

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2020】117号

阳光城集团股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“20 阳城 01”和“20 阳城 02”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“20 阳城 01”和“20 阳城 02”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年六月十九日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与阳光城集团股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司
2020年6月19日



阳光城集团股份有限公司主体及 相关债项 2020 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果			跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定			2020/6/19	AAA/稳定	赵一统	范新悦
赵一统			范新悦			
范新悦						
债项信用			评级模型			
债项简称			1.基础评分模型			
跟踪评级结果	上次评级结果		一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
20 阳城 01	AAA	AAA	规模和市场地位	资产总额 (亿元)	15.00	15.00
20 阳城 02	AAA	AAA		营业收入 (亿元)	10.00	10.00
				合同销售金额 (亿元)	10.00	10.00
				多样性	20.00	20.00
主体概况			盈利能力和运营效率	净资产收益率 (%)	15.00	11.39
				净利润 (亿元)	10.00	8.45
				存货周转率 (次)	5.00	3.09
阳光城集团股份有限公司 (以下简称“阳光城”或“公司”) 主要经营房地产开发业务, 第一大股东福建阳光集团有限公司直接和间接共持有 33.94%股份, 实际控制人为自然人吴洁。			债务负担与保障程度	剔除预收款项后的资产负债率 (%)	7.50	3.85
				货币资金/短期有息债务 (倍)	7.50	4.63
			2.基础模型参考等级			
			3.评级调整因素			
			4.主体信用等级			
			注: 最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定, 可能与评级模型输出结果存在差异			

评级观点

跟踪期内, 阳光城房地产项目继续布局大福建、长三角、珠三角、京津冀等区域一二线城市和中西部核心二线城市, 市场竞争力仍然很强; 公司房地产合同销售金额和合同销售面积显著增长, 为未来业绩的实现提供了有力支出; 在建及拟建项目中一二线城市占比较高, 未来可售面积充足, 有利于业务的持续发展; 盈利能力仍然很强; 另一方面, 新冠肺炎疫情将对公司短期内的施工、销售、回款及结转进度带来不利影响; 部分在建和拟建项目位于三四线城市, 将面临去化压力; 项目未来投资规模较大, 在当前房地产市场调控政策环境下, 面临资金压力; 资产受限比例较高, 有息债务规模较大, 未来两年存在集中偿付压力。

综合分析, 公司抗风险能力极强, 相关债券到期不能偿付的风险极小。

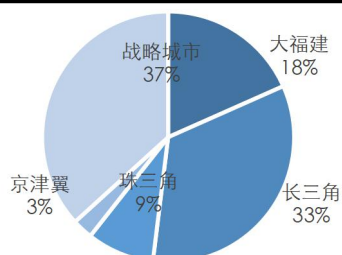
同业比较

项目	阳光城	金科股份	融信集团	正荣地控	时代控股
资产总额	3075.52	3216.05	2001.90	1539.27	1539.69
营业收入	610.49	677.73	516.47	320.43	425.51
全口径合同销售金额	2110.3	1803.4	1413.2	1408.0	783.6
净资产收益率	8.49	22.46	21.70	14.75	22.36
净利润	43.21	63.57	69.47	30.10	62.28
剔除预收款项后的资产负债率	70.98	64.49	59.77	66.33	71.15

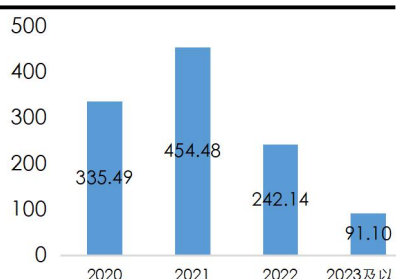
注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定, 数据来源自各企业公开披露的 2019 年数据, 东方金诚整理

主要指标及依据

2019 年房地产销售区域分布



2019 年末债务期限结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	2132.50	2633.97	3075.52	3255.01
所有者权益(亿元)	305.70	410.30	508.99	536.67
全部债务(亿元)	1134.89	1126.13	1123.21	1138.55
营业总收入(亿元)	331.63	564.70	610.49	67.15
利润总额(亿元)	36.04	63.89	67.71	7.23
经营性净现金流 (亿元)	88.19	218.31	153.96	12.72
营业利润率 (%)	17.26	19.04	20.17	19.49
资产负债率 (%)	85.66	84.42	83.45	83.51
流动比率 (%)	169.44	150.08	154.17	151.73
全部债务/EBITDA (倍)	27.78	15.41	14.12	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.58	0.83	0.93	-

注: 表中数据来源于公司 2017 年~2019 年的审计报告及 2020 年 1~3 月未经审计的合并财务报表

优势

- 跟踪期内, 公司房地产业务继续布局大福建、长三角、珠三角、京津冀等区域的一二线城市和中西部核心二线城市, 仍具有很强的市场竞争力;
- 受益于良好的项目布局, 2019 年, 公司合同销售金额及销售面积均有所增长, 较大规模的预收款项为未来业绩的实现提供了有力支撑;
- 公司在建及拟建项目中位于福州、上海、杭州和长沙等一二线城市的项目占比较高, 未来可售面积充足, 有利于房地产业务的持续发展;
- 2019 年, 公司营业收入和利润总额继续增长, 盈利能力仍然很强。

关注

- 新冠肺炎疫情将对公司房地产业务短期内的施工、销售、回款及结转进度带来不利影响;
- 公司部分房地产项目位于三四线城市, 将面临销售去化压力;
- 公司在建及拟建项目未来投资规模仍然较大, 在房地产市场调控政策和行业融资环境趋紧背景下, 面临资金压力;
- 公司资产受限比例较高, 有息债务规模较大, 部分债务将集中于 2020 年~2021 年到期, 存在集中偿付压力。

评级展望

新冠肺炎疫情短期内将对公司销售、回款、施工及结转进度带来不利影响, 但随着 4 月份以来国内疫情得到缓和, 而公司在二线城市的土地储备充足, 预计未来仍将保持较好的盈利能力。公司评级展望为稳定。

评级方法及模型

《东方金诚房地产企业评级方法及模型 (RTFC010202004) 》

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AAA/稳定	"20 阳城 01" /AAA	2020/2/20	赵一统、范新悦	《东方金诚房地产企业评级方法及模型 (RTFC010201907) 》	阅读原文
AAA/稳定	"20 阳城 02" /AAA	2020/2/20	赵一统、范新悦	《东方金诚房地产企业评级方法及模型 (RTFC010201907) 》	阅读原文

注: 自 2020 年 2 月 20 日 (首次评级), 阳光城主体信用等级未发生变化, 均为 AAA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 阳城 01	2020/2/20	12	2020/4/24-2024/4/24	无	-
20 阳城 02	2020/2/20	8	2020/4/24-2025/4/24	无	-

注：“20 阳城 01”附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，“20 阳城 02”附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

跟踪评级原因

根据相关监管要求及阳光城集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)和阳光城集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)(品种二)的跟踪评级安排,东方金诚基于阳光城集团股份有限公司(以下简称“阳光城”或“公司”)提供的 2019 年度审计报告、2020 年一季度财务报表以及相关经营数据,进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

阳光城主营房地产开发业务,第一大股东为福建阳光集团有限公司¹(以下简称“福建阳光”),实际控制人为自然人吴洁。

跟踪期内,阳光城控股股东及实际控制人未发生变化。截至 2020 年 3 月末,阳光城总股本为 40.93 亿股。第一大股东福建阳光直接及间接共持有阳光城 33.94%股份,同时福建阳光一致行动人福建康田实业集团有限公司²(以下简称“康田实业”)持有发行人 10.06%的股份,因此,福建阳光合计享有公司 44.00%的表决权。阳光城实际控制人为自然人吴洁(股权结构详见附件一)。截至 2020 年 4 月 18 日,福建阳光和其全资子公司东方信隆资产管理有限公司、一致行动人康田实业合计持有公司 18.01 亿股,其中已质押股份 16.33 亿股,占其所持持股比例的 90.71%,占公司总股本的 39.91%。

跟踪期内,公司仍以房地产开发为主业,辅以商业运营和物业服务。公司房地产开发以住宅产品为主,项目已布局国内福州、杭州、上海、绍兴、佛山、广州、长沙、重庆、南宁、郑州、乌鲁木齐、天津、湖州、成都、西安等 97 个城市,以一二线城市为主,并选择性地布局核心一二线城市周边的部分三线城市。根据克而瑞研究中心公布的《2019 年度中国房地产企业销售 TOP200 排行榜》,2019 年阳光城全口径和权益合同销售金额分别为 2110.3 亿元和 1351.4 亿元³,分别排名第 13 位和第 14 位。

截至 2020 年 3 月末,阳光城资产总额 3255.01 亿元,所有者权益 536.67 亿元,资产负债率为 83.51%;纳入合并报表范围的直接及间接控股子公司共 758 家。2019 年及 2020 年 1~3 月,公司实现营业总收入分别为 610.49 亿元和 67.15 亿元,利润总额分别为 67.71 亿元和 7.23 亿元。

¹ 福建阳光集团有限公司:吴洁直接或间接持有 45.46%的股权,阳光城控股集团有限公司持有 43.88%的股权,自然人林雪莺持有 10.66%的股权,根据吴洁与阳光城控股集团有限公司实际控制人林腾蛟先生签署的《一致行动协议》安排,吴洁享有 89.34%的表决权,为福建阳光的控股股东和实际控制人。

² 2008 年 5 月 5 日,福建阳光与康田实业签署了《一致行动协议》,约定康田实业在发行人资本运作过程中(包括历次股东大会决策程序中)与福建阳光保持一致行动(包括但不限于表决权上的一致性,包括涉及福建阳光及其关联方与上市公司的关联交易决策事项时的回避表决)。一致行动的期限自康田实业成为发行人的股东之日起至福建阳光不再为发行人的控股股东之日或康田实业不再持有发行人股权之日止。

³ 数据来自于公司公告的《阳光城集团股份有限公司关于 2019 年 12 月份经营情况的公告》。

公司债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2020〕468号”文核准，公司获准公开发行不超过人民币80亿元的公司债券。其中第一期20亿元已于2020年4月24日发行，分为两种品种。其中品种一即“20阳城01”，票面利率6.95%，到期日为2024年4月24日，附第2年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付；品种二即“20阳城02”，票面利率7.30%，到期日为2025年4月24日，附第3年末公司调整票面利率选择权、赎回选择权及投资者回售选择权，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

截至本报告出具日，上述债券所募集资金已全部用于偿还到期或回售的债券，上述债券均未到本息偿付日。

经营环境

宏观经济和政策环境

一季度GDP同比首次出现负增长，海外疫情蔓延会制约二季度经济反弹

一季度必要的疫情防控措施对消费、投资及对外贸易活动造成严重冲击。3月以来国内疫情进入稳定控制阶段，复工复产加速，但在海外疫情急剧升温、国际金融市场剧烈动荡背景下，国内经济回升势头受到较大影响，一季度GDP同比出现有历史记录以来的首次负增长，降至-6.8%。二季度国内消费回补、投资加速态势会进一步明显，但欧美疫情仍处高发期，5月之后我国出口会出现更大幅度下滑，我们估计当季GDP同比增速仅将回升至3.0%左右。若全球疫情在上半年晚些时候得到基本控制，下半年国内宏观经济有望出现接近两位数的反弹，全年GDP增速将在3.5%左右。

财政政策担纲、宽信用发力，一揽子宏观政策力度明显加大

为应对疫情冲击，5月两会推出一揽子宏观政策，主要包括上调财政赤字率目标、扩大新增地方政府专项债规模及发行特别国债，以及继续实施降息降准和再贷款等，合计财政支持力度达到名义GDP的8.6%，已接近2008~2009年全球金融危机时期水平。下一步大幅减税降费、扩大基建支出、大规模发放招工及稳岗补贴，以及适度放松汽车及商品房限购等措施有望陆续落地。未来货币政策实施力度也会加大，降息降准将持续推进，M2和社融增速将显著高于上年水平（分别为8.7%和10.7%），我们估计年末两项指标有可能分别达到14.0%和15.0%左右。同时，在“房住不炒”原则下，央行将继续坚守不搞大水漫灌底线。

行业分析

公司主要从事房地产开发业务，所属行业为房地产行业。

房地产行业

新冠肺炎疫情对房地产短期销售产生较大冲击，但3月已开始改善，随着国内疫情的缓解，预计在政策维稳、按揭投放趋稳及需求回补的影响下，二季度销售增速将有望持续修复

疫情期间，大多数省市线下售楼处和中介门店暂时关闭，房企推盘数量显著下滑，国内商品房销售受到较大影响。2020年1~3月，全国商品房累计销售面积21978.32万平方米，同比下降26.3%；商品房销售额20364.86亿元，同比下降24.7%。此外，3月1日以来，30大中城市商品房销售面积已恢复至去年同期50%以上，销售情况正逐步好转。

预计二季度随着国内疫情的缓解，各城市继续复工，供给和需求均将集中释放，商品房销售面积增速有望明显修复。2月中下旬以来，除疫情严重的湖北省外，各城市已逐步复工，大部分城市售楼处陆续开放，房企积极推出线上售房、无理由退房、打折促销“以价换量”等营销策略，“渡难关”因城施策密集实施释放出一定程度托底及维稳的信号，“三稳”基调不变，按揭投放趋稳，加之货币政策和局部地区政策边际宽松可期，二季度销售增速料将有望修复。

图表1 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



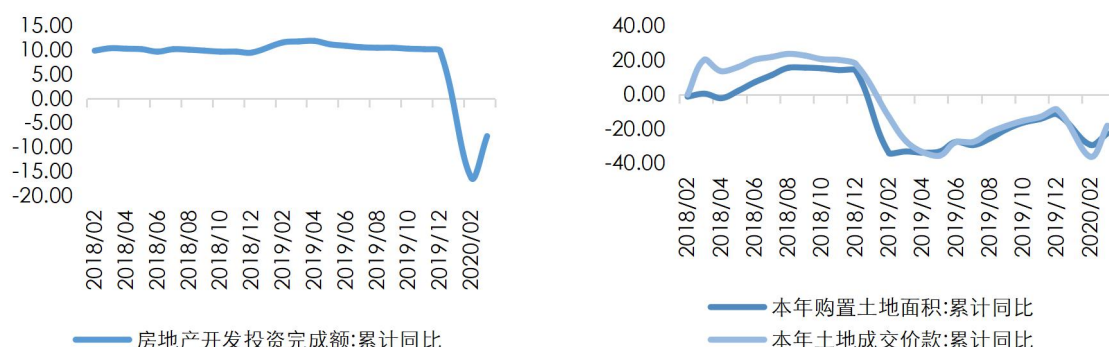
数据来源：Wind

2020年一季度疫情使得房企短期销售及回款承压，影响拿地、开复工意愿，行业投资增速首次负增长，随着国内疫情的缓解，预计二季度投资增速在销售回款增加、拿地及开复工回暖的情况下将有望改善

疫情使得房企销售及回款承压，开复工延缓，影响拿地意愿，房地产开发投资累计增速在2月份首次负增长；2020年1~2月，房地产开发投资完成额10115亿元，同比增速-16.3%。随着3月国内房地产项目有序复工，土地购置及建安支出增加，房地产开发投资增速有所改善；其中3月开发投资完成额11848亿元，同比增长1.15%，单月同比增速回正。

4月份以来国内疫情的缓解，预计二季度，随着各地复工进度加快及复工率的提升，在部分地方政府适度支持政策以及整体宽松的融资环境下，房企土地购置、新开工及施工将在销售回暖的条件下将继续得到改善；复工程度的增加及结转高峰的到来对竣工增速提升亦可提供保障，总体来看，预计房地产投资增速将进一步向上修复。

图表2 全国房地产开发投资及土地购置情况 (%)



数据来源: Wind

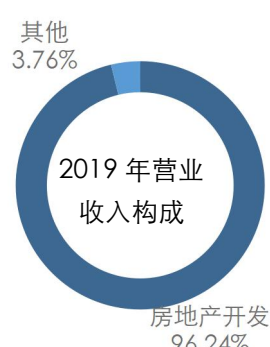
业务运营

经营概况

公司营业收入和毛利润仍主要来源于房地产开发业务, 2019 年公司营业收入和毛利润均有所增长, 毛利率同比略有提升

2019 年, 公司营业收入和毛利润分别为 610.49 亿元和 162.29 亿元, 同比分别增长 8.11% 和 10.27%, 主要是房地产项目结转收入和利润的增加所致。其中房地产开发业务仍是公司收入和利润的最主要来源。同期, 公司综合毛利率为 26.58%, 同比增加 0.48 个百分点。2020 年 1~3 月, 公司实现营业收入 67.15 亿元, 同比增长 11.76%; 毛利率为 25.71%, 同比下降 1.67 个百分点。

图表3 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况 (单位: 亿元、%)



类别	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	327.21	98.67	555.01	98.28	587.53	96.24	62.82	93.55
其他	4.42	1.33	9.69	1.72	22.96	3.76	4.33	6.45
合计	331.63	100.00	564.70	100.00	610.49	100.00	67.15	100.00
类别	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房地产开发	80.39	24.57	142.34	25.65	150.02	25.53	15.83	25.20
其他	2.78	62.78	4.81	49.66	12.24	53.32	1.43	33.03
合计	83.16	25.08	147.15	26.06	162.26	26.58	17.26	25.71

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

房地产开发

跟踪期内, 公司房地产业务继续布局大福建、长三角、珠三角、京津冀等区域的一二线城市和中西部核心二线城市, 项目开发经验丰富, 仍具有很强的市场竞争力

阳光城具有房地产开发一级资质, 具备多业态综合开发能力, 项目业态以住宅产品为主, 涉及少量商业、写字楼等。跟踪期内, 公司继续深耕长三角、珠三角、京津冀、大福建和战略

城市点，巩固“3+1+X”的多元化城市布局。房地产项目已布局国内的福州、杭州、上海、绍兴、佛山、广州、长沙、重庆、南宁、郑州、乌鲁木齐、天津、湖州、成都、西安等97个城市，以一二线城市和中西部核心二线城市为主，并选择性地布局核心一二线城市周边的部分三线城市。

2019年阳光城位列中国房地产开发企业500强榜单第14位，仍位居2019中国房地产上市公司A股十强。在克而瑞公布的《2019年度中国房地产企业销售TOP200排行榜》和《2020年度中国房地产企业销售TOP200排行榜》，阳光城全口径合同销售金额分别位列第13位和第14位，市场竞争地位稳固。

公司房地产项目开发经验丰富，已形成了较为成熟的满足不同层次需求的产品体系，主要包括“城市新筑”、“浪漫城邦”、“时尚公寓”和“生态住宅”等住宅系列以及商务办公、商业综合体、星级酒店等商业系列。2019年4月，成立绿色智慧家研究院，有序推动绿色智慧家战略落地，截至2019年末，全国落地授牌的“绿色智慧家”项目44个，总建筑面积530万平方米，总共服务15万阳光城业主。

2019年公司合同销售金额、合同销售面积均有所增长，剩余可售面积仍较为充足，对未来销售提供一定保障，但部分项目位于三四线城市，新冠肺炎疫情对短期销售及回款形成负面影响，公司短期内销售稳定性面临一定挑战

随着区域业务的深耕和布局的扩张，跟踪期内，公司合同销售金额和合同销售面积同比均保持增长，销售价格小幅下降。2019年，公司全口径合同销售金额和合同销售面积分别为2110.31亿元和1713.27万平方米，同比分别增长29.58%和35.29%；销售均价为12317.44元/平方米，销售价格同比略有下降，主要是位于三四线城市的项目销售金额占比提升所致。

销售回款方面，2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为833.49亿元，为同期合并口径合同销售金额的80.50%，销售回款速度尚好。2020年国内新冠肺炎疫情爆发期间，对公司一季度项目销售带来一定不利影响。2020年1~3月，公司全口径合同销售面积和金额同比分别增长3.38%和下降16.77%。4月份以来，国内疫情的缓和，以及公司加强线上营销力度，2020年1~4月，公司全口径合同销售面积和金额分别为401.21万平方米和450.31亿元，同比变化率分别为4.30%和-10.22%，均较前三月有所回升。

图表4 公司房地产开发业务合同销售及回款情况（单位：亿元、%、万平方米、元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月
全口径合同销售面积	659.40	1266.40	1713.27	266.98
其中：权益合同销售面积	606.67	895.11	1095.61	163.72
全口径合同销售金额	915.30	1628.56	2110.31	283.33
其中：权益合同销售金额	842.10	1183.25	1351.43	184.22
平均合同销售价格（全口径）	13880.80	12859.86	12317.43	10612.44
合并口径合同销售金额	696.19	988.33	1035.39	151.96
销售商品、提供劳务收到的现金/合并口径销售金额	82.40	80.30	80.50	88.42

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司房地产项目销售区域主要集中在大福建、长三角、珠三角、京津冀等区域的一二线城市。近年来，公司项目布局向中西部城市拓展，在长沙、重庆、南宁、郑州、西安等中西部内地区的销售金额占比有所提高；在以福州、厦门为代表的福建地区以及长三角区域合同销售金额比重有所下降，但占比仍较高。截至2019年末，公司口径已完工项目合计75个，主要位于福州、厦门、上海、杭州、广州、宁波、嘉兴、郑州、成都等城市，规划计容建筑面积1086.72万平方米，剩余未售面积133.16万平方米，去化率约88%。

图表5 公司全口径房地产开发项目分区域销售情况（单位：亿元、%）

区域	2019年			2020年1~3月		
	金额	面积	金额占比	金额	面积	金额占比
大福建	387.15	322.17	18.35	48.38	32.70	17.08
长三角	709.18	388.78	33.61	84.04	49.69	29.66
珠三角	182.64	136.31	8.65	28.27	25.80	9.98
京津冀	55.60	41.20	2.63	5.30	5.05	1.87
战略城市	775.74	824.80	36.76	117.36	153.75	41.42
合计	2110.31	1713.27	100.00	283.33	266.98	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建及拟建项目中位于福州、上海、杭州、长沙等一二线城市的项目占比仍然较高，未来可售面积充足，但部分项目位于三四线城市，叠加新冠疫情的影响，短期内公司房地产项目去化及回款将面临一定压力

2019年，阳光城全口径新开工面积有所下降，竣工面积保持增长。2020年一季度，受疫情影响，公司推盘销售节奏有所放缓。4月份以来随着国内疫情的缓和，公司项目已全部开工。

截至2019年末，公司房地产全口径项目剩余未售建筑面积4101.20万平方米，预估剩余未售货值5551.37亿元，其中完工项目、在建项目和拟建项目全口径剩余未售货值分别为191.48亿元、3395.64亿元和1964.25亿元；权益剩余未售面积2562.44万平方米，预估权益剩余未售货值3441.09亿元，主要位于一、二线城市，业态以住宅为主。

截至 2019 年末，公司全口径在建项目合计 226 个，在建项目全口径剩余未售面积 2805.31 万平方米，预估剩余未售货值 3395.64 亿元，其中权益剩余未售面积 1881.70 万平方米，预估权益剩余未售货值 2289.93 亿元，以长沙、重庆、西安、佛山、北京、广州、福州等代表的一二线城市项目权益剩余可售货值占比约 75%，比重较高，以北海、宜昌、蚌埠、晋中等为代表的三四线及以下城市项目权益剩余可售货值约 25%。

截至 2019 年末，公司全口径拟建项目合计 44 个，总未售面积 1111.77 万平方米，其中权益未售面积 557.80 万平方米，预估权益未售货值 1030.55 亿元，业态以住宅为主，以一二线城市项目居多，其中以广州、深圳等为主的一线城市项目未来可售货值占约 38%，以昆明、西安、福州、杭州等为主的二线城市项目未来可售货值约 37%；一二线城市合计占比约 75%。公司全口径房地产项目楼面地价 4355.78 元/平方米，而 2019 年公司全口径合同销售均价 12317.43 元/平方米，地售比较好。

图表 6 2019 年末公司房地产全口径可售项目情况及开工进度（单位：万平方米、亿元）

类别	总可售面积	剩余未售面积 ⁴	剩余未售货值	权益剩余未售面积	权益剩余未售货值
完工项目	1117.99	184.12	191.48	122.94	120.61
在建项目	5319.80	2805.31	3395.64	1881.70	2289.93
拟建项目	1126.80	1111.77	1964.25	557.80	1030.55
合计	7564.59	4101.20	5551.37	2562.44	3441.09

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~3 月
新开工面积（全口径）	736.91	2721.75	1722.00	288.00
竣工面积	203.43	398.88	528.56	121.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

整体来看，公司剩余可售面积较为充足，其中福州、广州、长沙、南宁和重庆等一二线城市项目占比较高，对未来销售提供支撑，但部分位于三四线城市项目销售去化面临一定挑战。2020 年一季度，新冠肺炎疫情的负面影响使公司推盘销售节奏短期内有所放缓且销售回款面临一定压力。但 4 月份以来，随着国内疫情的缓和，公司房地产开发项目均已复工，未来随着项目赶工及加大推盘力度，长期来看影响可控。

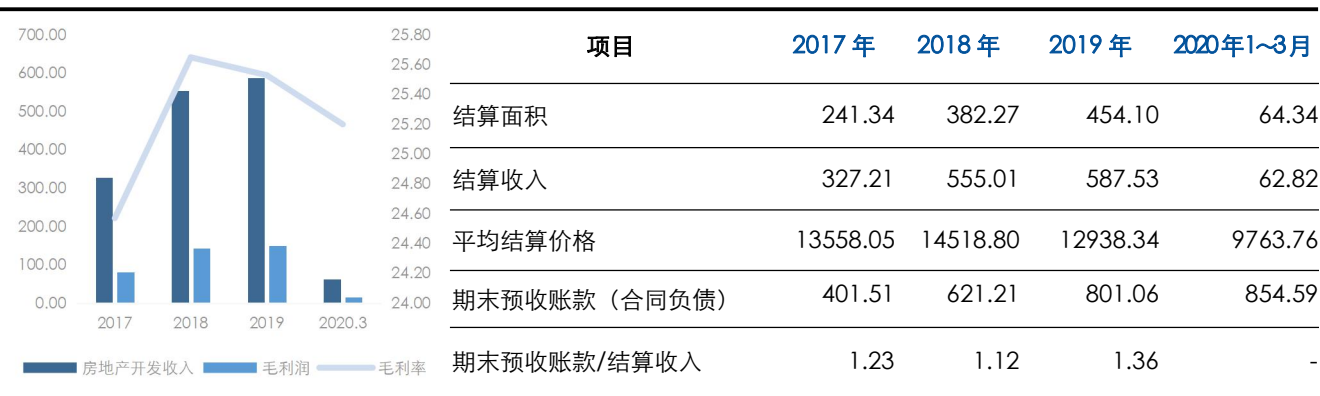
跟踪期内，公司房地产开发业务收入和毛利润持续提升，业务获利能力很强，但疫情影响部分项目施工、竣工及结转进度，短期内对业务获利稳定性形成不利影响，随着国内疫情的缓和，较大规模的预收款项为未来业绩的实现提供了有力支撑

2019 年，受益于结算面积的提升，阳光城房地产开发业务收入和毛利润均保持增长，业务毛利率略有提高，业务获利能力仍然很强。2019 年房地产开发业务收入 587.53 亿元，同比增长 5.86%；毛利润 150.02 亿元，同比增长 5.40%；毛利率 25.53%，相对稳定。截至 2019 年末，公司预收款项 801.06 亿元，预收款项是当期结算收入的 1.36 倍，为未来收入及毛利润的实现提供了有力支撑。2020 年 1~3 月，国内新冠肺炎疫情爆发期间，对公司部分项目施工、竣工及结转进度形成负面影响，短期内对收入及毛利润的稳定性形成一定不利影响。4 月份以来随

⁴ 其中已完工项目和在建项目剩余可售面积包括已开工项目待售面积和尚未开工待开发地块面积。

随着国内疫情的缓和，公司项目均已复工，长期来看影响可控。

图表7 公司房地产开发业务收入及结算情况（单位：亿元、%、万平方米、元/平方米）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

为了实现房地产业务规模的快速扩张，公司通过招拍挂、合作开发、收并购、一二级联动等多元化方式获得土地。2019年以来，公司拿地面积有所下降，其中招拍挂拿地占比继续下降。2019年和2020年1~3月，公司收并购方式拿地面积占比分别为29.20%和18.91%，占比继续下降。同期，公司全口径新增项目平均楼面地价分别为5167.86元/平方米和5511.38元/平方米，相比2018年的4204.42元/平方米，有较大的增长，一方面是近年来土地价格总体有所上升，另一方面公司加大一二线城市拿地力度。为应对疫情对经营的影响，在保证现金流安全的前提下，2020年公司投资将更为谨慎适当拿地。

图表8 2017年~2019年及2020年1~3月公司拿地概况（单位：个、万平方米、亿元）

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1~3月
项目数量	120	80	69	14
计容建筑面积	2021.63	1332.52	1268.65	280.37
其中：公开招拍挂	947.34	823.70	568.24	177.21
权益土地出让金	723.63	306.48	491.77	105.95
其中：公开招拍挂	217.66	193.98	348.16	85.92

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建拟建项目未来投资规模较大，在房地产市场调控政策和融资环境趋紧的背景下，面临较大的资金压力

截至2019年末，阳光城合并口径在建项目计划总投资额2868.54亿元，已累计投入1,789.58亿元，尚需投资额1078.96亿元，资金来源主要为自有资金、商品房预售款、银行贷款和债券等其他外部融资。拟建项目计划总投资额684.02亿元，已累计投资229.82亿元，尚需投资额454.20亿元，在房地产市场调控政策和融资环境趋紧背景下，公司在建及拟建项目未来投资金额较大，面临较大的资金压力。

对外投资

公司合作对象主要为行业内知名房企，项目主要位于清远、泉州、绍兴和南通等三四线城市，2019年以来为公司带来较大的投资收益，未来可售面积充足，楼面地价相对较低，整体风险可控

公司合作对象主要为全国及区域性房地产行业排名靠前房企，包括上海龙湖地产置业有限公司、四川蓝光发展股份有限公司、上海保利房地产开发有限公司、上海融创房地产开发有限公司、碧桂园控股有限公司、正荣地产控股股份有限公司、浙江德信置业有限公司等。公司按照对房地产项目的权益比例分摊土地及建安等成本核算投资收益。

截至2019年末，公司未纳入合并报表范围的参股在建项目117个，总可售面积2271.04万平方米，权益可售面积684.45万平方米，权益剩余未售面积353.76万平方米，其中以南宁、天津、福州和佛山等的一二线城市未来权益可售面积占比约40%，以清远、泉州、绍兴和南通等的三四线城市未来权益可售面积占比约60%，平均楼面地价⁵为5785.70元/平方米。

截至2019年末，公司未纳入合并报表范围的参股拟建房地产项目21个，总可售面积合计658.28万平方米，权益可售面积152.92万平方米，权益未售面积151.56万平方米。

2019年及2020年1~3月，公司对联营和合营企业的投资收益分别为7.07亿元和3.64亿元，随着参股公司项目逐渐进入结转，投资收益增长明显。考虑到公司参股在建项目较多且未来可售面积充足，随着合作开发在建项目的逐步完工和结转，预计公司投资收益在未来1~2年内有望进一步提升。

公司治理与战略

公司建立了较为完善的法人治理结构，管理团队稳定，充分授权和激励的管理机制有利于提升团队执行效率

公司建立了由股东大会、董事局、监事会和高级管理层组成的较为完善的法人治理结构体系，采用董事局、经营层、监事会各司其职，又相互监督的管理模式。公司现有经营管理团队主要来自于大型房企，从业经验丰富，团队分工明确，协作稳定。

公司实施充分授权和激励的管理机制。授权方面，董事局对经营层充分授权以高效发挥其治理职能，总部通过“授权体系”实施区域公司的扁平化管理。公司根据经营规模、团队等将区域公司划分为成熟区域、发展区域和新区域，对于成熟区域充分授权，对发展区域适度授权，对仍处于业务孵化阶段的新区域公司成立新区域管理中心协助其快速落地完善组织。激励方面，公司建立了从集团到区域、从全局到项目、从股权激励到经营评价、项目共赢（员工项目跟投计划）等多维度、多层次的激励考评体系，调动员工积极性，提升管理运营效率。

公司发展战略上聚焦房地产主业，注重产品品质提升和财务指标的改善

未来几年，公司将继续聚焦主业，深耕房地产业务，注重产品品质的提升和财务指标的改

⁵ 楼面地价为以权益总可售面积为权重的各项目楼面地价的平均值，剔除了代建代售项目。

善，实现高品质的发展和有质量的增长。投资策略方面，公司以核心省会城市和地级市作为主要投资对象，在确保现金流安全的前提下，因城施策，通过招拍挂、收并购、一二级联动等多种方式获取项目，积极审慎地增加土地储备，同时加大投后项目管理，盘活资产。公司将调整激励体系，加大品质考核与利润考核，健全品质管理体系，提升产品力，同时做好增收节支、全面预算的管理工作，通过运营提速、优化管理来提升利润。

财务分析

财务概况

阳光城提供了 2019 年审计报告和 2020 年 1~3 月财务报表。立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2020 年 1~3 月财务报表未经审计。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的直接及间接控股子公司共计 552 家。

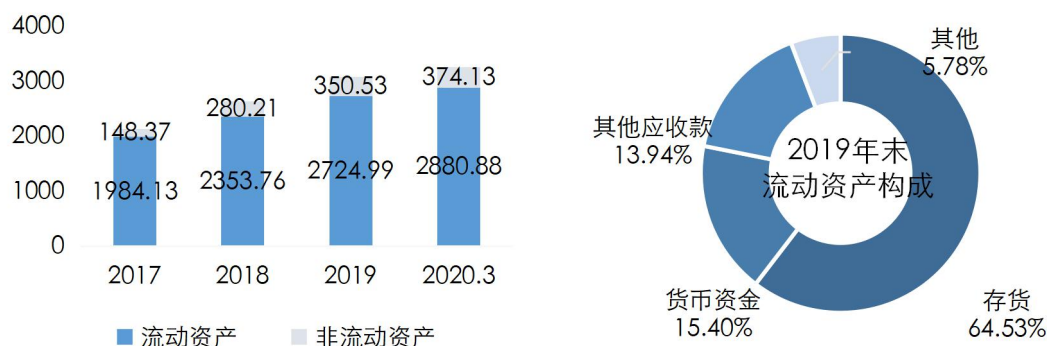
资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额继续保持增长，资产构成仍以存货等流动资产为主，受房地产合作开发项目增多影响，其他应收款保持较大规模，长期股权投资有所增长，资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成一定不利影响

公司资产总额持续增长，资产构成仍以流动资产为主。2019 年末，公司资产总额 3075.52 亿元，同比增长 16.76%，其中流动资产占比 88.60%。2020 年 3 月末，公司资产总额 3255.01 亿元，较期初增长 5.84%，流动资产占比 88.51%。

2019 年末，公司流动资产 2724.99 亿元，仍保持增长，主要由存货、其他应收款和货币资金等构成。随着经营规模扩大、房地产开发项目不断增多，公司存货规模持续增长，2019 年末存货账面余额为 1758.39 亿元，已计提 7.42 亿元跌价准备；2018 年和 2019 年，公司存货周转次数分别为 0.31 次和 0.28 亿元，周转效率有所下降；2020 年 3 月末存货 1831.10 亿元，较期初略有增长。2019 年末，公司货币资金 419.78 亿元，其中受限货币资金 52.87 亿元，包括贷款保证金、房地产开发保证金等。公司其他应收款主要由应收联营/合营企业款、合作方经营往来款、收购股权项目意向金等构成。因合作开发项目增多，近年来其他应收款总体有所增长且规模较大。2019 年末，其他应收款 379.96 亿元，仍呈现较大规模，已计提 3.16 亿元跌价准备；前五位应收单位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，合计 65.27 亿元，占期末余额的 17.04%；2020 年 3 月末，公司其他应收款 417.60 亿元，同比增长 9.91%。公司未纳入合并报表范围的参股在建及拟建项目的未来权益可售面积主要集中于二线城市，部分位于三四线城市。

图9 公司资产构成情况（单位：亿元）



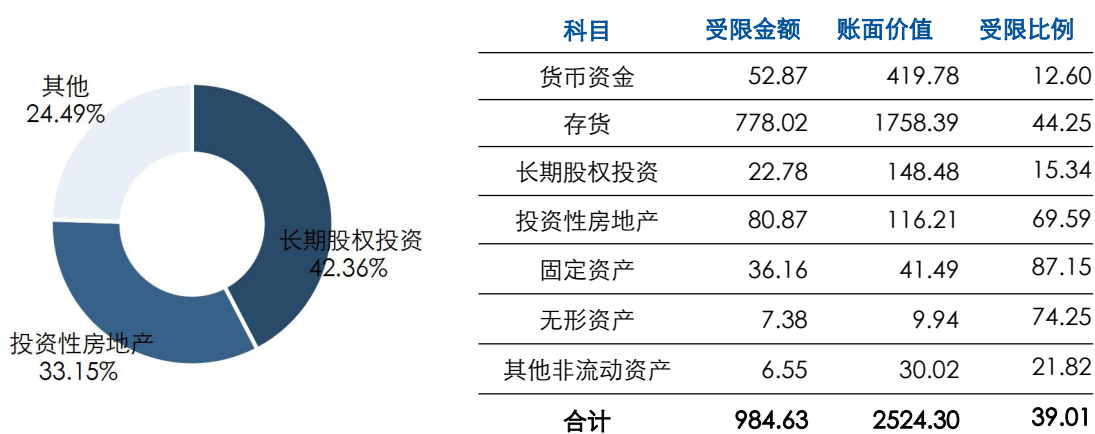
项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
货币资金	363.74	378.48	419.78	413.81
其他应收款	212.17	417.44	379.96	417.60
存货	1264.91	1421.72	1758.39	1831.10
流动资产合计	1984.13	2353.76	2724.99	2880.88
长期股权投资	18.75	93.00	148.48	172.41
投资性房地产	55.29	85.75	116.21	116.21
非流动资产合计	148.37	280.21	350.53	374.13
资产总额	2132.50	2633.97	3075.52	3255.01

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产保持增长,2019 年末和 2020 年 3 月末分别为 350.53 亿元和 374.13 亿元，主要由长期股权投资和投资性房地产等构成。长期股权投资主要为对合营企业和联营企业的投资，2019 年末和 2020 年 3 月末分别为 148.48 亿元和 172.41 亿元，较 2018 年末有所增长，主要系房地产合作开发项目增多所致。投资性房地产主要为用于对外出租的房屋和建筑物等，均以公允价值计量，业态以商业和办公为主，位于上海、广州、福州、重庆等一二线城市，2020 年 3 月末账面价值为 116.21 亿元。

从资产受限情况来看，截至 2019 年末，公司受限资产 984.63 亿元，主要由存货、投资性房地产、货币资金、固定资产、长期股权投资等构成，占对应资产账面价值的比例为 39.01%，占资产总额的比例为 32.02%，占净资产的比例为 193.45%。资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成一定不利影响。

图表 10 公司非流动资产构成及截至 2019 年末资产受限情况 (单位: 亿元、%)



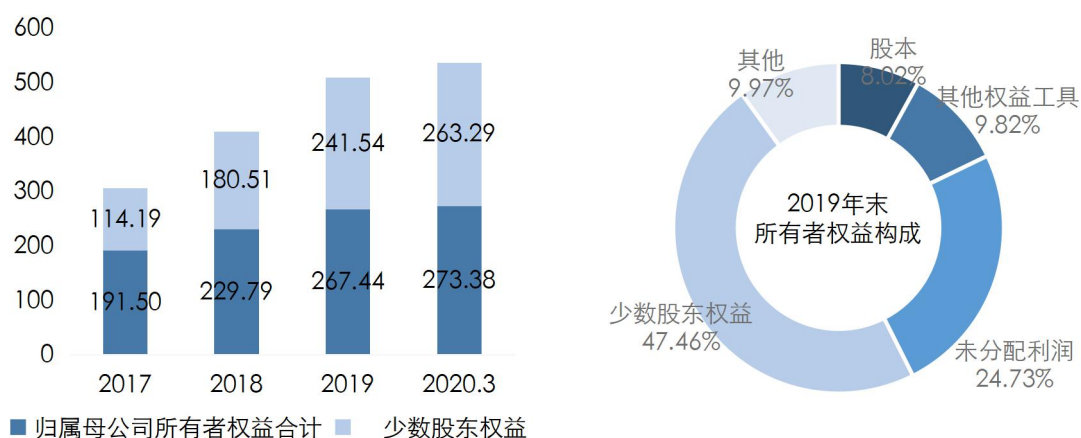
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

资本结构

受未分配利润积累以及少数股东权益增加等因素影响, 跟踪期公司所有者权益显著增长, 少数股东权益及未分配利润占比仍然较高

2019 年末及 2020 年 3 月末, 公司所有者权益显著增加, 主要来自于未分配利润的积累以及少数股东权益增加等因素的影响。2019 年末, 阳光城所有者权益为 508.99 亿元, 同比增长 24.05%。从所有者权益构成看, 其他权益工具为 50.00 亿元, 较期初未有变化; 受益于公司的经营积累, 2019 年末未分配利润为 125.87 亿元, 同比增长 37.60 亿元; 少数股东权益为 241.54 亿元, 同比增长 33.81 亿元, 主要系合作开发项目增加及公司收购、设立的非全资子公司增加所致。2020 年 3 月末, 公司所有者权益 536.67 亿元, 较 2019 年末增长 5.44%, 主要系少数股东权益和未分配利润的增长所致。

图表 11: 公司所有者权益情况 (单位: 亿元)

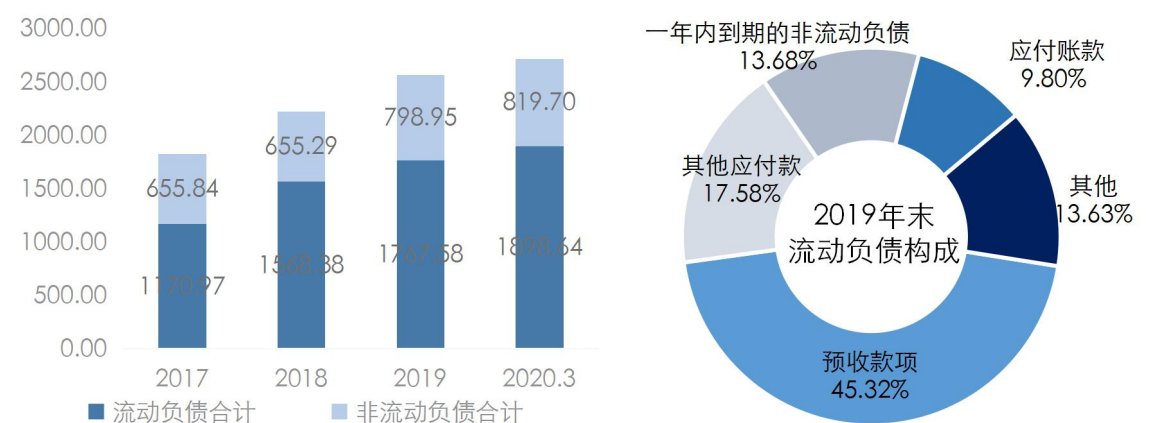


资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司有息债务规模仍然较大, 债务结构仍以长期有息债务为主, 但部分债务将集中于 2020 年~2021 年到期, 存在集中偿付压力

公司业务规模的快速扩张使得外部融资需求持续上升，跟踪期公司负债总额继续增长，负债结构仍以流动负债为主。2019年末，公司负债总额2566.53亿元，同比增长15.42%，其中流动负债占比68.87%。2020年3月末，公司负债总额2718.35亿元，较2019年末增长5.92%，流动负债占比69.85%。

图表 12：公司负债构成情况（单位：亿元）



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期借款	174.07	176.47	77.46	48.95
预收款项	401.51	621.21	801.06	0.08
合同负债	-	-	-	854.59
其他应付款	135.56	215.39	310.68	390.91
一年内到期的非流动负债	311.14	302.73	241.74	251.72
流动负债合计	1170.97	1568.38	1767.58	1898.64
长期借款	562.75	514.18	665.19	628.03
应付债券	85.77	129.85	122.53	180.15
非流动负债合计	655.84	655.29	798.95	819.70
负债总额	1826.80	2223.67	2566.53	2718.35

资料来源：公司提供，东方金诚整理

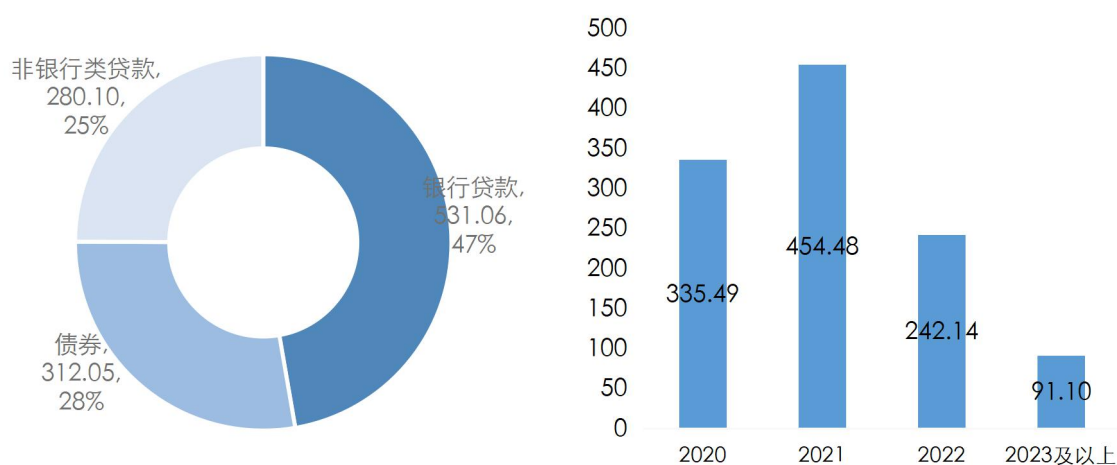
公司流动负债增长明显，其中预收款项、其他应付款和一年内到期非流动负债占比较高。公司预收款项主要是已售未结算的房屋预售款，2019年末为801.06亿元，较期初增长28.95%；2020年3月末，公司房屋预收款854.59亿元，计入合同负债。公司其他应付款主要为应付合作方款项、应付关联方往来款和购房意向金等，近年增长显著，2019年末和2020年3月末分别为310.68亿元和390.91亿元。2019年末，一年内到期的非流动负债为241.74亿元，同比下降20.15%，主要为一年内到期的长期借款和应付债券；2020年3月末为251.72亿元。公司短期借款明显下降，2019年末为77.46亿元，同比下降56.11%，公司大幅减少非标短期融资；2020年3月末为48.95亿元，继续下降。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，保持增长。公司的长期借款总体呈现增长态势且规模较大。2019年末，长期借款为665.19亿元，增长29.37%，主要为项目开发贷以

及并购贷；2020年3月为628.03亿元，略有下降。公司应付债券持续增长，2020年3月末，公司应付债券180.15亿元，较期初增加57.62亿元。截至2020年3月末，公司境内市场存续债券27笔，金额214.76亿元；在境外市场存续债券11笔，共计22.58亿美元。

跟踪期内，公司全部债务规模变化不大但仍保持较大规模，债务结构以长期有息债务为主，长期有息债务规模有所增长，且占比继续提升。截至2019年末，公司全部债务⁶为1123.21亿元，较2018年末增长略有下降，其中银行贷款531.06亿元，利率在3.40%~9.50%之间；债券（境内外）312.05亿元，利率在4.50%~12.00%之间；非银行类贷款280.10亿元，利率在3.60~12.50%之间。2020年3月末，公司全部债务1138.55亿元，较期初略有增加。

图表 13：截至 2019 年末公司全部债务构成及期限结构情况（单位：亿元，%）



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期有息债务	486.36	482.11	335.49	330.37
长期有息债务	648.52	644.02	787.72	808.18
全部债务	1134.89	1126.13	1123.21	1138.55
资产负债率	85.66	84.42	83.45	83.51
长期债务资本化比率	67.96	61.08	60.75	60.09
全部债务资本化比率	78.78	73.30	68.82	67.96

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受所有者权益显著增加的影响，资产负债率和全部债务资本化比率均总体略有下降，但依然处于高位。2019年末，公司资产负债率为83.45%，若考虑到预收账款因素，调整后资产负债率⁷为70.98%，全部债务资本化比率为68.82%，较2018年末分别下降0.97个百分点、2.71个百分点和4.48个百分点。若将其他权益工具中的50.00亿元永续中票作和可续期信托计划为有息债务考虑，2019年末，公司资产负债率为85.08%，长期债务资本化比率为64.60%，全部债务资本化比率为71.88%。2020年3月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率83.51%和67.96%。

从债务期限结构来看，以2019年末债务为基础，公司2020年、2021年和2022年到期的

⁶ 未计算应付票据。

⁷ 调整后资产总额=财务报表资产总额-预收账款*（1-当期综合毛利率）；调整后负债总额=财务报表负债总额-预收账款。

有息债务分别为 335.49 亿元、454.48 亿元和 242.14 亿元，2020 年~2021 年债务到期较为集中；若考虑债券回售，公司 2020 年和 2021 年应偿还有息债务分别为 447.98 亿元和 388.99 亿元，届时公司将面临一定债务集中偿付压力。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 804.17 亿元，其中下属子公司按照房地产经营惯例为商品房承购人向银行申请按揭贷款提供阶段性担保余额为 701.03 亿元；对合营、联营公司的融资提供担保的担保余额为 103.14 亿元，扣除按揭贷款提供阶段性担保外，担保比例为 19.22%。被担保企业主要为房地产项目公司，集中度很高，若未来被担保企业的经营出现异常状况导致流动性不足或偿债能力减弱，无法按期偿还相关债务，公司将面临一定代偿风险。

盈利能力

跟踪期内，受益于房地产项目结转规模扩大，公司营业收入和利润总额保持增长，盈利能力仍然强，但新冠肺炎疫情将对公司短期内盈利能力的稳定性产生一定不利影响，但长期影响可控

2019 年，公司营业收入和利润总额保持增长，主要是房地产项目结转规模扩大所致，营业利润率持续提升，主营获利能力仍然很强。2019 年，公司营业收入 610.49 亿元，同比增长 8.11%；利润总额 67.71 亿元，同比增长 5.97%；净利润 43.21 亿元，同比增长 10.62%；营业利润率、总资产收益率、净资产收益率分别为 20.17%、3.26%和 8.49%，同比分别增长 1.13 百分点、0.28 百分点和-1.03 个百分点。

公司期间费用以销售费用和管理费用为主。受业务规模的扩大和融资规模的上升影响，公司期间费用有所增长。2019 年，公司期间费用 56.62 亿元，其中销售费用和管理费用分别为 25.69 亿元和 21.88 亿元，期间费用占同期营业收入的比重 9.27%，较 2018 年上升 2.28 个百分点，对利润造成一定挤占。

2019 年，公司资产减值损失为 5.88 亿元，同比增加 1.56 亿元，2018 年和 2019 年，跟踪期内公司继续对部分项目计提跌价损失，对利润形成一定侵蚀；投资收益为 8.14 亿元，其中权益法核算的长期股权投资收益 7.07 亿元，2019 年以来部分合作开发项目进入结算期，投资收益大幅增长。

2020 年 1~3 月，公司营业收入 67.15 亿元，利润总额和净利润分别为 7.23 亿元和 4.47 亿元。国内新冠肺炎疫情爆发期间，公司推盘销售、施工竣工及项目结转进度将有所推迟，对公司短期盈利能力的稳定性产生一定不利影响。但 4 月份以来随着国内疫情的缓和，公司房地产项目均已开复工，预计未来随着公司推盘和销售力度的加大，房地产开发业务合同销售金额有望继续增长，长期影响可控。

图表 14：公司收入及盈利能力（单位：亿元、%）



项目	阳光城	金科股份	融信集团	正荣地控	时代控股
2019 年营业收入	610.49	677.73	516.47	320.43	425.51
2019 年毛利率	26.58	28.84	25.01	21.51	31.03
2019 年净利润	43.21	63.57	69.47	30.10	62.28
2019 年净资产收益率	8.49	22.46	21.70	14.75	22.36

数据来源：公司提供，Wind、东方金诚整理

现金流

2019 年，公司经营性净现金流仍呈现净流入，投资活动现金流持续净流出但有所下降，业务规模扩大对资金需求使公司对外部融资仍将保持较高的依赖度

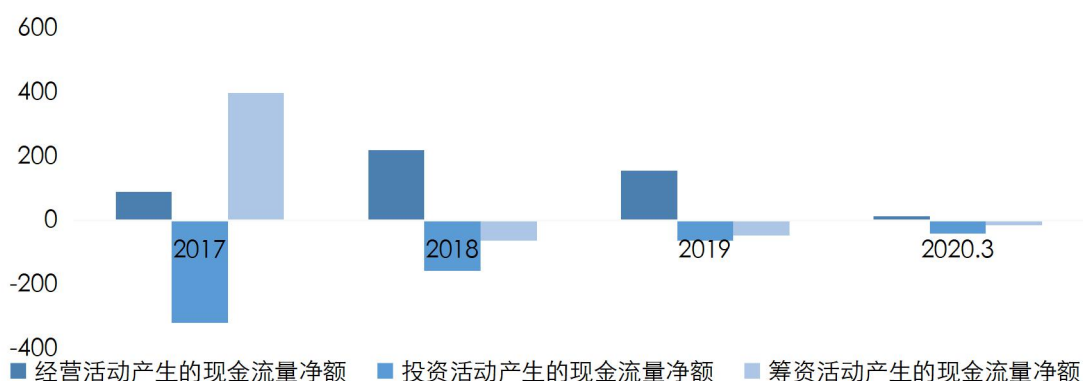
2019 年，公司经营性现金流入为 1185.84 亿元，同比增长 21.16%，随着房地产项目销售回款增加，经营性现金流入大幅增长；经营性现金流出为 1031.88 亿元，同比增长 35.69%，土地招拍挂支出及建造支出大幅增长；经营性净现金流为 153.96 亿元，同比下降 29.48%，但仍呈现净流入状态。

公司投资性净现金流仍表现为净流出，规模有所下降。2019 年以来，公司收并购速度继续放缓，支付收购股权及相关承担债务、预付投资款、投资意向金、收购保证金等大幅减少。

受偿付到期债务以及对债务新增的严格管控影响，2019 年，公司筹资活动净现金流仍表现为净流出。鉴于公司在建及拟建项目未来投资规模较大，预计公司短期内对外部融资依赖程度仍较高。

2020 年 1~3 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为 12.72 亿元、-42.11 亿元和 -15.20 亿元。受疫情影响，公司房地产项目开工销售进度将有所放缓，销售回款将受到一定不利影响，对短期内的经营性现金流入形成制约，公司融资的需求将进一步上升。

图表 15：公司现金流情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看,2020年3月末,流动比率和速动比率分别为151.73%和55.29%;货币资金对短期债务的覆盖程度有所提高,受控制债务及回款增长影响,2020年3月末货币资金/短期债务为1.25倍,保障程度较好。2019年经营性净现金流对流动负债保障程度有所下降。

从长期偿债能力指标来看,公司EBITDA利息倍数有所提升,2019年为0.93倍;全部债务/EBITDA有所下降,长期偿债能力有所改善。

图表 16：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
流动比率	169.44	150.08	154.17	151.73
速动比率	61.42	59.43	54.69	55.29
经营现金流动负债比	7.53	13.92	8.71	-
EBITDA 利息倍数	0.58	0.83	0.93	-
全部债务/EBITDA	27.78	15.41	14.12	-
货币资金/短期债务	0.75	0.79	1.25	1.25

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2020年3年末,公司合并口径的银行授信总额为1088.49亿元,其中未使用额度475.20亿元。

根据东方金诚测算,截至2019年末,公司将于未来一年内到期的刚性有息债务本金335.49亿元,其中到期及回售债券本金170亿元。预计公司2020年全年销售回款对刚性债务的覆盖程度较好。

图表 17 截至 2019 年末公司未来一年内到期或回售的债券（单位：亿元、%）⁸

债券简称	余额	票面利率	到期日	回售日
阳光城 02	1.44	7.15	2020-01-28	-
18 阳光城 ABN001 优先 A2	4	7.20	2020-03-21	-
17 阳光城 MTN001	20	7.40	-	2020-03-24
19 阳光城 CP001	9.00	6.50	2020-04-18	-
18 阳光 02	6	7.80	-	2020-06-15
17 阳光城 MTN002	12	7.00	-	2020-06-20
18 阳光城 MTN002	10	7.50	-	2020-07-27
15 阳房 01	0.30	7.00	2020-07-30	-
15 阳房 02	6.41	7.30	2020-08-12	-
16 阳城 01	12.6	7.28	-	2020-08-31
16 阳城 02	12.89	7.28	-	2020-09-28
17 阳光城 MTN003	10	7.50	-	2020-09-29
18 阳城 01	11	7.50	-	2020-10-22
17 阳光城 MTN004	12	7.00	-	2020-10-31
18 阳光城 MTN003	4	7.50	-	2020-11-02
18 阳光 04	17	7.80	-	2020-11-19
18 阳城 02	15	7.50	-	2020-12-25
Project JoyIII	1.2 亿美元	12.00	2020-07-02	
Project Rise II	0.9 亿美元	9.00	2020-11-28	

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同业比较

与行业对比组企业进行对比，公司资产规模、营业收入和合同销售金额处于较好水平，盈利能力在对比企业中处于中下游水平，负债水平相对较高。

图表 18 同行业主要指标对比（亿元、%、倍）

项目	阳光城	金科股份	融信集团	正荣地控	时代控股
资产总额	3075.52	3216.05	2001.90	1539.27	1539.69
营业收入	610.49	677.73	516.47	320.43	425.51
全口径合同销售金额	2110.3	1803.4	1413.2	1408.0	783.6
净资产收益率	8.49	22.46	21.70	14.75	22.36
净利润	43.21	63.57	69.47	30.10	62.28
剔除预收款项的资产负债率	70.98	64.49	59.77	66.33	71.15

注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定，数据来源自各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理。

总体来看，公司资产规模逐年增长，资产结构以流动资产为主，受限规模较大；有息债务规模较大，未来两年将面临债务集中偿付压力。受益于房地产项目结转规模扩大，公司营业收入和利润总额持续增长，盈利能力强，但新冠肺炎疫情将对公司短期内盈利能力的稳定性产生一定不利影响，但公司项目布局良好，在建及拟建项目主要集中在福州、上海、杭州、长沙等一二线城市，未来可售面积充足，随着疫情的缓和，预计全年影响程度有限。

⁸ 截至本报告出具日，阳光城 02、18 阳光城 ABN001 优先 A2 和 19 阳光城 CP001 均已按期兑付本息；17 阳光城 MTN001 已回售本金 5.30 亿元，债券余额 14.70 亿元。

过往债务履约情况

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至2020年5月6日，公司本部在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。截至本报告出具日，公司已到期债务均按期还本付息，存续期债券均按期偿还利息。

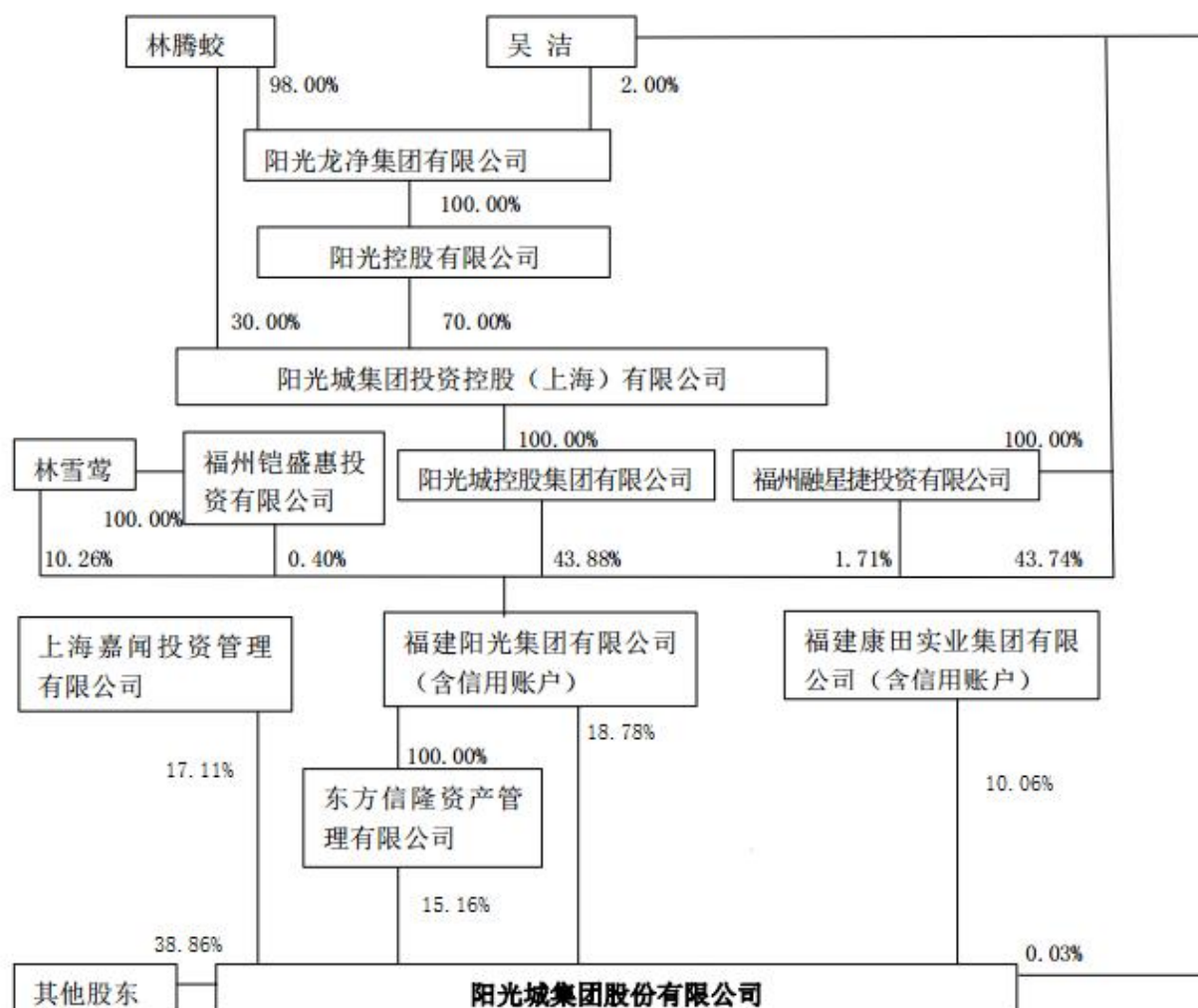
综合评价

跟踪期内，公司房地产业务继续布局大福建、长三角、珠三角、京津冀等区域的一二线城市和中西部核心二线城市，仍具有很强的市场竞争力；受益于良好的项目布局，2019年，公司合同销售金额及销售面积均有所增长，较大规模的预收款项为未来业绩的实现提供了有力支撑；在建及拟建项目中位于福州、上海、杭州和长沙等一二线城市的项目占比较高，未来可售面积充足，有利于房地产业务的持续发展；2019年，营业收入和利润总额继续增长，盈利能力仍然很强。

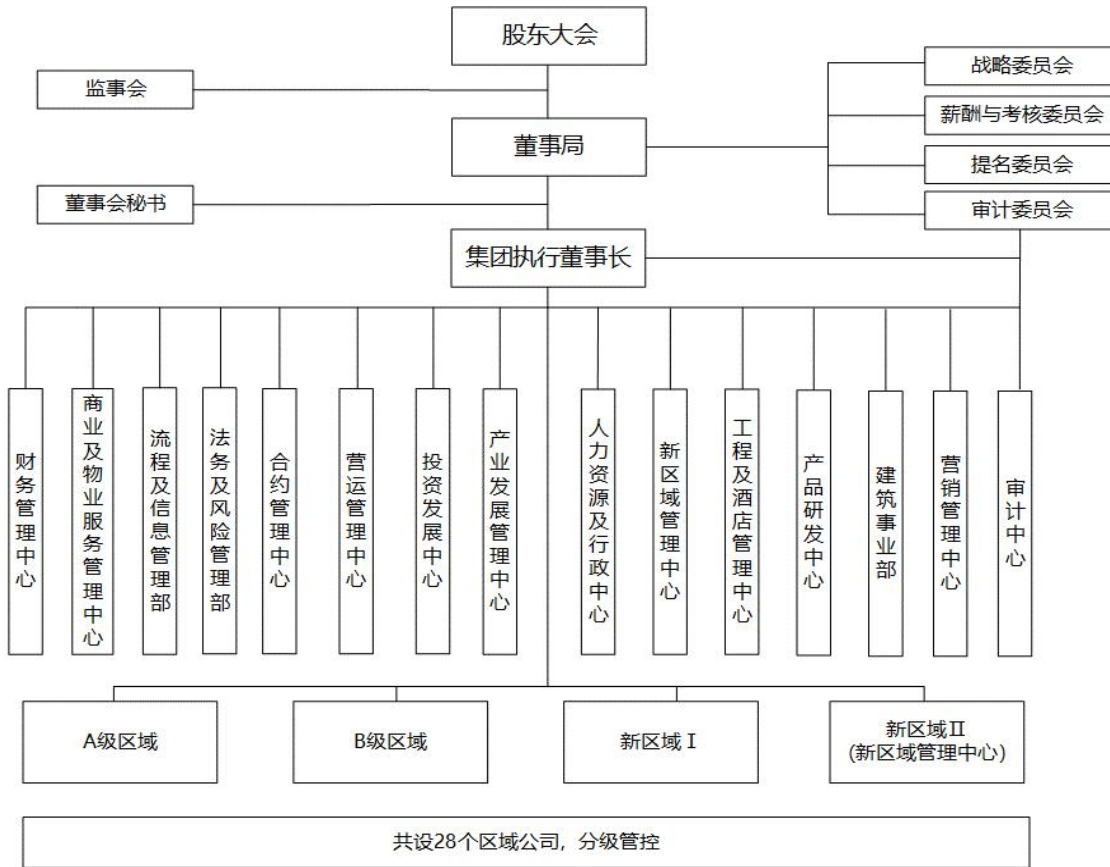
同时，东方金诚也关注到，新冠肺炎疫情将对公司房地产业务短期内的施工、销售、回款及结转进度带来不利影响；公司部分房地产项目位于三四线城市，将面临销售去化压力；在建及拟建项目未来投资规模仍然较大，在房地产市场调控政策和行业融资环境趋紧背景下，面临资金压力；资产受限比例较高，有息债务规模较大，部分债务将集中于2020年~2021年到期，存在集中偿付压力。

综合考虑，东方金诚维持阳光城主体信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“20阳城01”和“20阳城02”信用等级为AAA。

附件一：截至 2020 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年 3 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	2132.50	2633.97	3075.52	3255.01
所有者权益（亿元）	305.70	410.30	508.99	536.67
负债总额（亿元）	1826.80	2223.67	2566.53	2718.35
短期债务（亿元）	486.36	482.11	335.49	330.37
长期债务（亿元）	648.52	644.02	787.72	808.18
全部债务（亿元）	1134.89	1126.13	1123.21	1138.55
营业收入（亿元）	331.63	564.70	610.49	67.15
利润总额（亿元）	36.04	63.89	67.71	7.23
净利润（亿元）	22.28	39.06	43.21	4.47
EBITDA（亿元）	40.85	73.06	79.55	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	88.19	218.31	153.96	12.72
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-320.18	-158.72	-64.19	-42.11
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	397.13	-62.91	-48.61	-15.20
毛利率（%）	25.08	26.06	26.58	25.71
营业利润率（%）	17.26	19.04	20.17	19.49
销售净利率（%）	6.72	6.92	7.08	6.65
总资本收益率（%）	1.82	2.98	3.26	-
净资产收益率（%）	7.29	9.52	8.49	-
总资产收益率（%）	1.04	1.48	1.41	-
资产负债率（%）	85.66	84.42	83.45	83.51
长期债务资本化比率（%）	67.96	61.08	60.75	60.09
全部债务资本化比率（%）	78.78	73.30	68.82	67.96
货币资金/短期债务（%）	74.79	78.51	125.12	125.26
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-20.44	5.29	7.99	-
流动比率（%）	169.44	150.08	154.17	151.73
速动比率（%）	61.42	59.43	54.69	55.29
经营现金流动负债比（%）	7.53	13.92	8.71	-
EBITDA 利息倍数（倍）	0.58	0.83	0.93	-
全部债务/EBITDA（倍）	27.78	15.41	14.12	-
应收账款周转率（次）	-	63.65	50.49	-
销售债权周转率（次）	-	63.46	50.34	-
存货周转率（次）	-	0.31	0.28	-
总资产周转率（次）	-	0.24	0.21	-
现金收入比（%）	172.98	140.54	136.53	200.09

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	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	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	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	不能偿还债务

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

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“20 阳城 01”和“20 阳城 02”的存续期内密切关注阳光城集团股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在阳光城集团股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向阳光城集团股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，阳光城集团股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如阳光城集团股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。



2020年6月19日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。