

阳光城集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行 公司债券（第一期）、（第二期）、2019 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(2020)

项目负责人：应治亚 zyying@ccxi.com.cn

项目组成员：王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 23 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]跟踪 1415 号

阳光城集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望由稳定调整为正面；

维持“18 阳城 01”、“18 阳城 02”、“19 阳城 01”和“19 阳城 02”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十三日

评级观点：中诚信国际维持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+**，评级展望由稳定调整为正面；维持“18 阳城 01”、“18 阳城 02”、“19 阳城 01”和“19 阳城 02”的债项信用等级为 **AA+**。本次评级展望调整为正面主要基于以下考量因素：2019 年公司销售业绩稳步增长并具有较强的持续性、区域竞争优势较为明显、公司持续调整投资策略使得经营获现能力逐步强化、公司加强财务纪律性使得净负债率逐步下降以及债务结构有所优化。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、盈利能力偏弱、偿债能力有待进一步加强以及股东股权受限情况等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

阳光城（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	2,132.50	2,633.97	3,075.52	3,255.01
所有者权益合计（亿元）	305.70	410.30	508.99	536.67
总负债（亿元）	1,826.80	2,223.67	2,566.53	2,718.35
总债务（亿元）	1,136.58	1,132.27	1,153.95	1,167.87
营业总收入（亿元）	331.63	564.70	610.49	67.15
净利润（亿元）	22.28	39.06	43.21	4.47
EBITDA（亿元）	40.85	73.06	79.55	--
经营活动净现金流（亿元）	88.19	218.31	153.96	12.72
营业毛利率(%)	25.08	26.06	26.58	25.71
净负债率(%)	252.82	183.72	144.24	140.51
总债务/EBITDA(X)	27.82	15.50	14.51	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.58	0.83	0.93	--

注：公司 2020 年 1~3 月报表未经审计；因缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；中诚信国际将公司其他流动负债中有息债务调至短期债务。

正面

■ **签约销售金额同比增长，销售业绩持续性良好。**2019 年公司进一步聚焦品质，加强精细管理，当年实现全口径签约销售金额 2,110.31 亿元，同比增长 29.58%，销售排名持续上升且较为靠前。根据公司年报，2020 年公司力争实现超过 2,000 亿元销售目标，销售业绩和行业地位的持续性良好。

■ **区域市场优势较为明显。**公司在福州地区保持领先的市场地位，在深耕福州的基础上，公司在中部和长三角等地区的部分城市亦形成一定的市场竞争力。

■ **持续调整投资策略，经营获现能力逐步强化。**2019 年，公司继续调整投资策略，通过以销定投和高周转的投资策略，实现内部资金平衡，2019 年新增土地投资额占当期销售额的 30%，经营活动现金流持续呈净流入状态。

■ **加强财务纪律性，净负债率逐步下降。**随着投资策略的转变和财务纪律性的加强，2019 年公司债务规模基本稳定，净负债率实现下降。根据公司年报，2020 年公司将保持有息债务不增

加。

■ **债务结构有所优化。**2019 年以来公司加强债务结构的优化，公司非标类融资占比由 2018 年末的 52.57% 下降至 2019 年末的 24.94%；短期债务占比由 2018 年末的 43.12% 下降至 2019 年末的 31.74%。

关注

■ **房地产行业政策。**在宏观经济增速放缓叠加新冠肺炎疫情影响的背景下，因城施策等房地产行业调控政策仍在持续，行业利润空间不断收窄，环境及政策的变化或对公司经营战略的实施提出更高要求。

■ **盈利能力偏弱，偿债能力有待进一步加强。**受土地成本、融资成本和周转效率等因素影响，公司盈利能力偏弱。公司债务规模较大，偿债能力有待继续加强。

■ **股东股权受限情况。**公司控股股东股权质押比例偏高，一定程度影响其备用流动性，2020 年 6 月公司控股股东解押部分股权，截至 2020 年 6 月 20 日其质押比例下降至 85.87%。

评级展望

中诚信国际认为，阳光城集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能上升。

■ **可能触发评级上调因素。**销售业绩具有可持续性，土地储备等投资策略稳健性明显提升，财务杠杆水平下降，盈利能力增强且具有可持续性，融资环境和成本明显改善，现金流平衡能力提升，控股股东质押比例明显下降。

■ **可能将评级展望调整至稳定的因素。**外部融资环境变化，销售业绩不及预期，投资策略及财务政策稳健性减弱，相关财务指标未得到进一步优化，控股股东股权质押比例未明显降低以及其他可能导致评级展望调整为稳定的因素。

同行业比较

2019 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额（亿元）	总资产（亿元）	净负债率（%）	货币资金/短期债务(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	营业总收入（亿元）	净利润率（%）	存货周转率(X)
荣盛发展	1,016	2,277.62	100.44	0.97	0.93	563.68	14.68	0.31
蓝光发展	1,015	2,018.90	88.44	1.07	1.09	391.94	10.61	0.26
阳光城	2,110	3,075.52	144.24	1.15	1.38	610.49	7.08	0.28

注：“荣盛发展”为“荣盛房地产发展股份有限公司”简称；“蓝光发展”为“四川蓝光发展股份有限公司”。

资料来源：中诚信国际整理。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
18 阳城 01	AA+	AA+	11.00	11.00	2018/10/22~2021/10/22(2+1)
18 阳城 02	AA+	AA+	15.00	15.00	2018/12/25~2021/12/25(2+1)

19 阳城 01	AA ⁺	AA ⁺	15.00	15.00	2019/02/28~2022/02/28(2+1)
19 阳城 02	AA ⁺	AA ⁺	8.00	8.00	2019/04/12~2022/04/12(2+1)

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

阳光城集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、阳光城集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）（债券简称分别为“18 阳城 01”、“18 阳城 02”，债券代码分别为“112770”、“112835”）分别于 2018 年 10 月 22 日和 2018 年 12 月 25 日完成发行，发行规模分别为人民币 11 亿元和 15 亿元，到期日分别为 2021 年 10 月 22 日和 2021 年 12 月 25 日，均附第 2 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率均为 7.5%。

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）、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（第二期）（债券简称分别为“19 阳城 01”、“19 阳城 02”，债券代码分别为“112859”、“112885”）分别于 2019 年 2 月 28 日和 2019 年 4 月 12 日完成发行，发行规模分别为人民币 15 亿元和 8 亿元，到期日分别为 2022 年 2 月 28 日和 2022 年 4 月 12 日，均附第 2 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率均为 7.50%。

截至报告出具日，上述四期债券共计募集资金 49 亿元，募集资金已全部用于置换前次公司债券到期或回售所使用的银行贷款或自有资金，及偿还未到期或未进入回售期的公司债券。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶

段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有

望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望： 尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

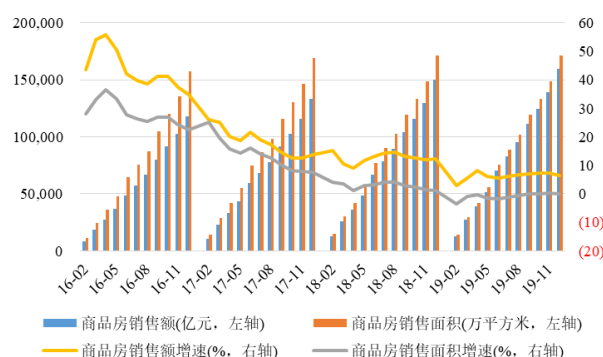
近期关注

2019 年在房地产调控政策持续及政策区域分化加重的影响下，房地产销售增速放缓，房价涨幅明显收窄，房地产去库存效果逐步显现

在坚持住房居住属性政策大基调的背景下，近年来房地产销售增速呈现下行趋势。2019 年，全国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%，近年来首次出现负增长；全年商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%，增速下滑 5.7 个百分点。商品房销售价格方面，2019 年，70 个大中城市价格指数环比涨幅呈现明显缩窄，由 2018 年 8 月环比涨幅 1.49% 的高点波动回落至 2019 年 12 月的 0.35%。

图 1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

随着房地产去库存政策的持续推进，全国商品房待售面积持续下降，截至 2019 年末全国商品房待售面积降至 4.98 亿平方米，同比下降 4.9%，去库存效果逐步显现，但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市，库存压力仍然较大，同时棚改货币化政策的收紧亦或对三、四线及以下城市需求产生一定影响。

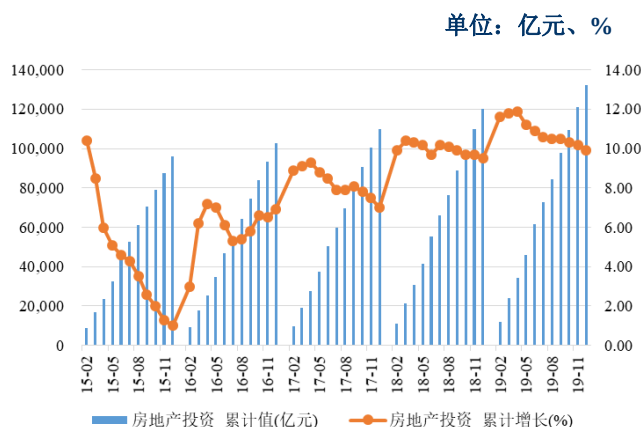
中诚信国际认为，2019 年以来，房地产市场调控继续坚持以“房住不炒”为主要思路，各城市延续多维度实施精准化、差异化调控。在调控政策持续的影响下，房地产企业整体内部流动性来源增速承压。

受融资环境紧缩的影响，2019 年房企外部现金流平衡能力面临挑战，但拿地意愿的下降及新开工面积增速的大幅放缓，均有助于房企现金流状况的改善

在投资方面，2019 年，在年初新开工面积和施工面积的双向推动下，房地产开发投资额始终维持

两位数的高增速，但随后房企根据外部环境变化调整项目进度，房地产开发投资增速逐渐回落，全年房地产开发投资同比增长9.9%至13.22万亿元，其中住宅投资同比增长13.9%至9.71万亿元。

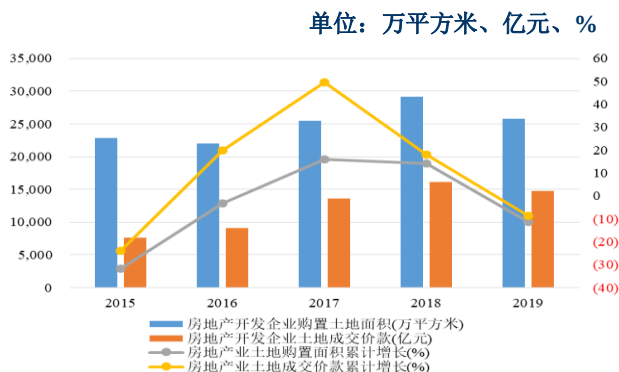
图 2：近年来全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

受销售增速放缓以及融资环境紧缩的影响，房企拿地意愿降低，新开工增速下滑。其中土地市场方面，国内土地市场购置面积和价款均发生明显下降，同比分别下降11.4%和8.7%。施工方面，2019年，房地产开发企业新开工面积22.72亿平方米，同比增长8.5%，增速下滑8.7个百分点。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

外部融资是房地产企业现金流的重要补充来

¹ 5月，银保监会的23号文明确要求，商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资；7月，银保监会对多家信托进行窗口指导，要求控制房地产信托规模的增量，并强化合规管控；当月，国家发改委发文要求，房企发行外债只能用于置换未来一年内到期的中长期境外债务，同时还需详细披露其海外发债的具体情况和资金用途；8月，银保监会向各银保监局信托监管处室传达下半年监管重点，指出按月监测房地产信托业务变化情况，及时采取多种措施，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头。

源。2019年5月以来，多项针对房企融资端的调控政策相继出台¹，房地产企业外部融资难度有所增加。与此同时，房地产行业面临未来2~3年债务集中到期压力，对房企的资金平衡能力形成较大挑战。

中诚信国际认为，在行业整体规模增速放缓和融资环境收紧的综合作用下，房地产企业土地投资趋于理性，新开工节奏有所放缓，在一定程度上能够缓解内部现金流平衡压力；与此同时，房地产行业外部流动性压力增大，对房企的资金平衡能力提出更高要求。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，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持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

具体来看，2019年TOP 3房企销售规模增速放缓，集中度小幅下降0.3个百分点；TOP 4~10、TOP 11~30的梯队规模企业集中度上升，梯队内竞争加剧，同时各梯队的销售金额门槛也有所提升。总体而言，TOP 30梯队房企凭借更强的销售回款和外部融资能力，具有较为明显的竞争优势；而房地产市场资源加速向优势企业聚集，将使得梯队分化格局得以持续。与之相比，2019年TOP 31~50和TOP 51~100房企的集中度同比有所下降。

表 1：2017~2019 国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%

TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

新型冠状病毒肺炎疫情对房地产企业销售回款及开工推盘有负面影响，各地政府相继出台相关政策应加以应对；疫情对房地产行业的影响程度取决于疫情持续时间

新型冠状病毒肺炎疫情（以下简称“疫情”）直接导致的全国范围停工、停售对房企推盘及销售造成一定冲击；房地产企业土地储备进度及项目推盘节奏亦将更趋审慎。

与此同时，部分地方政府围绕活跃交易、土地出让和融资等层面出台行业相关政策，帮助房地产企业渡过难关。其中上海市、浙江省、海南省、无锡市、西安市、南昌市、深圳市等省市先后发文，从允许延迟土地价款缴纳、税费缴纳延期、预售条件适度放宽、延长公积金贷款期限、信贷支持等多个维度帮助房地产开发企业应对疫情影响，但尚未突破限购、限贷、限售、限价等调控政策。

中诚信国际认为，因疫情爆发于房地产行业销售淡季，因而短期内对行业的整体冲击可控；但2020年下半年房地产企业公开市场到期债务压力较重，若疫情持续时间延长，则房地产企业的资金平衡将在更大程度上依赖于外部政策环境的持续改善。

2019年公司保持较快的销售增速，并具有良好的持续性；优势区域深耕的同时，城市分布进一步多元化，行业排名处于较为领先地位

2019年公司进一步聚焦品质，精细管理，行业地位保持稳定。

新开工方面，2019年公司新开工面积基本持平，

竣工面积随前期开工规模快速扩大而明显增长。

表 2：2017~2019 年公司房地产开发情况

单位：万平方米

项目	2017	2018	2019	2020.1~3
新开工面积	736	1,715	1,722	288
竣工面积	203	399	845	121

注：以上开发数据为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年公司销售业绩实现较快增长，全口径销售金额同比增长29.58%，其中权益销售金额1,351.43亿元，权益比例为64.04%；公司并表范围销售商品、提供劳务收到的现金同比增长5.02%至833.49亿元。2020年1~4月，受新冠肺炎疫情影响，公司签约销售金额同比下降10.22%至450.31亿元。根据公司年报，2020年公司计划实现超过2,000亿的销售目标。

表 3：2017~2019 年公司销售情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2017	2018	2019	2020.1~3
销售面积	659.4	1,266.38	1,713.27	266.98
销售金额	915.3	1,628.56	2,110.31	283.33
销售单价	1.39	1.29	1.23	1.06
结算面积	241.34	382.27	454.10	64.34
结算金额	327.21	555.01	587.53	62.82
结算单价	1.36	1.45	1.29	0.98

注：销售为全口径数据；结算为并表口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从销售分布来看，2019年公司签约销售前十大城市销售占比48.00%，前二十大城市销售占比68.09%，城市分布较为分散，前十大城市和前二十大城市销售占比同比有所下降，城市分布进一步多元化。从区域布局来看，大福建、长三角仍为公司主力销售区域，2019年分别贡献销售金额387.15亿元和709.18亿元，其中长三角增幅达53.41%。公司在福州地区保持领先的市场地位，同时在中部和长三角等地区部分城市亦形成一定的市场竞争力。

表 4：2019 年公司全口径销售城市分布情况

单位：亿元

城市	签约金额	销售面积
福州	178.28	128.99
杭州	167.94	65.60

南宁	122.34	122.23
长沙	110.45	119.16
佛山	85.31	60.19
温州	80.54	63.09
绍兴	73.91	36.64
泉州	66.81	73.64
苏州	63.70	33.68
重庆	63.58	74.87
合计	1,012.86	778.09

注：公司其他销售城市包括台州、郑州、上海、太原、西安、南京、湖州、南通、乌鲁木齐、广州、嘉兴、昆明、天津、宁波、合肥、成都、大连、昆山、上饶、沈阳等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2019年公司结算金额小幅增长，其中前五大结算城市分别为杭州、广州、福州、南宁和上海。2020年一季度受结转结构影响，结算单价有所下降。

2019年公司采用以销定投和高周转的投资策略，并加强多渠道拓展土储，储备规模相对适中

从土地投资方式来看，公司加强多渠道拓展土地，2019年公司通过招拍挂、收并购和旧改形式获取土地货值的占比分别为37%、36%和27%，其中旧改成为公司拓展项目的新渠道，公司选择成熟旧改项目，在项目运作后期进入，实现短期确权和供货，2019年公司在广州、深圳、太原、昆明和贵阳等地确权多宗旧改项目。

从拿地节奏来看，2019年，公司继续调整投资策略，通过以销定投和高周转的投资策略，以实现内部资金平衡，2019年新增土地投资额占当期销售总额的30%，投资策略相对谨慎。此外，2019年公司加强权益占比，新增土地投资权益占比达75%。

表 5：2017~2019 年公司全口径新增土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米

	2017	2018	2019	2020.1~3
新拓展项目	120	80	69	14
新增土地储备计容建筑面积	2,055.71	1,332.52	1,268.65	280.37
新增项目投资款	1,168.64	560.25	655.62	158.49
新增土地储备楼面地价	0.57	0.42	0.52	0.57

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2019年末，公司全口径未售土地储备面积为4,101.20万平方米，权益口径为2,562.43万平方米，

权益比例为62.48%，公司全口径土地储备为2019年销售面积的2.39倍，公司储备规模适中。公司土地储备楼面均价0.44万元/平方米，约为当期销售均价的33.76%，处于较为合理水平。此外，中诚信国际关注公司大体量收并购项目的周转效率情况。

土地储备分布方面，公司储备分布在100个城市，分布较为分散，前十大城市占比45.09%，前二十大城市占比64.79%；从城市能级来看，公司一线和二线城市土地储备占比分别为10.15%和35.42%；从区域分布来看，大福建、长三角、珠三角、京津冀占比分别为13.91%、12.85%、15.64%和4.61%。

表 6：截至 2019 年末公司土地储备城市分布

单位：万平方米

城市	全口径未售面积	权益未售面积
福州	263.98	115.23
广州	262.24	187.35
长沙	233.82	223.32
南宁	224.41	62.33
重庆	174.16	156.41
西安	171.53	148.79
太原	137.73	60.57
泉州	132.07	51.14
遵义	126.09	-
佛山	123.01	97.72
合计	1,849.05	1,102.86

注：公司全口径未售面积含代建项目，权益口径不包含相关项目。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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2017~2019年审计报告以及未经审计的2020年一季度财务报表。公司财务数据采用各期审计报告期末值。中诚信国际将公司其他流动负债中有息债务调至短期债务。

受土地成本、财务成本和周转效率等因素影响，公司净利润率处于较低水平

2019年公司收入规模同比增长8.11%，其中房地产为公司收入核心构成，2019年同比增长5.86%。

毛利率方面，受土地成本、融资成本和周转效率等因素影响，公司整体毛利率水平相对偏低。预收款为当期营业收入的 1.31 倍，对未来收入结转的保障度较高。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成

单位：亿元、%

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
房地产	327.21	555.01	587.53	62.82
其他	4.42	9.69	22.96	4.33
营业总收入	331.63	564.70	610.49	67.15
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
房地产	24.57	25.65	25.53	25.20
其他	62.67	49.74	53.32	33.03
毛利率	25.08	26.06	26.58	25.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司期间费用同比增长 43.39%。公司销售费用和管理费用随着业务规模的扩大而增长；2019 年公司利息支出总额为 85.88 亿元，得益于融资成本的小幅下降，利息支出亦小幅降低，但由于公司利息费用化比例提高，使得财务费用有所增长。2019 年公司结转收入增幅较小，期间费用率有所增长。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	9.61	17.57	25.69	4.58
管理费用	11.77	15.77	21.88	3.74
财务费用	1.28	6.14	9.06	2.01
期间费用合计	22.65	39.49	56.62	10.33
期间费用率(%)	6.83	6.99	9.27	15.39
经营性业务利润	34.60	68.59	66.89	2.94
资产减值损失合计	-0.19	4.32	6.69	-0.31
公允价值变动收益	1.25	-0.50	-0.09	0.02
投资收益	0.70	0.55	8.14	4.16
利润总额	36.04	63.89	67.71	7.23
净利润	22.28	39.06	43.21	4.47
净利润率(%)	6.72	6.92	7.08	6.65

注：资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2019 年由于收入增幅较小，而期间费用快速扩大，使得经营性业务利润同比小幅下降

2.47%；2019 年公司投资收益主要来自合联营企业的结利；资产减值损失主要为开发产品的跌价损失。2019 年公司净利润同比增长 10.62%，净利润率小幅增长，但仍处于行业较低水平。

公司资产规模保持增长，同时加强财务纪律性，控制有息债务规模，财务杠杆有所下降，但仍处于相对高位

随着业务规模的扩张，2019 年公司资产规模同比增长 16.76%。资产构成方面，公司资产中流动资产占比高，其主要由货币资金、其他应收款和存货构成。得益于全口径销售回款的增长，2019 年末公司货币资金有所增长，2019 年末受限货币资金为 52.87 亿元。受土地投资和项目开发规模扩大的影响，公司存货规模同比增长 23.68%。其他应收款方面，截至 2019 年末应收合联营企业款 184.62 亿元，应收合作方经营往来款 80.12 亿元，由于公司对并表项目少数股东方的资产拆借减少，公司其他应收款同比有所下降，2019 年末公司其他应收款前五大单位分别为上海汀业企业管理有限公司、广州当代腾欣投资有限公司、广西阳唐茂房地产有限公司、天津隼达企业管理有限公司和重庆协信远涪房地产开发有限公司，主要为应收合联营企业款和收购意向金。非流动资产主要由投资性房地产和长期股权投资构成。随商业物业的投资，公司投资性房地产同比有所增长。随着合作项目的增多，公司长期股权投资继续增长。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	363.74	378.48	419.78	413.81
存货	1,264.91	1,421.72	1,758.39	1,831.10
其他应收款	212.17	417.44	379.92	417.56
长期股权投资	18.75	93.00	148.48	172.41
投资性房地产	55.29	85.75	116.21	116.21
总资产	2,132.50	2,633.97	3,075.52	3,255.01
合同负债	401.51	621.21	801.06	854.66
应付账款	87.84	158.14	173.22	183.17
其他应付款	135.56	215.39	310.68	390.91
总负债	1,826.80	2,223.67	2,566.53	2,718.35
少数股东权益	114.19	180.51	241.54	263.29

所有者权益	305.70	410.30	508.99	536.67
资产负债率	85.66	84.42	83.45	83.51
净负债率	252.82	183.72	144.24	140.51

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着预收房款和往来拆借规模的增加，公司总负债有所增长。公司负债主要由合同负债、应付账款、其他应付款和有息债务构成。公司合同负债主要为预售房产收款，2019 年随着回款的增长而保持增长。应付款项主要为应付及预提工程款，随业务规模扩大亦有所增长。2019 年末公司其他应付款中应付关联方往来款为 128.02 亿元，应付合作方款项 109.41 亿元，当期末由于合联营项目公司回款的增多，导致其他应付款快速增长。

所有者权益构成方面，截至 2019 年末，公司公司实收资本、其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占所有者权益的比重分别为 8.02%、9.82%、24.73%和 47.46%。2019 年公司权益的增长主要来自利润的累积和少数股东权益的增加。此外，公司所有者权益中包含 50 亿元永续债，计入其他权益工具。

财务杠杆方面，2019 年以来公司继续控制有息债务规模，随着权益和货币资金的累积，公司净负债率有所下降。若将其他权益工具调整至债务，公司净负债率仍处于较高水平。

公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，2019 年存货结构有所改善，周转效率仍有待提高

公司资产以流动资产为主，其中存货、货币资金和其他应收款合计占流动资产的比重在 90%以上。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
流动资产/总资产	93.04	89.36	88.60	88.51
存货/流动资产	63.75	60.40	64.53	63.56
货币资产/流动资产	18.33	16.08	15.40	14.36
其他应收款/流动资产	10.69	17.74	13.94	14.49
（存货+货币资金）/流动资产	82.08	76.48	79.93	77.92
开发产品	183.03	202.45	190.67	--
开发产品/存货	14.47	14.24	10.84	--

开发成本	1,066.56	1,195.54	1,539.28	--
开发成本/存货	84.32	84.09	87.54	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

存货方面，随着房地产业务规模的扩大，公司存货规模亦有所增长。随着项目的逐步去化，公司存货中开发产品占比有所下降，现房销售压力有所缓解。资产周转效率方面，公司周转效率仍有待提高。

表11：近年来公司周转率相关指标

	2017	2018	2019	2020.3
存货周转率（次/年）	0.25	0.31	0.28	0.11*
总资产周转率（次/年）	0.20	0.24	0.21	0.08*

注：标“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年得益于债务总量的控制，公司偿债指标有所优化，但仍有待进一步改善；公司债务结构实现优化，但融资成本仍处于高位

2019 年尽管土地和工程支出同比明显增长，但得益于全口径回款的增长，公司经营活动净现金流保持净流入状态。公司控制净融资规模，筹资活动净现金流呈小幅净流出状态。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.3
经营活动净现金流	88.19	218.31	153.96	12.72
销售商品、提供劳务收到的现金	573.66	793.63	833.49	134.36
投资活动净现金流	-320.18	-158.72	-64.19	-42.11
筹资活动净现金流	397.13	-62.91	-48.61	-15.20
总债务	1,136.58	1,132.27	1,153.95	1,167.87
短期债务	488.06	488.25	366.23	359.69
EBITDA	40.85	73.06	79.55	--
总债务/EBITDA	27.82	15.50	14.51	--
EBITDA 利息倍数	0.58	0.83	0.93	--
货币资金/短期债务	0.75	0.78	1.15	1.15
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.98	1.43	1.38	2.17*
经调整 EBIT 利息倍数	1.51	1.72	1.79	

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2019 年以来公司调整投资节奏，控制有息债务总量，债务规模基本保持稳定，根据公司年报，2020

年公司将保持有息债务不增加。2019 年末公司短期债务占比为 31.74%，债务期限结构有所改善，但短期债务占比仍较高，其中截至 2020 年 5 月 27 日，公司一年内自然到期的债券 25.44 亿元，一年内含权到期的债券 132.60 亿元，面临一定的偿付和回售压力。从融资渠道来看，2019 年公司银行贷款、债券（境内外）和非银行类贷款占比分别为 47.28%、27.78%和 24.94%，平均融资成本下降 23 个基点至 7.71%，但仍处于高位。

2019 年公司盈利能力小幅提升，得益于债务和融资成本的控制，公司 EBITDA 偿债指标有所提高，销售商品、提供劳务收到的现金对总债务的覆盖能力有所提高，但仍有待进一步改善。此外，公司货币资金对短期债务的覆盖能力有所提高，且处于良好水平。

公司对外担保规模较大，关注或有负债风险；公司控股股东股份质押比例高，关注其备用流动性情况

财务弹性方面，截至 2019 年末，公司取得的银行授信总额为 1,078.23 亿元，未使用授信余额为 474.57 亿元。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产规模为 984.63 亿元，占同期末资产总额比重为 32.02%，主要为货币资金、存货和投资性房地产。

此外，截至 2020 年 6 月 20 日，公司控股股东福建阳光集团有限公司及其全资子公司和一致行动人持有公司 43.98%的股权，其中 85.87%已被质押，中诚信国际关注公司控股股东的备用流动性情况。

或有负债方面，截至 2019 年末，公司对外担保 94.42 亿元，主要为对合联营企业的担保，占公司净资产的 18.55%。此外，当期末公司不存在重大未决诉讼²。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2017~2020 年 5 月 6 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支

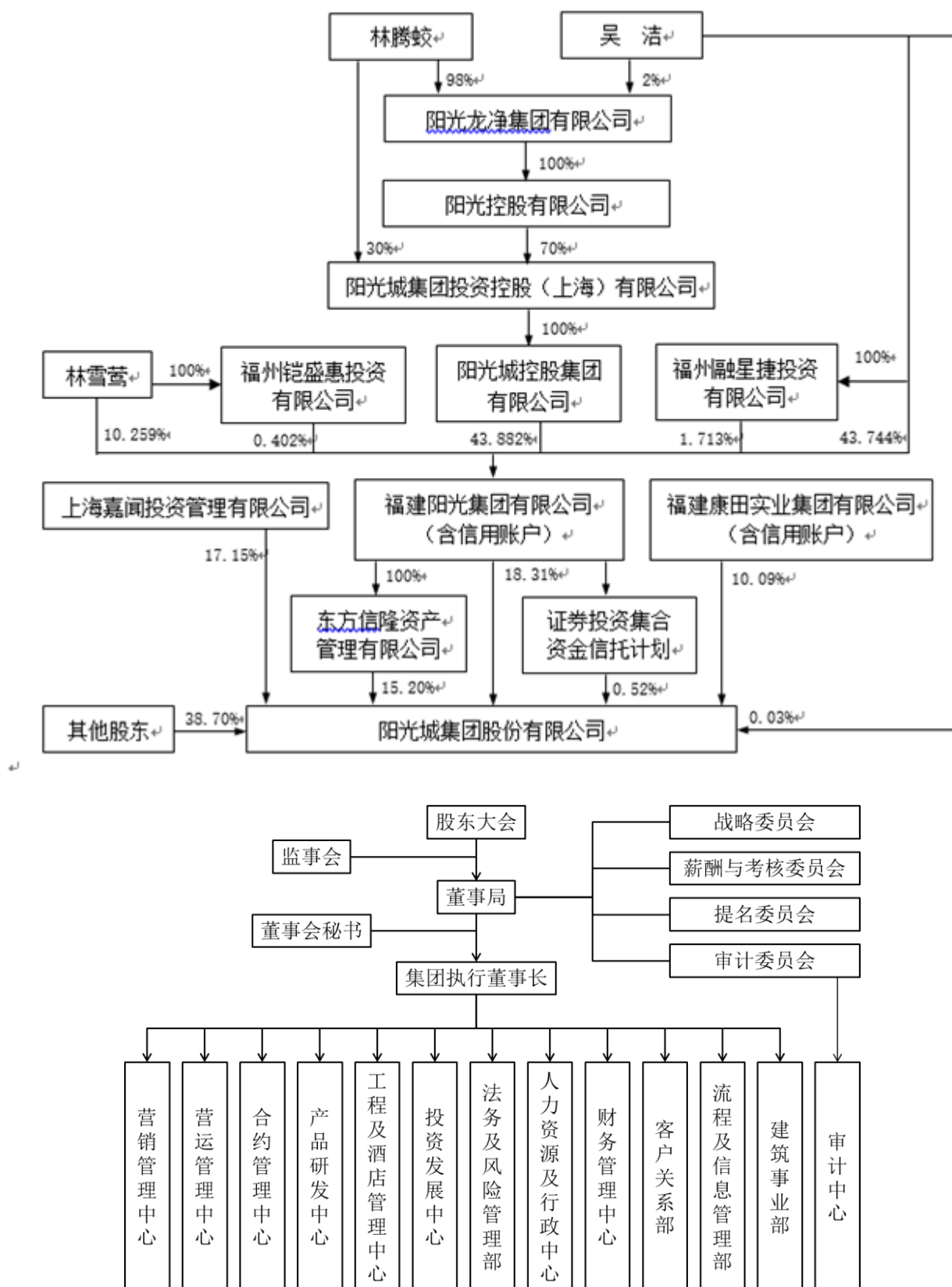
付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持阳光城集团股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望由稳定调整为正面；维持“18 阳城 01”、“18 阳城 02”、“19 阳城 01”和“19 阳城 02”的债项信用等级为 **AA⁺**。

² 公司涉案金额超过公司最近一期经审计合并报表归属母公司净资产 10%以上的事项视为重大诉讼仲裁事项。

附一：阳光城集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年末）



资料来源：公司提供

附二：阳光城集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	3,637,350.92	3,784,831.79	4,197,819.58	4,138,098.27
其他应收款	2,121,724.53	4,174,419.14	3,799,216.99	4,175,636.09
存货净额	12,649,051.05	14,217,168.62	17,583,853.00	18,418,074.15
长期投资	217,564.50	972,808.63	1,507,197.39	1,744,985.51
固定资产	352,809.83	333,604.38	414,944.56	412,995.47
在建工程	1,630.36	1,630.36	4,726.41	5,270.76
无形资产	79,900.05	82,198.25	99,362.68	98,407.23
投资性房地产	552,896.89	857,495.18	1,162,071.42	1,162,071.42
总资产	21,325,007.03	26,339,662.64	30,755,188.39	32,550,117.42
预收款项	4,015,111.93	6,212,070.18	8,010,633.04	8,546,636.90
其他应付款	1,355,558.00	2,153,942.81	3,106,767.11	3,909,099.61
短期债务	4,880,611.97	4,882,480.34	3,662,277.85	3,596,894.92
长期债务	6,485,235.01	6,440,228.07	7,877,180.43	8,081,820.56
总债务	11,365,846.99	11,322,708.40	11,539,458.28	11,678,715.48
净债务	7,728,496.07	7,537,876.61	7,341,638.69	7,540,617.21
总负债	18,268,048.79	22,236,682.20	25,665,310.45	27,183,453.10
费用化利息支出	39,169.43	67,343.39	99,768.18	--
资本化利息支出	662,371.15	816,014.31	759,000.00	--
所有者权益合计	3,056,958.24	4,102,980.44	5,089,877.94	5,366,664.32
营业总收入	3,316,313.02	5,647,009.07	6,104,937.13	671,487.08
经营性业务利润	345,975.71	685,881.09	668,940.97	29,381.86
投资收益	7,001.86	5,453.86	81,408.85	41,555.89
净利润	222,835.23	390,636.40	432,136.07	44,659.11
EBIT	399,546.37	706,262.86	776,830.47	--
EBITDA	408,525.44	730,635.48	795,509.72	--
销售商品、提供劳务收到的现金	5,736,563.00	7,936,321.61	8,334,864.87	1,343,580.83
经营活动产生现金净流量	881,898.18	2,183,111.41	1,539,602.24	127,219.68
投资活动产生现金净流量	-3,201,834.62	-1,587,186.11	-641,921.34	-421,081.24
筹资活动产生现金净流量	3,971,326.02	-629,108.06	-486,136.75	-151,972.09
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	25.08	26.06	26.58	25.71
期间费用率(%)	6.83	6.99	9.27	15.39
EBITDA 利润率(%)	12.32	12.94	13.03	--
净利润率(%)	6.72	6.92	7.08	6.65
总资产收益率(%)	2.39	2.96	2.72	--
存货周转率(X)	0.25	0.31	0.28	0.11*
资产负债率(%)	85.66	84.42	83.45	83.51
总资本化比率(%)	78.80	73.40	69.39	68.52
净负债率(%)	252.82	183.72	144.24	140.51
短期债务/总债务(%)	42.94	43.12	31.74	30.80
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.19	0.13	0.04*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.18	0.45	0.42	0.14*
经营活动净现金流/利息支出(X)	1.26	2.47	1.79	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.98	1.43	1.38	2.17*
总债务/EBITDA(X)	27.82	15.50	14.51	--
EBITDA/短期债务(X)	0.08	0.15	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.58	0.83	0.93	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	1.51	1.72	1.79	--

注：公司 2020 年 1~3 月报表未经审计；因缺乏相关数据，2020 年 1~3 月部分指标无法计算；加“*”数据已经年化处理；中诚信国际将公司其他流动负债中有息债务调至短期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	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+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	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
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。