



信用等级通知书

信评委函字 [2017]跟踪205号

信达地产股份有限公司：

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“信达地产股份有限公司非公开发行2016年公司债券（第一期）”和“信达地产股份有限公司非公开发行2016年公司债券（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；维持以上两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
二零一七年五月二十六日

信达地产股份有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第一期）、（第二期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	信达地产股份有限公司		
发行年限	3 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权		
发行规模	第一期：30 亿元 第二期：30 亿元		
存续期限	第一期：2016/5/26~2019/5/26 第二期：2016/8/12~2019/8/12		
上次评级时间	2016/6/30		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA AA	评级展望 稳定

概况数据

信达地产	2014	2015	2016	2017.Q1
所有者权益（亿元）	82.31	87.45	93.18	91.53
总资产（亿元）	377.14	521.84	651.25	686.11
总债务（亿元）	178.94	305.01	373.99	400.50
营业总收入（亿元）	48.50	81.36	115.71	7.03
营业毛利率（%）	35.79	28.96	24.76	13.15
EBITDA（亿元）	14.01	13.92	21.02	-
所有者权益收益率（%）	9.25	9.29	9.15	-5.73
资产负债率（%）	78.18	83.24	85.69	86.66
总债务/EBITDA（X）	12.77	21.92	17.79	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.84	0.65	0.78	-
净负债率（%）	184.05	281.11	311.34	334.47

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、信达地产 2017 年第一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2016 年，在房地产行业景气度回升的背景下，信达地产股份有限公司（以下简称“信达地产”或“公司”）销售规模保持快速增长，土地储备较为优质，备用流动性充足，此外，金融地产模式的推进给公司带来较为可观的投资收益。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到公司财务杠杆水平持续上升、土地成本上涨压力等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评将维持信达地产主体信用等级 AA，评级展望稳定，维持“信达地产股份有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第一期）”和“信达地产股份有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第二期）”信用等级为 AA。

正 面

- 房地产销售规模保持快速增长。2016 年公司房地产项目销售规模持续大幅增长，全年实现签约销售面积 154.35 万平方米，同比增长 38.55%；签约销售金额 169.07 亿元，同比增长 60.71%。同时，2016 年末公司预收账款账面价值 117.18 亿元，同比增长 67.42%，为其短期内经营业绩的增长提供了较好的保障。
- 土地储备区域布局较好。2016 年，公司在上海、杭州、合肥等一线和二线城市核心城市共计新增土地储备项目 6 个，进一步优化了公司土地储备的区域布局。另截至 2016 年末，公司土地储备规划计容建筑面积为 375.54 万平方米，可支撑未来 2~3 年发展，土地储备量合理，整体土地储备较为优质。
- 备用流动性充足。公司继续同多家金融机构保持了良好的合作关系，2016 年末未使用授信额度 198 亿元，规模较大，备用流动性充足。此外，公司通过中国信达系统平台进行信托、基金、债权融资，资产运作平台，多元化的融资渠道亦增强了公司的财务弹性，对公司流动性

分 析 师

李诗哲

shzhli@ccxr.com.cn

吴丹

danyu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017年5月26日

压力能起到有效的缓解作用。

- 金融地产模式的推进带来较为可观的投资收益。跟踪期内，公司继续依托中国信达系统平台及资源，参与基金运作，发挥集团内协同效应。2016年，公司参与的基金成功退出，并实现了较为可观的投资收益，对利润形成了较好的补充。

关 注

- 财务杠杆水平持续上升。2016年公司债务规模继续上升，财务杠杆高企，当年末公司资产负债率和净负债率分别为85.69%和311.34%，未来随着土地投资的增加以及项目开发的继续，负债水平或将进一步上升。
- 土地成本上涨压力。在土地市场竞争加剧的背景下，2016年公司新增土地储备项目平均楼面价为21,081元/平方米，同比增长27.35%，土地成本的上涨或将对公司未来项目销售带来一定价格压力。

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

信达地产股份有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第一期）（债券简称为“16 信地 03”、债券代码 135496）于 2016 年 5 月 24 日完成发行，实际发行规模 30 亿元，到期日为 2019 年 5 月 26 日，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，最终票面利率为 5.56%，募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

信达地产股份有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第二期）（债券简称为“16 信地 04”、债券代码 135727）于 2016 年 8 月 11 日完成发行，实际发行规模 30 亿元，到期日为 2019 年 8 月 12 日，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，最终票面利率为 4.50%，募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

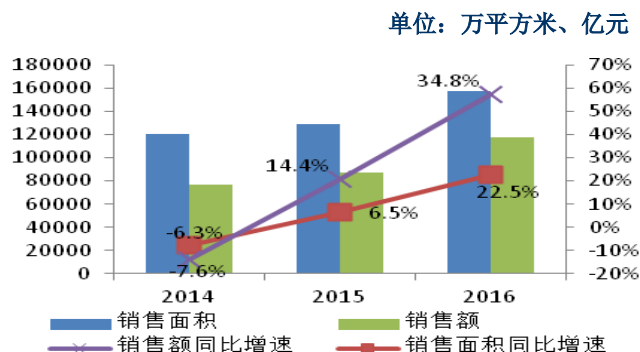
行业分析

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

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4%和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%¹。良好的商品房成交使得商品房屋

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

图 1：2014~2016 年全国商品房销售情况



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

2016 年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌及福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

发展,进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时,部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨,一线城市中以上海和深圳最为严厉;而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016年3月,上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求;十一期间,全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策;11月以来,部分重点城市继续加大了调控力度。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制,市场成交量收缩明显,行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

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

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

业务运营

2016年公司继续加大营销力度、坚持快速去化,销售业绩持续保持大幅增长;同时,公司加快项目开发节奏,新开工面积回升,期末在建面积同比增长。

跟踪期内,公司销售业绩继续保持大幅增长,

2016年公司签约销售面积154.35万平方米,同比增长38.55%;签约销售金额169.07亿元,同比增长60.71%。据克而瑞研究中心发布的《2016年中国房地产企业销售TOP100》,信达地产以销售金额168.9亿元的业绩位居销售金额排名第86位,比上一年提升11个名次。从销售区域分布来看,2016年宁波、合肥、芜湖、嘉兴、上海和重庆的销售金额占比分别为24.98%、20.15%、15.62%、13.42%、13.10%和3.41%,长三角区域为公司合同销售金额的主要贡献区域。2017年1~3月,公司实现销售面积为21.17万平方米,销售金额为27.60亿元。

表 1: 2014~2016 年公司业务运营情况

单位: 亿元、万平方米

指标	2014	2015	2016	2016 年同比变化
销售面积	66.91	111.40	154.35	38.55%
销售金额	66.04	105.20	169.07	60.71%
结算面积	52.21	80.44	120.65	49.99%
结算金额	42.17	75.41	108.87	44.37%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 2: 2016 年公司销售金额及面积的区域分布情况

城市	销售金额占比	销售面积占比
上海	13.10%	6.60%
宁波	24.98%	21.06%
嘉兴	13.42%	18.52%
杭州	0.10%	0.11%
绍兴	1.52%	1.33%
台州	1.89%	2.00%
合肥	20.15%	13.53%
芜湖	15.62%	24.38%
太原	0.26%	0.23%
青岛	0.72%	0.52%
乌鲁木齐	1.00%	1.87%
海口	1.44%	1.55%
琼海	1.80%	3.04%
沈阳	0.15%	0.31%
长春	0.44%	0.48%
重庆	3.41%	4.48%
合计	100%	100%

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

项目结转方面,2016年公司交付结转面积及金额亦大幅提升,当年公司结算面积120.65万平方米,同比增长49.99%;同期结算金额108.87亿元,同比增长44.37%。从区域分布来看,公司结算项目

主要位于长三角地区，嘉兴、宁波、芜湖、合肥、马鞍山和上海的结算面积占比分别为 23.16%、16.28%、15.93%、14.41%、6.84%和 5.43%。

表 3：2015~2016 年公司业务运营情况

单位：万平方米

区域	2015		2016	
	结算面积	占比	结算面积	占比
海口	2.19	2.72%	2.19	1.82%
合肥	18.87	23.46%	17.39	14.41%
马鞍山	8.92	11.09%	8.25	6.84%
青岛	8.63	10.73%	2.40	1.99%
上海	8.45	10.51%	6.55	5.43%
沈阳	2.75	3.42%	3.83	3.18%
乌鲁木齐	1.08	1.34%	2.73	2.26%
芜湖	1.39	1.72%	19.22	15.93%
长春	1.80	2.24%	1.40	1.16%
杭州	0.59	0.74%	0.24	0.20%
嘉兴	19.15	23.80%	27.94	23.16%
宁波	2.02	2.51%	19.65	16.28%
绍兴	4.42	5.50%	2.04	1.69%
台州	0.18	0.22%	6.50	5.38%
重庆	0.00	0.00%	0.33	0.27%
合计	80.44	100.00%	120.65	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，2016 年公司加快开发节奏，新开工面积 155.90 万平方米，同比上升 26.63%；同期，公司竣工面积 129.02 万平方米，同比下降 8.74%。从竣工项目的分布来看，主要分布在上海、宁波、嘉兴、合肥和芜湖等城市，主要竣工项目分别为信达蓝爵三期、信达翰林兰庭一期、信达北苑 09-02 部分地块、信达天御一期 S-10 号地块以及海上传奇一期等。2017 年 1~3 月，公司新开工面积为 36.98 万平方米，竣工面积为 7.55 万平方米。

表 4：2014~2017.Q1 公司开竣工情况

单位：万平方米

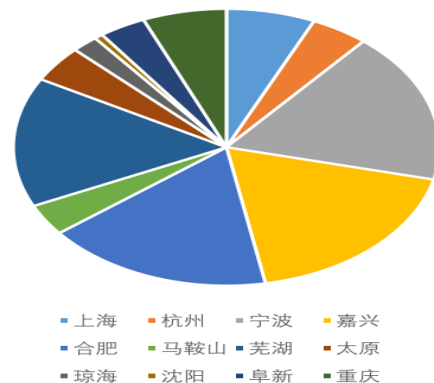
	2014	2015	2016	2017.Q1
新开工面积	155.00	123.11	155.90	36.98
竣工面积	89.88	141.38	129.02	7.55
在建面积	336.49	317.60	336.28	365.71

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司在建建筑面积 336.28 万平方米，较 2015 年的 317.60 万平方米略有上升。从在建项目分部来看，

主要分布在合肥、宁波、嘉兴、芜湖、重庆、上海等城市，规划建筑面积的占比分别为 17.28%、17.64%、18.31%、15.16%、6.35%和 6.74%。公司在建项目基本分布在上海和重点二线城市，区域分布较好。公司在建项目计划总投资 286.60 亿元，2016 年实际投资 79.31 亿元，尚需投资 207.29 亿元。

图 2：截至 2016 年末公司在建项目区域分布情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司新增土地储备规划建筑面积和土地投资金额均同比上升，新获取项目多位于一线和二线核心城市，进一步优化了土地储备结构；同时，在房地产行业竞争激烈的背景下，土地成本的上涨或将为公司未来项目销售带来一定价格压力。

2016 年公司在土地投资方面继续保持上一年的策略，新投资项目仍偏向在一线和重点二线城市，2016 年新增项目主要位于上海、杭州、宁波和合肥，新增土地储备质量较好。当年公司新增土地储备项目共 6 个，规划建筑面积为 128.75 万平方米，同比增长 15.55%；新增土地楼面均价为 21,081 元/平方米，较上年的 16,553 元/平方米大幅提升；同时，上述 6 个项目对应的权益土地投资金额为 175.29 亿元。在 2016 年公司新增的土地投资中，位于上海宝山区的宝山新村顾村 A 单元 10-03、10-05 地块以及位于杭州的上城区南星单元 B-02 地块以较高溢价率和单价取得，较高的土地成本为项目未来开发及销售带来一定价格压力，应关注相关区域房地产市场价格波动以及调控政策变化对项目去化的影响。2017 年第一季度，公司无新增土地储备项目。在土地市场竞争加剧、土地成本大幅增

长的背景下，公司采取合作开发的模式获取土地。2016 年公司新增的 6 个储备项目中，4 个都采取了合作开发的模式，合作开发商包括杭州滨江房产集团股份有限公司和融创中国控股有限公司。

表 5：公司新增土地储备情况

	2014	2015	2016
新拓展项目（个）	12	6	6
新增土地储备（万平方米）	304.48	111.42	128.75
新增土地楼面均价（元/平方米）	3,260	16,553	21,081
累计土地储备面积（万平方米）	544.60	487.60	375.54

注：1、新增土地储备面积为规划建筑面积；2、公司土地储备为储备项目规划建筑面积，不包括在建未售建筑面积。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 6：2016 年公司新增土地储备明细

单位：万平方米、亿元、元/平方米

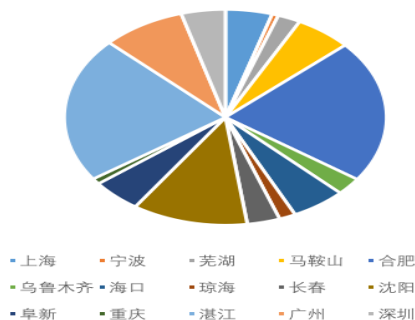
地块	所在城市	占地面积	规划建筑面积	权益	土地金额 (权益口径)	楼面均价	合作开发方
宝山区宝山新村顾村 A 单元 10-03、10-05 地块	上海	10.64	15.71	100%	58.05	36,962	-
杭州上城区南星单元 B-02 地块	杭州	3.30	9.24	80%	27.12	36,679	杭州滨江房产集团股份有限公司
东部新城核心区 H1-3/4#地块	宁波	10.48	22.15	50%	14.02	12,656	融创中国控股有限公司
杭政储出[2016]9 号地块	杭州	15.78	57.09	50%	61.59	21,576	融创中国控股有限公司、杭州滨江房产集团股份有限公司
Q-10-2 地块	合肥	0.96	4.81	100%	0.75	1,565	-
政务区 ZWQTA-027-1 地块	合肥	7.05	19.75	50%	13.76	13,929	融创中国控股有限公司
合计	-	48.21	128.75	-	175.29	21,081	-

注：东部新城核心区 H1-3/4#地块、杭政储出[2016]9 号地块和政务区 ZWQTA-027-1 地块，公司采取了合作开发模式，与合作方共同控制该项目，项目未纳入公司合并范围。以上三个项目规划建筑面积 98.99 万平方米，权益土地投资金额 89.37 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2016 年末，公司土地储备占地面积为 200.25 万平方米，规划计容建筑面积为 375.54 万平方米，按每年新开工面积估算，可支撑未来 2~3 年发展，土地储备量较为合理。从土地储备的分布上看，公司土地储备分布在上海、广州、深圳及合肥等 15 个城市，区域分布广泛，其中湛江规划建筑面积占比 21.87%，合肥占比 21.44%，沈阳占比 11.61%，上海占比 4.69%，广州占比 8.39%以及深圳占比 4.42%，整体土地储备质量较好。

图 3：截至 2016 年末公司土地储备的区域分布情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司继续依托股东中国信达系统平台及资源，强化集团协同联动，大力发展金融地产业务模式，当年公司参与的地产基金运作良好，并成功退出且实现了可观收益。

跟踪期内，公司作为中国信达旗下唯一房地产开发业务运作平台，依托中国信达系统平台，继续推进金融地产模式，探索“基金投资+操盘代建”模式，拓宽了项目获取途径。2016 年公司参与设立多只基金，目前运作情况良好。当年公司从宁波沁锦股权投资合伙企业（有限合伙）、宁波沁信股权投资合伙企业、宁波汇融沁誉投资合伙企业（有限合伙）协议退伙。其中，从宁波汇融沁誉投资合伙企业（有限合伙）获得退伙收益 4 亿元。

具体来看，公司同上海信达汇融股权投资基金管理有限公司（以下简称“上海汇融”）于 2014 年设立了宁波汇融沁誉投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“基金”）。2015 年 12 月中国信达、信达资本参与认购基金份额。公司作为劣后级有限合伙人认缴 4.5 亿元，占比总认缴规模的 29.96%，截至退出

前，实缴金额 3.3 亿元。基金以股权及债权形式将合伙企业财产进行专业化的投资，实现资本保值、增值。2016 年 12 月 22 日基金实现了退出，公司收回资金 7.35 亿元，实现投资收益 4 亿元。

截至 2016 年末，公司作为 LP 参与的正在运营的基金共 11 支，基金总规模 168.25 亿元，公司权益占比金额为 35.22 亿元。上述基金其他参与方分别为上海信达汇融股权投资基金管理有限公司、中建投信托有限责任公司、中国信达、信达资本管理有限公司（以下简称“信达资本”）、信达证券股份有限公司和陆家嘴信托有限公司等信达系统内外的合作伙伴，资金的投向为宁波、上海、深圳、重庆、长春、济南、青岛等地的房地产开发项目。

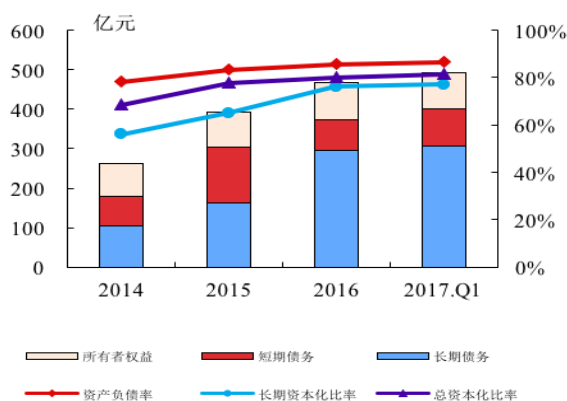
总体来看，公司将借助信达系统的资源优势和品牌支持，创新业务模式和盈利模式，逐步形成差异化的竞争优势和多样化的利润来源。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2014~2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年一季度财务报表。

资本结构

图 4：2014~2017.Q1 公司资本结构



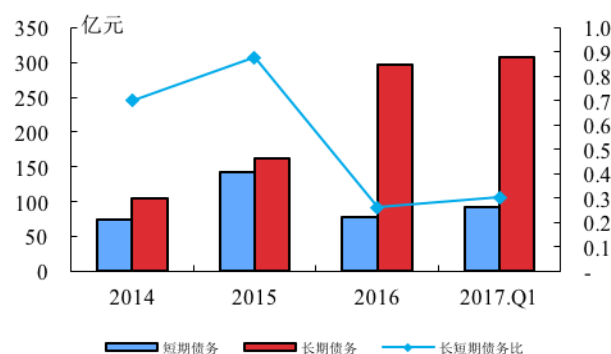
资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着项目开发的推进以及土地投资的扩大，公司总资产和负债规模进一步提升，截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额达 651.25 亿元，同比增长 24.80%；同期末公司负债总额为 558.07 亿元，同比增长 28.47%。2016 年末公司资产负债率、总资本化比率和净负债率分别为 85.69%、80.05% 和

311.34%，较 2015 年的负债水平均有所上升，且净负债率大幅上升 30.22 个百分点，处于偏高水平。截至 2017 年 3 月末，公司资产总额 686.11 亿元，负债合计 594.57 亿元，资产负债率和净负债率分别为 86.66% 和 334.47%。

债务结构方面，随着在建项目的持续推进，公司债务规模逐年上升。2016 年，公司总债务规模为 373.99 亿元，同比增长 22.62%；其中短期债务 77.80 亿元，同比下降 45.41%，长期债务 296.19 亿元，同比增长 82.27%。当年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.26 倍，较 2015 年的 0.88 倍大幅下降，债务期限结构明显改善。截至 2017 年 3 月末，公司总债务为 400.50 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.30 倍。

图 5：2014~2017.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

总体来看，随着项目开发投入和业务规模的持续扩大，公司外部融资需求增加，带动负债水平上升，财务杠杆处于偏高水平，但公司债务期限结构改善，以长期债务为主，短期偿付压力较小。

流动性

从流动资产来看，2016 年末公司流动资产合计为 581.14 亿元，占总资产的比重为 89.23%，主要由货币资金和存货构成，分别占比为 14.44% 和 78.49%，合计占流动资产的比重为 92.93%，较上年上升 13.96 个百分点。其中，2016 年末受限的货币资金占比总货币资金的 1.02%。

表 7：2014~2017.Q1 公司流动资产分析

单位：%

指标	2014	2015	2016	2017.Q1
流动资产/总资产	94.12	91.34	89.23	89.83
存货/流动资产	84.98	66.55	78.49	74.83
货币资金/流动资产	7.73	12.42	14.44	15.31
(存货+货币资金)/流动资产	92.72	78.97	92.93	90.14

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，随着新开工项目的推进，2016 年公司存货净额为 456.14 亿元，同比增加 43.79%。其中，房地产开发产品 58.79 亿元、房地产开发成本 397.34 亿元，占期末存货总额的比例分别为 12.89% 和 87.11%。存货中房地产开发产品占比较 2015 年的 17.26% 有所下降，现房去化压力有所缓解。

表 8：2014~2016 年末公司存货明细

单位：亿元

	2014	2015	2016
存货	301.68	317.23	456.14
房地产开发产品	30.10	54.76	58.79
房地产开发产品/存货	9.98%	17.26%	12.89%
房地产开发成本	271.57	262.46	397.34
房地产开发成本/存货	90.02%	82.73%	87.11%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，2016 年以来公司加大项目开发的周转速度，当年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.23 次和 0.20 次，较 2015 年的 0.19 次和 0.18 次略有上升，但公司资产周转速度仍处于较低水平。

现金流方面，当年公司经营活动净现金流为 -14.91 亿元，仍呈现净流出状态，但流出量有所收窄。货币资金方面，2016 年末公司货币资金规模大幅上升，账面价值为 83.39 亿元，同比增长 41.76%；同期末，公司货币资金/短期债务为 1.08 倍，较 2015 年的 0.42 倍大幅提升，对短期债务的覆盖能力大幅提升。

总体来看，公司资产周转效率仍处于较低水平，同时经营现金流仍呈现净流出状态，但货币资金对短期债务的保障能力大幅增强，且现房去化压力减小，整体流动性有所优化。

盈利能力

从收入规模看，2016 年公司实现营业收入 115.71 亿元，同比增长 42.22%。其中，房地产销售

收入 108.87 亿元，占营业收入的 94.09%，主营业务占比稳定。此外，2016 年末公司预收款项余额为 117.18 亿元，同比增长 67.42%，为其未来经营业绩的增长提供了较好的保障。从毛利水平来看，行业内房企竞争加剧，行业盈利水平普遍下滑，公司毛利率水平亦有所下降，2016 年公司毛利率为 24.76%，较上年下降 4.20 个百分点。

期间费用方面，受公司业务持续扩张的影响，2016 年公司期间费用合计 14.18 亿元，同比上升 64.91%，主要系融资规模加大利息支出增加导致财务费用大幅上涨所致。2016 年，公司期间费用占营业收入比重为 12.25%，较上年上升 1.68 个百分点。整体来看，公司对期间费用的把控能力保持稳定。

表 9：2014~2017.Q1 公司期间费用分析

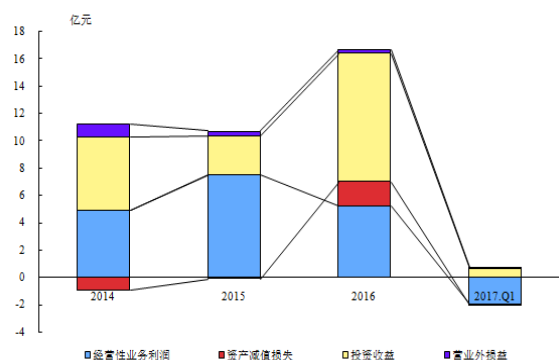
单位：亿元

	2014	2015	2016	2017.Q1
销售费用	1.73	2.27	3.06	0.63
管理费用	3.60	3.91	3.98	0.70
财务费用	2.99	2.42	7.14	1.31
三费合计	8.32	8.60	14.18	2.64
营业总收入	48.50	81.36	115.71	7.03
三费收入占比	17.16%	10.57%	12.25%	37.50%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2016 年公司利润总额为 13.08 亿元，同比上升 23.17%，但其中经营性业务利润 5.22 亿元，同比减少 30.85%，公司经营性业务盈利能力有所弱化。另外，当年公司获得投资收益 9.39 亿元，同比增加 228.42%，主要是从基金退伙实现收益以及宁波韵升股份有限公司的股票处置收益，对其利润形成了有力的补充，其中 2016 年公司从宁波汇融沁誉投资合伙企业（有限合伙）获得退伙收益 4 亿元。所有者权益收益率方面，2016 年公司净资产收益率为 9.15%，较 2015 年的 9.29% 下降了 0.14 个百分点。

图 6：2014~2017.Q1 公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受房地产行业竞争加剧的影响，2016 年公司毛利水平有所下降，经营性业务盈利能力有所弱化，但投资收益的大幅提升对其利润形成了很好的补充。此外，公司较大规模的待结算资源亦将对未来短期内的业绩增长形成有力保障。

偿债能力

从债务规模来看，随着经营规模的扩大，截至 2016 年末，公司总债务为 373.99 亿元，较上年末上升了 22.62%，长短期债务比为 0.26 倍，债务期限结构处于合理水平。截至 2017 年 3 月末，公司债务规模进一步上升至 400.50 亿元，较 2016 年末上升 7.09%。

从主要偿债能力指标来看，2016 年公司 EBITDA 为 21.02 亿元，同比上升 51.03%。由于公司获现能力的增强，2016 年公司主要偿债指标均有所强化，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 17.79 倍和 0.78 倍，但 EBITDA 对债务本息的覆盖能力仍较弱。

表 10：2014~2017.Q1 公司主要偿债能力指标

	2014	2015	2016	2017.Q1
短期债务（亿元）	73.74	142.50	77.80	92.84
总债务（亿元）	178.94	305.01	373.99	400.50
经营净现金流/总债务（X）	-0.33	-0.14	-0.19	-0.02
EBITDA（亿元）	14.01	13.92	21.02	-
总债务/EBITDA（X）	12.77	21.92	17.79	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.84	0.65	0.78	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家银行保持了良好的合作关系。截至 2016 年末，公司合并口径下获得

主要合作银行授信总额约为 608.25 亿元，其中未使用的授信额度为 198 亿元，备用流动性充足。同时，公司还可以通过基金、债券融资、股权融资等多渠道融资。整体来看，公司融资渠道畅通，具备较强的财务弹性。

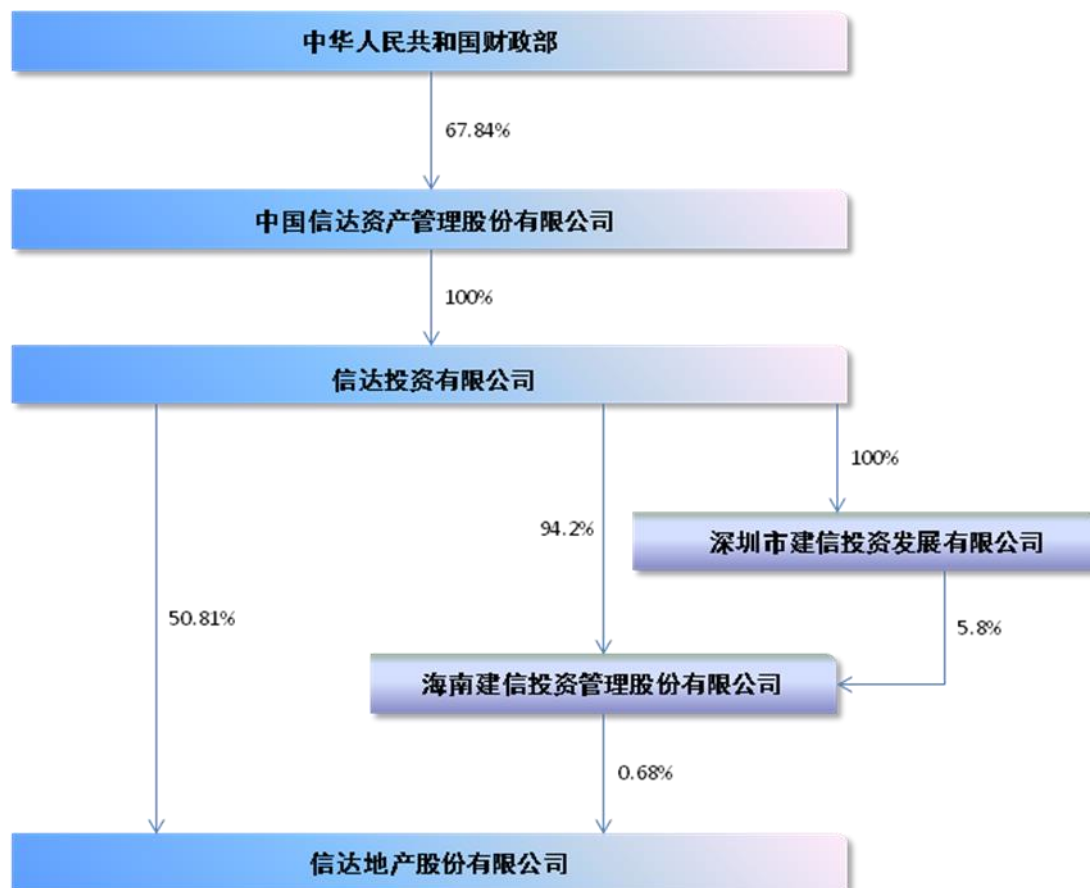
或有负债方面，截至 2016 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 16.80 亿元，占期末净资产比重为 18.03%。此外，公司为商品房承购人向银行抵押借款提供担保 22.12 亿元，规模较小，整体或有负债风险可控。

整体来看，为推进业务规模扩大，2016 年公司对外融资需求加大，助推财务杠杆水平进一步升高，同时公司经营性业务盈利能力表现弱化，毛利空间收窄，利润对投资收益依赖较大，但考虑到公司极强的股东实力、较丰富的待结算资源以及较为充足的备用流动性，公司仍具有很强的偿债能力。

结 论

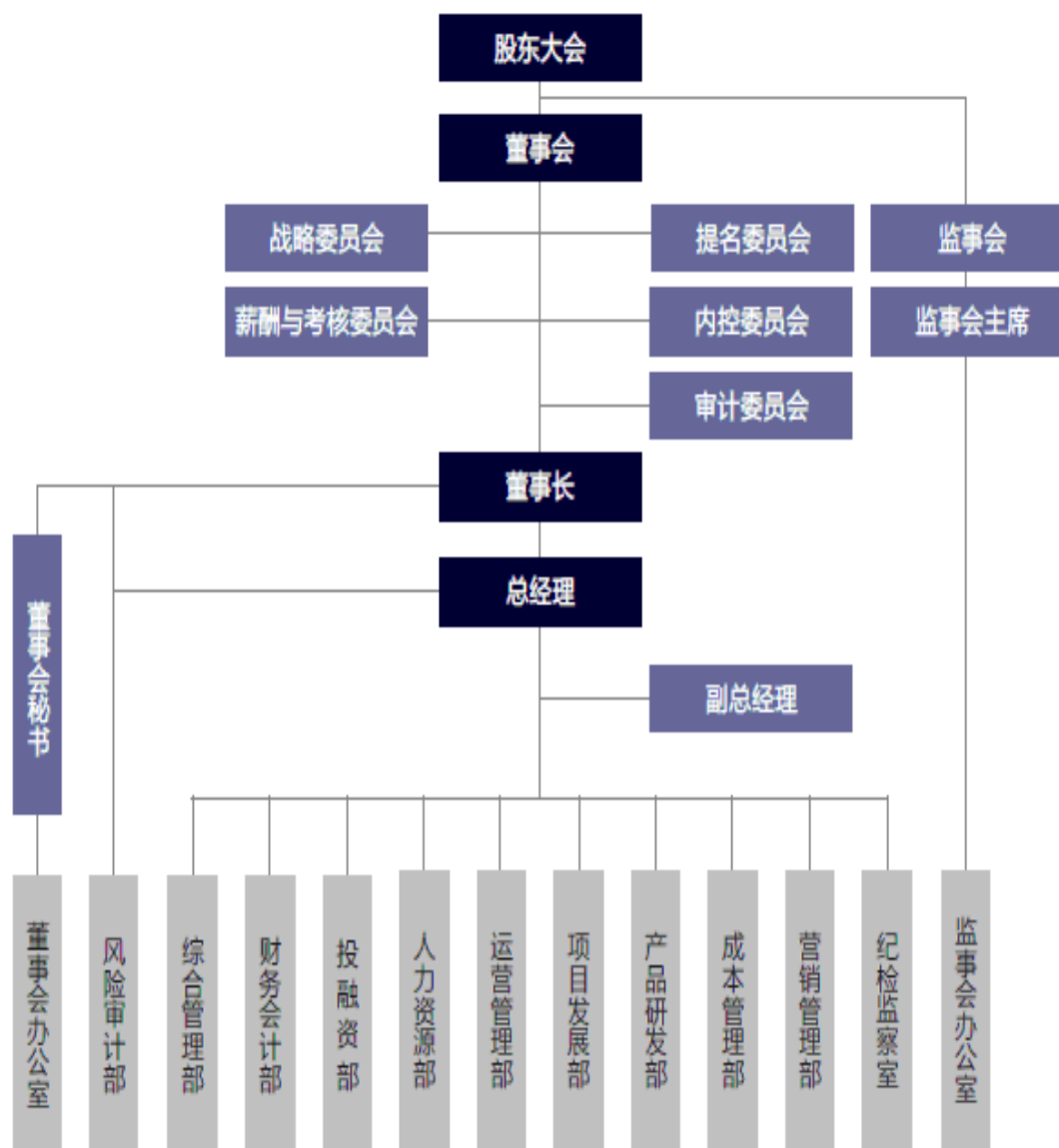
综上，中诚信证评维持信达地产股份有限公司主体信用级别为**AA**，评级展望为稳定；维持“信达地产股份有限公司非公开发行2016年公司债券（第一期）”和“信达地产股份有限公司非公开发行2016年公司债券（第二期）”信用级别为**AA**。

附一：信达地产股份有限公司股权结构图（截至2017年3月31日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：信达地产股份有限公司组织结构图（截至 2017 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：信达地产股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016	2017.Q1
货币资金	274,534.44	591,819.72	838,938.13	943,507.31
应收账款净额	39,742.70	48,618.04	45,893.04	34,497.65
存货净额	3,016,791.00	3,172,273.69	4,561,367.05	4,612,444.78
流动资产	3,549,798.32	4,766,650.49	5,811,364.85	6,163,600.63
长期投资	59,422.16	205,791.40	451,493.87	440,239.53
固定资产合计	9,314.23	111,704.99	110,371.75	114,951.31
总资产	3,771,417.05	5,218,412.55	6,512,473.67	6,861,050.59
短期债务	737,385.91	1,425,008.76	777,971.77	928,409.30
长期债务	1,052,000.14	1,625,048.72	2,961,942.61	3,076,604.63
总债务（短期债务+长期债务）	1,789,386.05	3,050,057.48	3,739,914.38	4,005,013.93
总负债	2,948,330.81	4,343,949.04	5,580,692.46	5,945,717.71
所有者权益（含少数股东权益）	823,086.24	874,463.52	931,781.21	915,332.88
营业总收入	485,049.38	813,559.29	1,157,068.20	70,268.15
三费前利润	132,620.31	161,504.30	194,022.66	6,595.04
投资收益	53,254.71	28,603.27	93,937.74	7,066.60
净利润	76,108.99	81,273.16	85,287.04	-13,113.82
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	140,071.61	139,161.77	210,179.75	-
经营活动产生现金净流量	-583,206.13	-434,554.23	-149,113.85	-16,624.02
投资活动产生现金净流量	11,471.68	-230,584.23	44,839.31	-101,076.84
筹资活动产生现金净流量	519,425.07	1,006,939.18	370,245.03	222,932.87
现金及现金等价物净增加额	-52,309.38	341,800.72	265,970.49	105,232.01
财务指标	2014	2015	2016	2017.Q1
营业毛利率（%）	35.79	28.96	24.76	13.15
所有者权益收益率（%）	9.25	9.29	9.15	-5.73
EBITDA/营业总收入（%）	28.88	17.11	18.16	-
速动比率（X）	0.33	0.65	0.50	0.56
经营活动净现金/总债务（X）	-0.33	-0.14	-0.16	-0.02
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.79	-0.30	-0.77	-0.07
经营活动净现金/利息支出（X）	-3.51	-2.03	-0.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.84	0.65	0.78	-
总债务/EBITDA（X）	12.77	21.92	17.79	-
资产负债率（%）	78.18	83.24	85.69	86.66
总资本化比率（%）	68.49	77.72	80.05	81.40
长期资本化比率（%）	56.10	65.01	76.07	77.07
净负债率（%）	184.05	281.11	311.34	334.47

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、信达地产 2017 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务等指标已经过年化处理。

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。