在建项目共124个，总建筑面积达2,934.50万平方米，主要分布在长沙、西安、福州、郑州、广州及厦门等城市，以上各区域在建项目规划计容建筑面积占比分别为16.46%、11.48%、9.63%、7.49%、5.98%及5.76%。同期末，公司在建项目计划总投资额达2,735.80亿元。中诚信证评关注到，截至2018年6月末，公司在建项目预计尚需投资1,211.27亿元，公司在建项目投资规模较大，随着项目的推进，公司或将面临一定的资金压力。

表 8：截至 2018 年 6 月末公司在建项目区域分布情况

单位：个、万平方米、亿元

区域	项目数量	建筑面积	未售面积	计划总投资	截至 2018 年 6 月末已投资额
长沙	6	483.01	424.33	221.65	85.55
西安	12	336.82	156.05	196.53	108.76
福州	11	282.57	170.27	314.65	203.17
郑州	4	219.74	173.47	197.81	66.99
广州	9	175.40	133.86	222.92	73.52
厦门	10	168.96	86.14	190.18	140.01
武汉	4	150.85	26.35	111.8	95.98
浙江	9	141.85	82.17	258.77	162.66
苏州	4	119.31	54.69	127.56	83.92
上海	10	108.91	68.59	134.27	83.65
佛山	6	101.55	85.06	105.51	64.19
南宁	3	92.12	42.01	71.52	30.81
太原	6	73.69	41.36	53.69	31.12
成都	5	70.95	58.62	65.03	32.32
北京	4	67.49	46.64	186.16	122.4
延安	1	58.11	53.48	41.23	11.73
甘肃	2	54.28	28.64	32.81	16.38
天津	3	48.64	21.38	43.02	31.5
深莞	4	33.06	23.79	67.63	43.86
济南	1	31.02	31.02	14.98	2.79

重庆	2	29.53	11.42	20.65	8.06
晋中	1	28.63	28.51	16.47	5.64
玉林	1	23.38	20.52	8.97	1.66
沧州	1	21.29	21.29	13.52	4.98
太原	3	17.78	17.9	15.47	10.8
新疆	1	11.92	11.75	9.36	2.33
沈阳	1	1.68	1.68	3.16	1.77
合计	124	2,934.50	1,921.00	2,735.80	1,524.53

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

土地储备方面，近年来阳光城主要通过公开市场土地“招拍挂”以及收购在建工程或并购等方式获取项目，土地储备充足，为其未来经营业绩的增长奠定基础。2015~2017 年公司分别新增土地储备 315.33 万平方米、977.80 万平方米和 2,021.63 万平方米。2017 年公司拿地节奏明显加快，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。另外，2018 年 1~6 月，公司获取新增土地项目 43 个，新增计容面积 551.85 万平方米，新增土地储备金额总价 196.51 亿元，权益对价 105.12 亿元。其中，通过公开招拍挂新增 32 个土地项目，计容面积为 362.64 万平方米，成交金额为 153.01 亿元，权益对价为 80.73 亿元；通过并购及合作方式获得 11 个项目，计容面积 189.21 万平方米，成交金额为 43.50 亿元，权益对价为 24.39 亿元。

表 9：2015~2018.H1 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	2018.H1
新增土地储备面积	315.33	977.80	2,021.63	551.85
新增项目数	17	25	120	43
新增土地储备金额	134.58	281.23	986.42	196.51

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6月末，公司拟建项目合计22个，总建筑面积为828.50万平方米，主要分布在贵州、广州、西安、乌鲁木齐及太原等区域，上述区域拟建面积分别为343.55万平方米、161.22万平方米、137.26万平方米、64.68万平方米和63.81万平方米，占总拟建面积的比重分别为41.47%、19.46%、16.57%、7.81%和7.70%。截至2018年6月末，公司在建及拟建项目总建筑面积合计为3,736.00万平方米，总可售面积合计为3,560.30万平方米，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。

总体来看，公司深耕优质城市，区域布局不断完善。2016 年以来，公司积极采取以项目并购的方式获取土地储备，以规避土地招拍挂市场的激烈竞争所带来的土地高溢价率，并进一步扩大项目区域布局，目前在建项目规模及土地储备规模较大，中诚信证评将持续关注其资金平衡和项目运营情况。

公司治理

治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关规定的要求，建立了较为健全的法人治理结构。股东大会是公司的权利机构，决定公司的经营方针和投资计划，且股东大会的职权不得通过授权的形式由董事局或其他机构和个人代为行使。公司设董事局，对股东大会负责；董事局由 11 名董事组成，其中独立董事 4 名，设董事局主席 1 人，执行董事长 1 人，董事局副局长若干人；董事局负责召集股东大会，执行股东大会的决议，编制公司的年度财务预算方案、决算方案等等。同时，公司设有监事会监事会由 3 名监事组成，监事会设监事长 1 人，可以设副监事长；监

事会负责对董事局编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见,检查公司财务,对公司董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。另外,公司设总裁1名,由董事局聘任或解聘;公司总裁、副总裁、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。

目前,公司设置了战略投资中心、营运管理中心、营销管理中心、物业管理中心、财务管理中心、产品研发中心等职能部门,具体负责公司战略、经营计划、资本运营、重大决策、指导及审批子公司各项业务等事宜,保证公司高效运转。

总体来看,公司根据法律法规相关规定及自身运营实际情况建立了较为完善的法人治理结构,并设置了相应的职能部门及区域公司运行具体事务,保障公司高效运行。

内部管理

内部控制方面,公司在发展战略、财务管理、资金活动、内部监督以及风险控制等方面建立了一系列的规章制度。

发展战略方面,公司制定了《战略委员会工作细则》,明确了战略委员会的人员构成、职责、工作程序和议事规则。战略委员会设于董事局下,负责对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议,主要负责对公司的长期发展战略规划、重大投融资方案、重大资本运作、资产经营项目决策进行研究并提出建议。

财务管理方面,公司实行统一领导、垂直管理的财务管理体制。公司的《财务管理制度》规定,应加强对营运资金的会计系统控制,严格规范资金的收支条件、程序和审批权限,明确现金开支范围。公司财务管理中心对各部门进行资金控制,所申请资金支出或报销事项需通过由财务经理、财务总监、总裁等签字审批的《资金支付计划》进行结算。

资金活动方面,对于募集资金,公司制定了《融资管理制度》、《阳光城募集资金管理办法》。《融资管理制度》规定了融资工作中的职责分工、融资授信程序,融资审批流程,融资考核标准,融资风险管理以及融资担保管理的有关规定。《阳光城募集资金管理办法》对于募集资金专户存储、募集资金

的使用、募集资金用途变更、募集资金管理与监督以及发行股份涉及收购的资产的管理和监督等事项均作了详细的规定。公司审计部按季度对募集资金的存放和使用情况检查一次,并及时向审计委员会报告检查结果。重大投资方面,公司在《公司章程》、《财务管理制度》、《阳光城证券投资管理暂行办法》、《阳光城衍生品投资管理制度》、《融资管理制度》、《阳光城募集资金管理办法》中明确了股东大会、董事局对重大投资的审批权限,制定相应的审议程序。

内部监督方面,公司设立了审计部,受公司审计委员会领导,审计委员会由独立董事和董事组成。公司审计部独立开发公司内部审计、监督工作,采取定期与不定期检查方式,对公司和子公司财务、重大事项、日常生产经营活动进行审计、核查,对公司内部管理体系以及分子公司内部控制制度的情况进行监督检查,并出具独立的审计意见。

风险控制方面,公司建立了风险评估管理机制,形成了包括建立风险评估目标、风险识别、风险分析、风险反应等系统的风险评估过程。

总体看,公司各项规章制度较为完善,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

公司未来发展将继续以房地产开发业务为核心,鉴定“区域聚焦、深耕发展”的区域布局,深耕沿海经济带,择机进入战略机遇点,重点布局最具发展潜力的成长性城市。除了大本营福建地区外,公司已经成功拓展长三角、京津冀为新的增长极,并积极关注珠三角一带的投资机会,同时储备以西咸新区为代表的战略机遇点作为利润补充,逐步形成“全地域发展、全方式拿地、全业态发展”的战略布局,进一步树立和提升“阳光城”的品牌力。

在运营模式上,公司将继续坚持“高周转、低成本、轻资产”的运营策略,在“简单透明、结果导向、合作共赢”的企业文化和运作机制下,全面提升其运营管理能力。具体来看,公司开发项目的前期导向要精准定位,以利于在取得项目后快速开发

和快速去化；产品方面，公司已经形成了较为成熟的产品体系，公司将通过产品线的复制，进一步提高运营效率，有效降低研发成本；在具体运营上，公司已形成了一套较为完善的运营系统，以保证项目的快速开工，同时通过一整套严格有效的生产管理系统和完善的业务流程，严格控制主要节点，缩短项目开发周期。

营销方面，公司认为开发适销产品是房地产实现高速周转的前提条件，未来在取地的类型以及开发产品的定位上，公司将始终坚持顺应地产调控政策要求，充分结合营运系统描摹的客户需求，并辅以灵活定价，多方面提升项目的强适销性，为公司的稳健发展奠定基础。

投资方面，公司认为精准的投资决策对于成长型的房企极为关键，公司的精准投资主要体现在两个方面，一是战略布局，二是拿地。在布局上，公司将坚定全地域发展、全方式拿地、全业态发展的战略布局，重点布局深具发展潜力的成长性城市和利润较高战略机遇点，实现高周转和保利润的互相补充，坚持把城市做精做透，把产品线做长做强。在拿地上，公司在关注核心指标的前提下，将充分利用合作伙伴、股东等资源优势，依托敏锐、专业的投资团队，审慎判定，通过公开招拍挂、并购等多种方式取得项目，实现精准投资。

另外，公司利用集团资源，加大对产业园区的投入，尤其将教育行业作为第二增长极，利用资源及平台优势，继续加大对幼教行业的整合和收购，提升品牌溢价能力，形成“幼儿园孵化基地”，占据更大的市场份额，提升公司盈利能力，同时为公司已有地产项目和社区增加附加值，实现协同发展。

总体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较符合公司现阶段发展需求，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

以下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 年年度审计报告，以及未经审计的 2018 年半年度财务报表。

资本结构

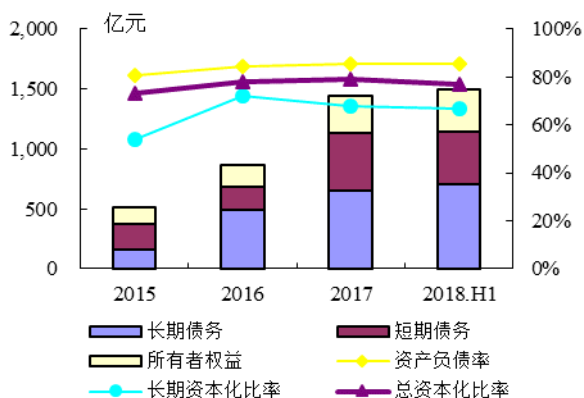
随着房地产开发业务规模的快速增长，公司近年来资产规模保持较快的增长态势。2015~2017 年末公司总资产分别为 701.73 亿元、1,204.31 亿元和 2,132.50 亿元，年均复合增长率为 74.32%；其中，2017 年，公司将物产中大 15 家标的企业纳入合并范围，且进一步新增土地储备、项目投入和新增融资，年末总资产较年初大幅增长 77.07%。近年来，受融资规模扩大、房地产预收款项的增长和并购标的并表的影响，公司总负债增长速度较快，2015~2017 年末公司负债总额分别为 564.31 亿元、1,015.06 亿元和 1,826.80 亿元，近三年年均复合增长率达 79.92%。自有资本实力方面，2017 年，受开发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，同时得益于永续债的发行及留存收益的积累，公司所有者权益亦大幅增长，2015~2017 年末公司所有者权益分别为 137.42 亿元、189.24 亿元和 305.70 亿元。

财务杠杆比率方面，公司近年财务杠杆水平维持在很高水平，2015~2017 年末公司资产负债率分别为 80.42%、84.29%和 85.66%，总资本化比率分别为 73.25%、78.25%和 78.80%，净负债率分别为 173.41%、259.90%和 252.82%。2017 年末，将永续债³计入债务之后的资产负债率和净负债率分别为 87.54%和 265.89%，公司杠杆率整体处于很高的水平。

截至 2018 年 6 月末，公司总资产和负债总额分别为 2,446.72 亿元和 2,097.48 亿元，所有者权益为 349.24 亿元，资产负债率和净负债率分别为 85.73%和 233.24%，将永续债计入债务之后的资产负债率和净负债率分别为 87.77%和 247.56%。

³ 截至 2017 年末永续债金额为 40.00 亿元，截至 2018 年 6 月末永续债金额为 50.00 亿元。

图 7：2015~2018.H1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

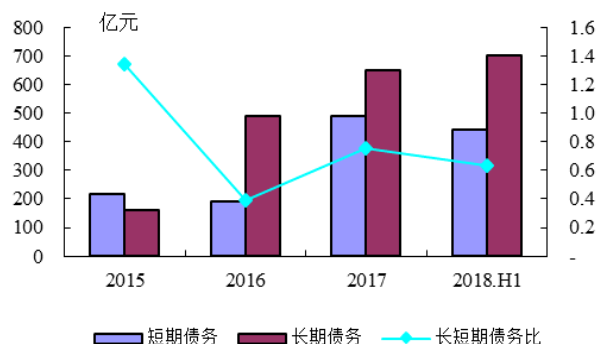
从资产构成来看，公司资产主要以流动资产为主。2015~2017 年末公司流动资产分别为 679.76 亿元、1,145.61 亿元、1,984.13 亿元，占资产总额的比重分别为 96.87%、95.13%和 93.04%。公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成。2015~2017 年末，公司货币资金余额分别为 137.95 亿元、188.89 亿元和 363.74 亿元；同期，公司其他应收款分别为 173.39 亿元、78.72 亿元和 212.17 亿元，其中 2017 年，由于公司土地竞拍保证金、合作项目按比例承担资金增加，期末公司其他应收款同比大幅增长 169.54%。2015~2017 年末，公司存货余额分别为 423.83 亿元、747.21 亿元和 1,264.91 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司存货、货币资金、其他应收款、长期股权投资和投资性房地产余额分别为 1,411.30 亿元、332.90 亿元、380.21 亿元、40.66 亿元和 55.64 亿元，其中，长期性股权投资较期初增长 116.78%，主要系对联营合营企业投资增加所致。

负债方面，公司负债主要由有息债务、应付账款和预收款项构成。应付账款方面，2017 年末公司应付账款账面余额 87.84 亿元，主要为应付土地款、应付及预提工程款、应付货款等。2017 年，公司销售业绩快速提升，预售房产收款大幅增长，期末公司预收款项余额同比增长 125.17%至 401.51 亿元。截至 2018 年 6 月末，公司预收款项、应付账款和其他应付款分别为 602.45 亿元、107.33 亿元和 174.87 亿元。

从债务规模来看，近年来公司受在建项目的推进、拿地支出的攀升以及收购项目债务的并表影

响，公司总债务规模快速增长，2015~2017 年末，公司总债务分别为 376.25 亿元、680.73 亿元和 1,136.58 亿元。从债务期限结构看，同期末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.34 倍、0.39 倍和 0.75 倍。另截至 2018 年 6 月末，公司债务总额为 1,147.47 亿元，长短期债务比为 0.63 倍，高企的债务规模对公司带来的偿债压力值得关注。

图 8：2015~2018.H1 公司债务期限结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

所有者权益方面，公司的所有者权益主要由少数股东权益、未分配利润和实收资本构成，2017 年上述三项占所有者权益比重分别为 37.36%、21.58%和 13.25%。受开发合作及并购合作拿地影响，公司少数股东权益逐年增长，2015~2017 年末分别为 17.28 亿元、57.21 亿元和 114.19 亿元；同期末公司未分配利润分别为 38.76 亿元、48.20 亿元和 65.97 亿元；同期末公司实收资本分别为 40.15 亿元、40.50 亿元和 40.50 亿元；此外，公司 2017 年新增其他权益工具永续债 40.00 亿元，占所有者权益的比重为 13.08%。截至 2018 年 6 月末，公司少数股东权益、未分配利润和实收资本分别为 139.31 亿元、74.25 亿元和 40.50 亿元，其他权益工具为 50.00 亿元。

总体看，近年来公司业务发展节奏较快，随着项目购置及项目建设的推进，公司总资产规模增长速度较快。同时，受益于永续债的发行、自身利润的积累以及合作项目产生的少数股东权益，近年来公司所有者权益亦逐年增长。此外，近年来的快速发展使得公司对外融资需求加大，债务规模快速上升，财务杠杆仍处于很高水平。未来随着新增土地储备以及在建项目的建设，公司财务杠杆或将保持较高的水平。

流动性

公司资产以流动资产为主，2015~2017 年及 2018 年 6 月末公司流动资产分别为 679.76 亿元、1,145.61 亿元、1,984.13 亿元和 2,223.95 亿元，占资产总额比例分别为 96.87%、95.13%、93.04%和 90.90%。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，其中存货和货币资金占流动资产比重始终维持在 80%以上。

表 10：2015~2018.H1 公司流动资产分析

项目	2015	2016	2017	2018.H1
流动资产/总资产	96.87%	95.13%	93.04%	90.90%
存货/流动资产	62.35%	65.22%	63.75%	63.46%
货币资金/流动资产	20.29%	16.49%	18.33%	14.97%
(存货+货币资金)/流动资产	82.64%	81.71%	82.08%	78.43%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，公司近年业务规模增速较快，其在建项目开发成本的不断投入使得公司存货规模有所增长。2015~2017 年末及 2018 年 6 月末公司存货分别为 423.83 亿元、747.21 亿元、1,264.91 亿元和 1,411.30 亿元。从存货结构来看，公司存货主要由开发成本和开发产品构成，2015~2017 年及 2018 年 6 月末公司存货中开发产品占比分别为 20.55%、13.49%、14.47%和 11.88%。截至 2018 年 6 月末，公司存货中开发成本账面净值为 1,226.91 亿元，主要为福州阳光城大都会项目、杭州未来科技城、厦门文澜府项目以及北京·君山墅等 140 余个项目；同期末，公司开发产品账面净值为 167.62 亿元，主要为上海阳光城 MODO、上海阳光城滨江悦、杭州翡丽海岸及北京君山墅等项目。

表 11：2015~2018.H1 公司存货结构分析

单位：亿元、%				
项目	2015	2016	2017	2018.H1
存货	423.83	747.21	1,264.91	1,411.30
开发产品	87.10	100.79	183.03	167.62
开发产品/存货	20.55	13.49	14.47	11.88
开发成本	336.72	636.15	1,066.56	1,226.91
开发成本/存货	79.45	85.14	84.32	86.93

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

周转率指标方面，2015~2017 年及 2018 年 6 月末，公司存货周转效率分别为 0.43 次、0.26 次、0.25 次和 0.16 次；总资产周转率分别为 0.38 次、0.21

次、0.20 次和 0.13 次。2016 年开始，受新增项目大幅增加的影响，公司周转率指标有一定的下滑。

表 12：公司 2015~2018.H1 周转率相关指标

	2015	2016	2017	2018.H1
存货周转率（次/年）	0.43	0.26	0.25	0.16
总资产周转率（次/年）	0.38	0.21	0.20	0.13

注：2018.H1 存货周转率、总资产周转率已年化处理

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，2015~2017 年，公司经营净现金流分别为-38.79 亿元、-25.81 亿元和 88.19 亿元，其中，受项目建设、新增土地储备影响，2015~2016 年公司经营活动现金流持续呈现净流出状态，2017 年随着项目资金回笼加快，公司经营净现金流转为净流入状态；同期，公司投资性净现金流为-320.18 亿元，主要系当期公司房地产并购业务增加所致。货币资金方面，2015~2017 年，公司货币资金分别为 137.95 亿元、188.89 亿元和 363.74 亿元，同期末货币资金/短期债务分别为 0.64 倍、0.99 倍和 0.75 倍，公司货币资金对短期债务的覆盖程度有待提升。2018 年 1~6 月，公司经营活动净现金流为 32.76 亿元，另截至 2018 年 6 月末，公司货币资金为 332.90 亿元，货币资金/短期债务为 0.75 倍。

表 13：2015~2018.H1 公司部分流动性指标

	2015	2016	2017	2018.H1
货币资金（亿元）	137.95	188.89	363.74	332.90
经营活动现金流净额（亿元）	-38.79	-25.81	88.19	32.76
经营净现金流/短期债务（X）	-0.18	-0.14	0.18	0.15
货币资金/短期债务（X）	0.64	0.99	0.75	0.75

注：2018.H1 经营性净现金流/短期债务已年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从受限资产来看，截至 2018 年 6 月末，公司受限资产账面价值合计为 848.74 亿元，占其 2018 年 6 月末总资产的 34.69%，受限资产主要系因借款而抵质押的存货、货币资金、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、无形资产和其他非流动资产，其中存货受限账面价值为 749.39 亿元，占受限资产的比例为 88.29%。

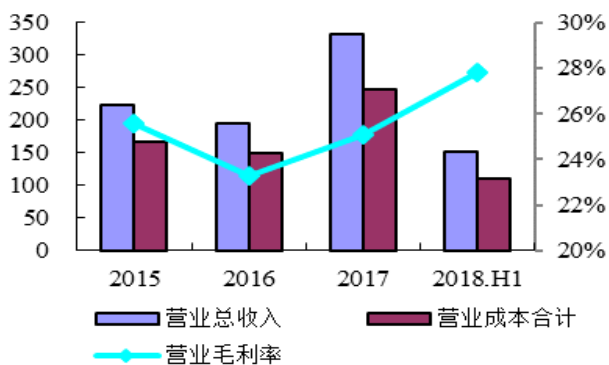
总体来看，公司不断加大项目储备和开发规模，对资金需求量较大，货币资金对短期债务的覆盖水平较低，且公司受限资产较大，公司面临再融

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

公司营业收入主要来源于房地产开发销售。2015~2017 年公司营业总收入分别为 223.80 亿元、195.98 亿元和 331.63 亿元，受项目结转影响而有所波动。营业毛利率方面，近年公司毛利率水平有所波动，2015~2017 年分别为 25.56%、23.31%和 25.08%。截至 2017 年末，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。另 2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 152.08 亿元，营业毛利率为 27.81%。

图 9：2015~2018.H1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。随着开发规模和销售规模上升，公司销售费用和管理费用逐年增加，期间费用呈上升趋势。2015~2017 年及 2018 年 1~6 月，公司期间费用分别为 10.35 亿元、12.04 亿元、22.65 亿元和 16.35 亿元。同期，公司三费收入比分别为 4.62%、6.14%、6.83%和 10.75%，总体来看，公司期间费用管控能力尚可。

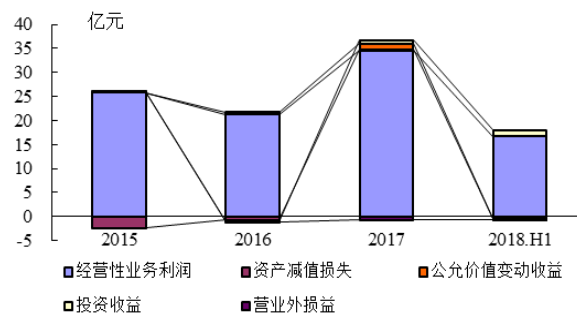
表 14：2015~2018.H1 公司期间费用分析

单位：亿元				
项目名称	2015	2016	2017	2018.H1
销售费用	4.57	4.84	9.61	6.23
管理费用	5.54	6.78	11.77	6.61
财务费用	0.23	0.42	1.28	3.52
三费合计	10.35	12.04	22.65	16.35
营业总收入	223.80	195.98	331.63	152.08
三费收入占比	4.62%	6.14%	6.83%	10.75%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润主要来自经营性业务利润。2015~2017 年公司经营性业务利润分别为 25.78 亿元、21.18 亿元和 34.60 亿元，2016 年有所下滑系项目结转单价波动、毛利空间收窄以及三费增长所致。同期，公司利润总额分别为 23.60 亿元、20.53 亿元和 36.04 亿元，2015 年和 2016 年公司利润总额低于经营性业务利润主要系当期产生一定资产减值损失所致。2015~2017 年，公司净利润分别为 17.33 亿元、14.31 亿元和 22.28 亿元，净资产收益率分别为 12.61%、7.56%和 7.29%，整体盈利能力有一定的弱化。此外，2018 年 1~6 月，公司利润总额和经营性业务利润分别为 17.38 亿元和 16.69 亿元。

图 10：2015~2018.H1 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，公司经营业绩持续增长，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、大幅增长的新开工面积，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，2015~2017 年末，公司总债务分别为 376.25 亿元、680.73 亿元和 1,136.58 亿元。获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 24.08 亿元、22.09 亿元和 40.85 亿元，与利润总额变动趋势一致。从主要偿债能力指标来看，2015~2017 年公司总债务/EBITDA 分别为 15.63 倍、30.81 倍和 27.82 倍，EBITDA 利息倍数分别为 0.94 倍、0.55 倍和 0.58 倍，其经营所得对债务本息的保障能力有待提升。2018 年 1~6 月，公

司 EBITDA 为 21.17 亿元，公司总债务/EBITDA 为 27.10 倍。

表 15：2015~2018.H1 公司部分偿债指标

指标	2015	2016	2017	2018.H1
EBITDA (亿元)	24.08	22.09	40.85	21.17
总债务/EBITDA (X)	15.63	30.81	27.82	27.10
EBITDA 利息倍数 (X)	0.94	0.55	0.58	0.52
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.18	-0.14	0.18	0.15
资产负债率 (%)	80.42	84.29	85.66	85.73
总资本化比率 (%)	73.25	78.25	78.80	76.65
净负债率 (%)	173.41	259.90	252.82	233.24

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

或有负债方面，截至 2018 年 6 月末，公司担保余额为 856.25 亿元，其中对子公司提供的担保金额为 802.35 亿元，对外担保余额为 53.90 亿元，或有负债风险相对可控。

融资渠道方面，截至 2018 年 6 月末，公司获得多家银行给予的授信总额度为 988.49 亿元，尚未使用授信额度为 415.64 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，中诚信证评评定阳光城集团股份有限公司主体信用级别为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“阳光城集团股份有限公司 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 **AA⁺**。

关于阳光城集团股份有限公司 2019年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）跟踪评级安排

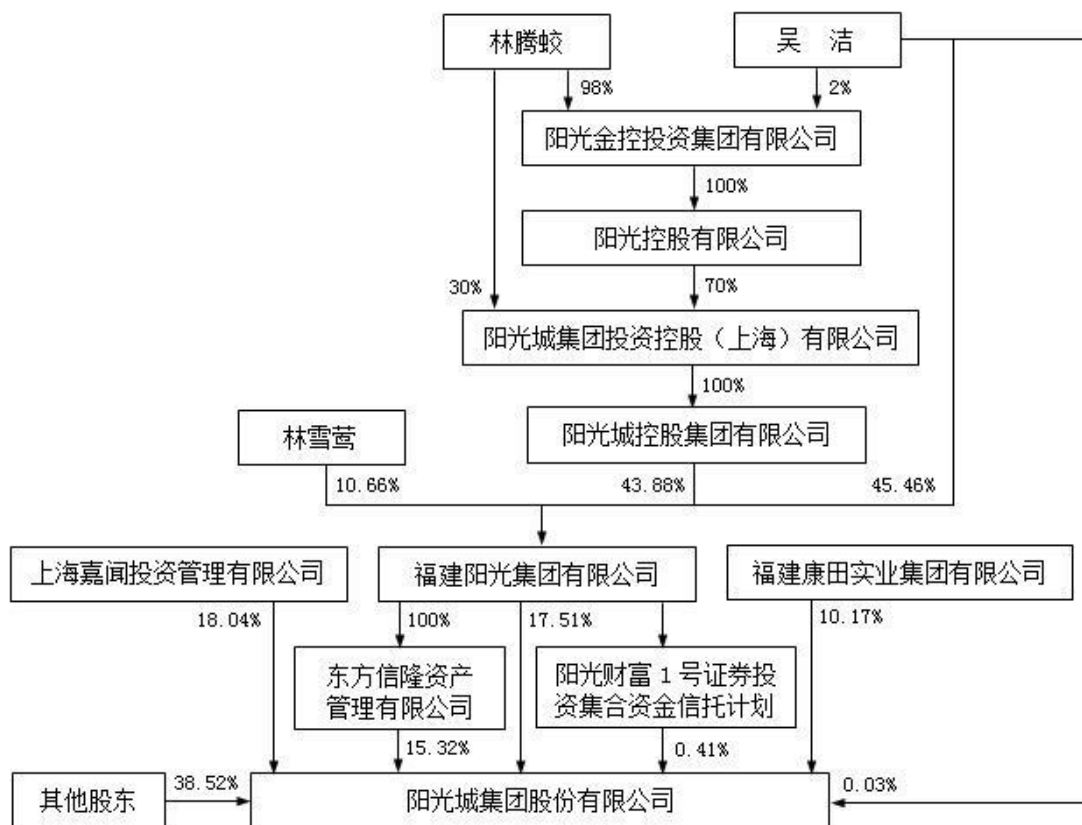
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

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）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。

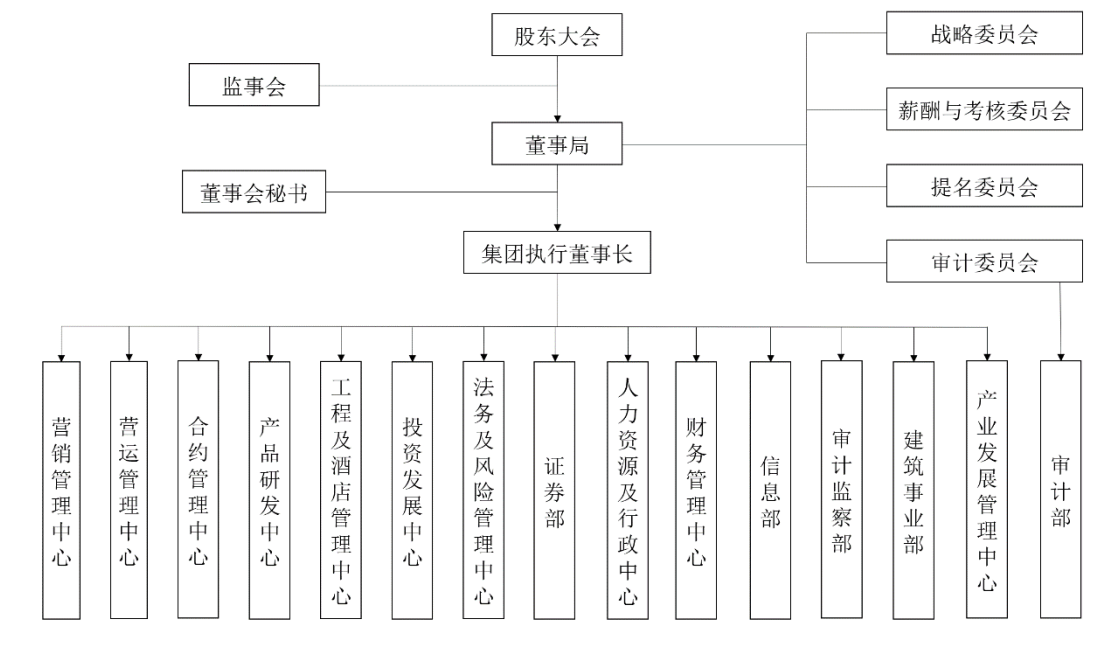
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：阳光城集团股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

附二：阳光城集团股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 6 月 30 日）



资料来源：公司提供

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.H1
货币资金	1,379,497.68	1,888,894.78	3,637,350.92	3,328,989.25
应收账款净额	57,215.40	80,548.32	52,357.86	44,384.36
存货净额	4,238,268.90	7,472,074.88	12,649,051.05	14,112,987.63
流动资产	6,797,594.47	11,456,078.02	19,841,296.22	22,239,515.55
长期投资	14,328.55	126,221.10	217,564.50	431,461.58
固定资产合计	145,692.72	274,145.79	907,337.08	394,804.60
总资产	7,017,329.66	12,043,052.17	21,325,007.03	24,467,173.84
短期债务	2,154,480.88	1,903,065.88	4,880,611.97	4,443,852.17
长期债务	1,608,038.90	4,904,226.01	6,485,235.01	7,030,843.13
总债务（短期债务+长期债务）	3,762,519.78	6,807,291.90	11,365,846.99	11,474,695.30
总负债	5,643,119.45	10,150,616.32	18,268,048.79	20,974,786.71
所有者权益（含少数股东权益）	1,374,210.20	1,892,435.85	3,056,958.24	3,492,387.13
营业总收入	2,237,996.92	1,959,802.01	3,316,313.02	1,520,750.89
三费前利润	361,278.83	332,084.33	572,521.76	330,365.94
投资收益	956.28	-3,475.13	7,001.86	13,535.26
净利润	173,271.79	143,136.70	222,835.23	103,494.13
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	240,793.70	220,939.36	408,525.44	211,677.81
经营活动产生现金净流量	-387,871.13	-258,122.93	881,898.18	327,550.97
投资活动产生现金净流量	-299,589.25	-1,711,387.00	-3,201,834.62	-682,530.15
筹资活动产生现金净流量	1,709,564.23	2,244,486.60	3,971,326.02	140,906.54
现金及现金等价物净增加额	1,022,104.14	274,976.81	1,648,733.76	-214,555.42
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
营业毛利率（%）	25.56	23.31	25.08	27.81
所有者权益收益率（%）	12.61	7.56	7.29	5.93
EBITDA/营业总收入（%）	10.76	11.27	12.32	13.92
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	0.06
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.18	-0.14	0.18	0.15
经营活动净现金/利息支出（X）	-1.52	-0.64	1.26	0.81
EBITDA 利息倍数（X）	0.94	0.55	0.58	0.52
总债务/EBITDA（X）	15.63	30.81	27.82	27.10
资产负债率（%）	80.42	84.29	85.66	85.73
总资本化比率（%）	73.25	78.25	78.80	76.65
净负债率（%）	173.41	259.90	252.82	233.24

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 年半年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 年末及 2018 年 6 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+其他一年内到期的付息债务

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期付息债务

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=净债务/所有者权益

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

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。



营业执照

统一社会信用代码 91310118134618359H

证照编号 29000000201711150321

名称 中诚信证券评估有限公司
类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
住所 上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
法定代表人 闫衍
注册资本 人民币5000.0000万元整
成立日期 1997年8月20日
营业期限 1997年8月20日至2027年8月19日
经营范围 证券市场资信评级,贷款企业资信等级评估,企业资信评价服务,企业形象策划,企业咨询服务,电子高科技产品开发经营,附一支。

【依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动】



登记机关

2017年11月15日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称:中诚信证券评估有限公司
业务许可种类:证券市场资信评级
法定代表人:闫衍

注册地址:上海市青浦区工业园区郑一工业区7号3幢1层C区113室
编号: ZPJ001



中国证券监督管理委员会(公章)

2017年12月12日

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



樊春裕, 证件号码:320681198502280826于2012年06月16日参加证
券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2012063103240001



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



樊春裕, 证件号码:320681198502280826于2012年06月17日参加证
券投资分析考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

2012063103239904



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宗志敏, 证件号码:32068219940904896X, 于2013年09月15日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20130932683927032



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宗志敏, 证件号码:32068219940904896X, 于2013年09月14日参加证券交易考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20130932603043032



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



宗志敏, 证件号码:32068219940904896X, 于2018年09月01日参加发布证券研究报告业务考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息一致

20180931000091063850310000

