

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2018] 019 号

天地源股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“15 天地 01”、“15 天地 02”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，同时维持“15 天地 01”、“15 天地 02”的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一八年五月二十二日



信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2018] 019 号

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对天地源股份有限公司及其发行的“15 天地 01”和“15 天地 02”信用状况进行了跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持天地源股份有限公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时维持“15 天地 01”和“15 天地 02”信用等级为 AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年五月二十二日



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”）与天地源股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与天地源股份有限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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚房地产企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由天地源股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 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，未受天地源股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 天地源股份有限公司“15 天地 01”、“15 天地 02”信用等级自发行日至到期兑付日有效；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。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2018 年 5 月 22 日

天地源股份有限公司

主体及相关债项2018年度跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2018】019号

主体信用

跟踪评级结果 AA 评级展望 稳定
上次评级结果 AA 评级展望 稳定

存续债项信用：

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 天地 01	10.0	2015.9.2-2018.9.2	AA	AA
15 天地 02	10.0	2015.9.2-2018.9.2	AA	AA

评级时间

2018 年 5 月 22 日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
15 天地 01	2017 年 5 月 4 日
15 天地 02	2017 年 5 月 4 日

评级小组负责人

董浩宇

评级小组成员

殷海娜

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层
100088

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为，天地源股份有限公司（以下简称“天地源”或“公司”）开发经验较丰富，产品业态多元，经营区域在巩固西安市场的同时向苏州、天津等重点城市区域拓展；公司在建项目主要位于西安、苏州等地，建设进度正常，未来可售面积较充足；跟踪期内，公司通过多种途径获取土地，为未来业务的可持续经营提供较好保障；公司收入和利润规模均同比增长，营业利润率小幅提升。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司房地产开发业务受区域房地产市场宏观调控影响，合同销售金额及面积同比有所下降；公司房地产开发项目主要位于西安、苏州等楼市调控热点城市，可能对中短期内业绩的稳定性构成一定不利影响；公司房地产在建及拟建项目后续投资规模仍较大，在当前楼市调控政策背景下，面临一定资金压力；跟踪期内，公司债务规模有所增长，资产负债率整体仍较高，短期偿债压力有所上升；2017 年，受土地款支出增加影响，公司经营性净现金流降幅较大。

综合考虑，东方金诚维持天地源的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 天地 01”、“15 天地 02”的信用等级为 AA。

主体信用

跟踪评级结果 AA 评级展望 稳定

上次评级结果 AA 评级展望 稳定

存续债项信用：

债项简称	发行额(亿元)	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 天地 01	10.0	2015.9.2-2018.9.2	AA	AA
15 天地 02	10.0	2015.9.2-2018.9.2	AA	AA

评级时间

2018 年 5 月 22 日

上次评级时间

债项简称	上次评级时间
15 天地 01	2017 年 5 月 4 日
15 天地 02	2017 年 5 月 4 日

评级小组负责人

董浩宇

评级小组成员

殷海娜

邮箱: dfjc-gs@coamc.com.cn

电话: 010-62299800

传真: 010-65660988

地址: 北京市西城区德胜门外大街 83 号德胜国际中心 B 座 7 层 100088

主要数据和指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额(亿元)	173.45	191.23	215.73
所有者权益(亿元)	27.38	28.95	30.76
全部债务(亿元)	98.01	97.31	109.64
营业收入(亿元)	29.75	37.25	39.55
利润总额(亿元)	2.75	3.02	3.43
EBITDA(亿元)	3.06	3.35	3.71
营业利润率(%)	16.55	15.54	16.35
净资产收益率(%)	7.43	7.83	8.14
资产负债率(%)	84.22	84.86	85.74
全部债务资本化比率(%)	78.17	77.07	78.09
流动比率(%)	215.83	233.19	190.41
全部债务/EBITDA(倍)	31.98	29.09	29.59
EBITDA 利息倍数(倍)	0.41	0.45	0.55
EBITDA/本期债券发行额度(倍)	0.15	0.17	0.19

注: 数据基于天地源股份有限公司 2015 年~2017 年经审计的合并财务报告。本期债券发行额度按 20 亿元计算。

优势

- 公司开发经验较丰富, 产品业态多元, 经营区域在巩固西安市场的同时向苏州、天津等重点城市区域拓展;
- 公司在建项目主要位于西安、苏州等地, 建设进度正常, 未来可售面积较充足;
- 跟踪期内, 公司通过多种途径获取土地, 为未来业务的可持续经营提供较好保障;
- 公司收入和利润规模均同比增长, 营业利润率小幅提升。

关注

- 跟踪期内, 公司房地产开发业务受区域房地产市场宏观调控影响, 合同销售金额及面积同比有所下降;
- 公司房地产开发项目主要位于西安、苏州等楼市调控热点城市, 可能对中短期内业绩的稳定性构成一定不利影响;
- 公司房地产在建及拟建项目后续投资规模仍较大, 在当前楼市调控政策背景下, 面临一定资金压力;
- 跟踪期内, 公司债务规模有所增长, 资产负债率整体仍较高, 短期偿债压力有所上升;
- 2017 年, 受土地款支出增加影响, 公司经营性净现金流降幅较大。

跟踪评级原因

按照相关监管要求及“天地源股份有限公司 2015 年公司债券(第一期)”和“天地源股份有限公司 2015 年公司债券(第二期)”的跟踪评级安排,东方金诚基于天地源提供的 2017 年度经审计的合并财务报告以及相关经营数据,进行了本次定期跟踪评级。

主体概况

天地源股份有限公司(以下简称“天地源”或“公司”)主营房地产开发业务,控股股东为西安高新技术产业开发区房地产开发公司(以下简称“高新地产”),最终实际控制人为西安市高新技术产业开发区管委会(以下简称“西安高新管委会”)。

天地源前身为成立于 1991 年 9 月的上海沪昌特殊钢股份有限公司(以下简称“沪昌特钢”),并于 1993 年 7 月在上海证券交易所上市,股票简称“沪昌特钢”,股票代码 600665,总股本 4.00 亿股。2003 年 2 月,高新地产以现金收购宝钢集团上海五钢有限公司(以下简称“五钢公司”)持有的沪昌特钢 68.25%的股份,同时沪昌特钢向五钢公司出售除货币资金和短期票据外的全部资产和负债,购买高新地产部分房地产类资产,收购完成后公司控股股东变更为高新地产,主营业务转变为房地产开发。2003 年 11 月,公司名称变更为天地源股份有限公司,股票简称变更为“天地源”。截至 2017 年末,天地源总股本为 8.64 亿股,控股股东高新地产持有 56.52%的股份;西安高新管委会通过西安高科(集团)公司间接持有高新地产 100%股权,为天地源的实际控制人。

公司主要从事房地产开发与经营业务,拥有房地产开发一级资质,开发产品以普通住宅为主,同时涵盖别墅、商业、写字楼等多种业态,业务区域在巩固西安市场的同时向苏州、天津等重点城市区域拓展。

截至 2017 年末,天地源资产总额 215.73 亿元,所有者权益 30.76 亿元,资产负债率为 85.74%;天地源纳入合并报表范围的子公司共 30 家。2017 年,公司实现营业收入 39.55 亿元,利润总额 3.43 亿元。

本期债券本息兑付及募集资金使用情况

公司于 2015 年 9 月 2 日发行天地源股份有限公司 2015 年公司债券(第一期),简称“15 天地 01”,发行总额 10 亿元,票面利率为 7.98%;于 2015 年 9 月 2 日发行天地源股份有限公司 2015 年公司债券(第二期),简称“15 天地 02”,发行总额 10 亿元,票面利率为 7.98%。“15 天地 01”和“15 天地 02”期限均为 3 年期,均于 2018 年 9 月 2 日到期,付息方式均为每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2016 年 1 月 26 日,公司公布《关于非公开发行 2015 年公司债券(第一期)募

集资金用途调整的公告》和《关于非公开发行 2015 年公司债券（第二期） 募集资金用途调整的公告》，将“15 天地 01”和“15 天地 02”募集资金用途扩大至丹轩坊等 13 个项目的项目建设及项目相关债务偿还。截至本报告出具日，“15 天地 01”和“15 天地 02”募集资金 20 亿元已按照募集资金用途调整公告的约定，全部用于房地产项目建设及项目相关债务的偿还。

截至本报告出具日，公司已按时偿付 2017 年“15 天地 01”和“15 天地 02”利息，跟踪期内尚未发生本金偿付。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2018 年一季度宏观经济开局稳健，工业生产总体稳定，房地产投资超预期，消费拉动力增强有效抵消了净出口下滑对经济增长的影响

一季度宏观经济运行稳健。据初步核算，一季度国内生产总值 198783 亿元，同比增长 6.8%，增速与前两个季度持平，较上年同期下滑 0.1 个百分点。

工业生产总体平稳，利润增速有所回落。1~3 月全国规模以上工业增加值累计同比增长 6.8%，增速较上年全年加快 0.2 个百分点，与上年同期持平。其中，3 月工业增加值同比增长 6.0%，低于上年同期的 7.6%，主因今年春节较晚、企业复工较迟。1-2 月全国规模以上工业企业利润总额同比增长 16.1%，增速较上年全年下滑 4.9 个百分点，与同期 PPI 增速回落态势相一致。受高基数拖累，一季度 PPI 累计同比上涨 3.7%，涨幅较上年全年收窄 3.7 个百分点。

房地产投资超预期，拉动固定资产投资增速小幅走高。1~3 月全国固定资产投资累计同比增长 7.5%，增速较上年全年提高 0.3 个百分点。其中房地产投资同比增长 10.4%，增速较上年全年提高 3.4 个百分点，主因是前期土地购置高位运行带动当期土地购置费和房屋新开工面积增速上扬。基建投资（不含电力）同比增长 13.0%，增速较上年全年下滑 6.0 个百分点，主要受地方政府债务监管及 PPP 规范不断加码影响。制造业投资延续底部钝化，同比增长 3.8%，增速较上年全年下滑 1.0 个百分点，或与企业面临去杠杆压力及社融低增速有关。

消费对经济增长的拉动力增强，居民消费出现边际回暖迹象。一季度消费拉动 GDP 增长 5.3 个百分点，较上季度提高 1.2 个百分点，主因政府消费支出加快。1-3 月社会消费品零售总额累计同比增长 9.8%，增速较上年全年下滑 0.2 个百分点。不过，3 月当月社会消费品零售总额同比增速反弹至 10.1%，特别是金银珠宝、化妆品、家电等可选消费品零售增速回升态势明显，显示季末消费出现边际回暖迹象。受食品价格低基数影响，一季度 CPI 累计同比上涨 2.1%，涨幅较上年全年扩大 0.5 个百分点，但仍处温和区间。

净出口对经济增长的拉动由正转负。以美元计价，1~3 月我国出口额累计同比增长 14.1%，进口额同比增长 18.9%，外贸表现总体强劲。但由于同期货物贸易顺差同比收窄 19.7%，一季度净出口对经济增长的拉动由正转负，拖累当季 GDP 同比增速下降 0.6 个百分点。

东方金诚预计，二季度 GDP 增速仍将继续稳定在 6.8%。其中，投资增速预计

稳中趋缓，净出口对经济增长的负向拉动有望减弱。由此，2018 年上半年 GDP 增速也有望达到 6.8%。下半年中美贸易摩擦升级的风险需持续关注，其已成为当前我国宏观经济面临的重要不确定性因素。

政策环境

金融监管力度不减，M2 增速保持低位，社融“回表”趋势明显；央行降准意在优化流动性结构，货币政策仍将保持稳健中性

货币供应量增速保持低位。3 月末，广义货币(M2)余额同比增长 8.2%，增速较上年末提高 0.1 个百分点，但较上年同期低 1.9 个百分点，处历史低位附近，表明在严监管继续稳步推进背景下，金融去杠杆效果不断体现。3 月末，狭义货币(M1)余额同比增长 7.1%，为 2015 年 7 月以来最低，这主要受房地产市场持续降温影响。

社融回表趋势显著，存量增速创历史新低。一季度，社会融资规模增量为 55800 亿，同比少增 13468 亿；截至 3 月底，社融存量同比仅增长 10.5%，创有历史记录以来新低。主要原因是在严监管整治通道业务和资管嵌套背景下，表外融资受到强力约束。一季度新增人民币贷款保持坚挺，占当季新增社融比重超过八成，反映社融回表趋势显著。此外，受益于市场利率下行，一季度债市融资功能有明显恢复，同比多增 6843 亿元。

一季度央行稳健中性货币政策未变，但边际上略有放松，市场流动性整体较为宽松，货币市场利率中枢下行。展望二季度，央行自 4 月 25 日起下调部分金融机构存款准备金率，释放 4000 亿增量资金，对税期扰动形成对冲，市场流动性将保持总量平稳。总体上看，此次降准意在优化流动性结构，央行仍将保持稳健中性的货币政策。

一季度税收收入高增，财政支出增速明显回落，财政政策取向保持积极

财政收入保持高增长，财政支出增速显著下行。一季度财政收入累计同比增长 13.6%，增速较上年同期小幅下滑 0.5 个百分点。主要原因是“降费”政策下，非税收入累计同比下降 7.5%。税收收入同比增长 17.2%，增速较上年同期加快 2.6 个百分点，主要源于宏观经济延续稳中向好态势，以及工业品价格处于相对较高水平。一季度财政支出累计同比增长 10.9%，增速较上年同期下滑 10.1 个百分点。与上年相比，今年 3 月财政支出并未明显加码发力，显示在宏观经济开局良好以及经济发展由重速度转向重质量背景下，财政托底意愿不强。

财政政策取向保持积极。2018 年我国财政赤字率下调至 2.6%，较上年降低 0.4 个百分点，但财政政策取向保持积极，主要体现在两个方面：一是 2018 年减税降费政策力度将进一步加大，预计全年减轻企业税费负担 1.1 万亿元。二是综合考虑专项债规模扩大等因素，今年财政支出对实体经济的支持力度不会减弱，并正在向精准扶贫和节能环保等领域倾斜。今年减税效应将在 5 月份以后逐步体现，预计二季度财政收入增速或将回落至个位数；受今年支出进度进一步加快影响，二季度财政支出增速仍将保持较高强度。

综合来看，货币政策和财政政策在二季度将继续为宏观经济结构优化提供适宜的政策环境。

行业及区域经济环境

房地产行业

随着住房制度改革的深入叠加整体偏严厉的楼市调控政策，预计 2018 年全国商品房销售面积和销售额增速仍将持续回落

2017 年是房地产行业全面调整的一年，除住房相关金融政策全面收紧以外，更多呈现“因城施策”调控格局，2017 年全国接近 110 个城市与部门（县级以上）发布房地产调控政策，发布的调控政策次数多达 270 次以上。

受调控政策影响，尽管广大三四线城市和中西部城市接棒遭遇定向调控的一线和主要二线城市，成为新的市场热点，推动 2017 年全国商品房销售面积和销售额均较上年同比增长，但全国商品房销售额增速全年仍呈现明显回落状态。2017 年全国商品房销售面积 16.95 亿平方米，同比增长 7.7%，增速比 1~11 月份回落 0.2 个百分点；其中住宅销售面积同比增长 5.3%，住宅销售额增长 11.3%；商品房销售额 13.37 万亿元，同比增长 13.7%，增速提高 1 个百分点。从城市分布来看，广大三四线城市和中西部城市是带动全国销售增长的主要因素。

图 1：2016 年全年及 2017 年 1~12 月全国商品房销售面积及销售额增速变动图



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

2018 年，在“房住不炒”定位的大背景下，在房地产市场调控保持不放松、不动摇的基础上，中央提出建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，一系列住房长效机制在推进，住房制度改革将逐渐深入。房地产去金融化成为政策焦点，土地供应模式迎来重大变化，商品住房不再是住房市场唯一选择，政府将不再是居住用地唯一提供者。一系列重大变化下，2018 年商品房销售额和销售面积受到政策、货币环境的影响，叠加三四线城市体量较小，在经过大规模“去库存”后的后续乏力，预计全国房地产市场整体将难以维持 2017 年的销售情况，2018 年全国商品房销售面积和销售额增速仍将持续回落。

2017 年全国商品房库存明显下降，预计分化的土地供应政策叠加棚改货币化安置等举措，将继续推动 2018 年部分三四线城市和县城去库存提速

房地产去库存是中央政府确定的供给侧结构性改革的重点任务之一，2017 年以三四线城市为主的中西部地区的房地产销售增长，拉动了全国商品房去库存。截至 2017 年末，全国商品房待售面积 58923 万平方米，比上年末下降 15.3%。2017 年商品房库存去化 1.16 亿平方米，全年减少 16.5%，与 2016 年初 7.39 亿平方米的历史高点相比，跌幅超过 20.3%。2017 年全国房地产去库存任务初步完成，一二三四线城市商品房库存去化已十分充分，很多城市去化周期均在 12 个月以下。

图2：全国商品房及住宅待售面积总量和增速变动情况



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

在 2017 年底的住房工作会议上，住建部强调，库存仍然较多的部分三四线城市和县城要继续做好去库存工作，并 2018 将扎实推进新一轮棚改工作，将改造各类棚户区 580 万套，继续为三四线城市去库存带来一定的支持。而 2017 年，我国各类棚户区改造开工 609 万套，顺利完成年度目标任务，完成投资 1.84 万亿元。

中央政府在 2017 年去库存的各项举措基础上，加大一线和重点二线城市土地供应量，减少三四线城市土地供应量，叠加棚改货币化，预计 2018 年部分三四线城市和县城去库存将提速。

受制于货币信贷政策的收紧及房地产企业融资渠道的严格受限，预计 2018 年全国房地产投资增速将进一步下滑

2017 年房地产开发投资增速与 2016 年基本持平，但整体仍大幅度低于 2015 年以前水平。2017 年，全国房地产开发投资 109799 亿元，比上年名义增长 7.0%，增速比 1~11 月份回落 0.5 个百分点。其中，住宅投资 75148 亿元，增长 9.4%，增速回落 0.3 个百分点。住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.4%。

同期，土地市场投资热度持续升温，叠加商品房库存回落影响，带动全国房屋新开工面积增速阶段性上行。2017 年，房地产开发企业土地购置面积 25508 万平方米，比上年增长 15.8%，增速比 1~11 月份回落 0.5 个百分点；土地成交价款 13643 亿元，增长 49.4%，增速提高 2.4 个百分点。

2017 年，全房地产开发企业房屋新开工面积 178654 万平方米，增长 7.0%，增速提高 0.1 个百分点。其中，住宅新开工面积 128098 万平方米，增长 10.5%。房屋施工面积 781484 万平方米，比上年增长 3.0%，增速比 1~11 月份回落 0.1 个百分点。其中，住宅施工面积 536444 万平方米，增长 2.9%。

图3：2016年全年及2017年1~12月全国房地产开发投资增速



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

但是，预计2018年，由于货币信贷政策的收紧，房地产企业融资渠道严格受限、融资成本上升等，2018年新房投资增速将进一步下滑。银行按揭贷款收紧、严控开发贷等货币政策趋紧，已对房地产到位资金产生影响。统计局数据显示，2017年房地产开发企业到位资金156053亿元，比上年增长8.2%。其中，国内贷款25242亿元，增长17.3%；其他资金79770亿元，增长8.6%，总体规模保持增长，但增速有所放缓。值得注意的是，在其他资金中，个人按揭贷款为23906亿元，下降2.0%。

此外，尽管2017年土地供应较2016年有所增加，且有望在2018年保持增加态势，但土地供应结构和商品房开发模式的变化，同样会对房地产投资产生影响。

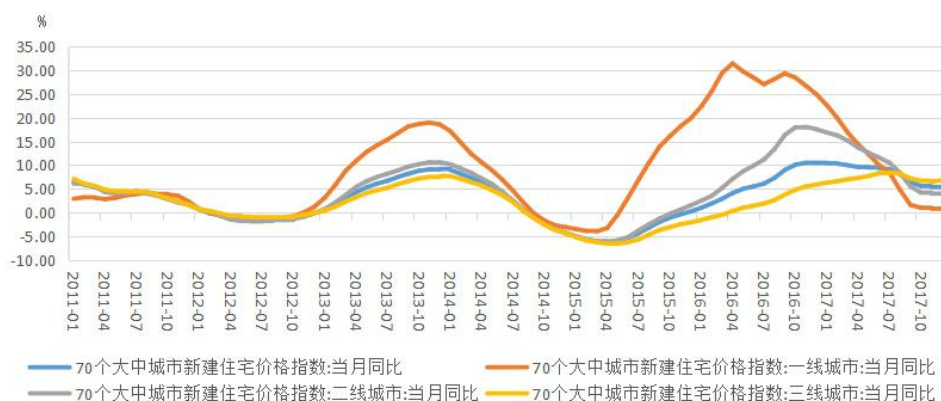
2017年一线城市房价增速保持连续下滑、三四线城市去库存提速带动房价上涨，预计2018年一线和重点二线城市房价涨幅仍将连续回落，全国房价趋于稳定

2017年，受广大三四线城市的去库存拉动，全国商品房平均销售价格从去年的7476元/平方米升至7887.91元/平方米，涨幅为5.55%。

受调控政策出台时序和力度不同，2017年全国各区域房价明显分化。从百城价格指数来看，2017年12月，全国百城住宅平均价格为1.39万元/平方米，较2016年12月的1.30万元/平方米增长6.92%；2017年1~12月，一、二线城市的住宅价格指数明显呈下降状态，而三线城市的住宅价格指数呈上升态势。

据国家统计局公布，到2017年末，70个大中城市房价涨幅出现扩大现象。2017年12月，全国70个大中城市中，有57个城市的新建商品住房（不含保障房）价格出现环比上涨，上涨城市数量比11月多出7个。其中，一线城市仍然保持下跌，一线城市新建商品住宅和二手住宅价格同比涨幅均连续15个月回落，其他热点城市房价平稳，但二三线城市和北海、西安、贵阳、昆明等中西部城市成为主要的涨价区域，这也带动了整体房价涨幅的回升。

图4：2011年~2017年70个大中城市新建住宅价格指数当月同比变化情况



数据来源：国家统计局，东方金诚整理

2017 年在各城市持续加强的调控政策压力下，大型房企以品牌输出和并购等方式持续提升规模，行业集中度进一步上升

我国房地产企业数量较多，市场相对分散，但近年来集中度持续提升。据克而瑞地产研究发布的《2017 年前三季度中国房地产企业销售 TOP100》，2017 年前三季度，自 4 月份开始，在各城市持续加强的调控政策压力下，大部分房企销售业绩环比出现持续下跌，然而龙头房企规模快速扩张，市场份额持续提高，与其他房企的规模差距越来越大。

2017 年前三季度，从金额门槛来看，TOP30 房企规模继续保持了高速增长；前三季度 TOP10 上榜门槛为 1010 亿元，同比增长 29%；TOP30 房企的入榜门槛增幅最大，大幅增长 51%至 440 亿元。从面积门槛来看，增幅最大的是 TOP10、TOP20 和 TOP30 的房企，均增长近 40%。在市场调控持续加码的背景下，龙头房企仍能实现高速增长；而其他房企则受调控影响较大，TOP100 面积门槛则较去年同期有所降低。

除了门槛的变化以外，房企的集中度也越来越高。与 2016 年全年相比，TOP100 房企金额集中度的增速整体高于面积集中度。金额方面，各梯队房企集中度均呈上升趋势。其中 TOP30 和 TOP50 房企集中度升幅最大，较 2016 年末分别上升了 8.5 和 9.4 个百分点。TOP100 房企的集中度达到 53.2%，占据市场份额过半。面积方面，TOP50 房企集中度升幅最大达 5.4 个百分点，TOP100 房企的集中度达到了 32.1%。

此外，房地产行业竞争具有一定的区域性特征，部分区域性房地产开发企业虽然整体规模和资金实力与全国大型房地产企业相比仍有差距，但在特定区域市场中具有一定的竞争优势。

业务运营

经营概况

公司营业收入和毛利润主要来自房地产开发业务，跟踪期内，公司营业收入有所增长，但综合毛利率略有下降

2017 年，公司实现营业收入 39.55 亿元，同比增长 6.16%。其中，房地产开发

业务收入 37.78 亿元，同比增长 5.83%。从收入构成来看，房地产开发业务收入占公司营业收入比例为 95.54%，仍为公司主要的收入来源。同期，公司物业管理业务实现收入 1.53 亿元。公司其他业务主要为代理销售、水电开发、报纸及广告等业务，收入占比总体较小。

表 1：2015 年~2017 年公司营业收入、毛利润、毛利率情况

单位：亿元、%

业务类别	2015 年		2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房地产开发业务	28.43	95.59	35.70	95.84	37.78	95.54
物业管理	1.00	3.37	1.21	3.25	1.53	3.86
其他	0.31	1.04	0.34	0.91	0.24	0.60
合计	29.75	100.00	37.25	100.00	39.55	100.00
业务类别	毛利润		毛利润		毛利润	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产业务	7.26	25.55	8.66	24.26	8.61	22.79
物业管理	0.02	2.23	-0.05	-4.13	-0.11	-7.04
其他	0.13	43.63	0.03	8.82	0.01	2.14
合计	7.42	24.95	8.64	23.19	8.51	21.52

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从毛利润和毛利率来看，2017 年公司毛利润为 8.51 亿元，同比小幅减少 1.50%，其中房地产开发业务实现毛利润 8.61 亿元，为公司主要的利润来源；公司综合毛利率为 21.52%，同比下降 1.67 个百分点。

房地产开发业务

公司开发经验较丰富，产品业态多元，经营区域在巩固西安市场的同时向苏州、天津等重点城市区域拓展

公司具备房地产开发一级资质，房地产项目开发经验较为丰富，曾成功运作多个地产项目。近年来，公司开发项目包括天地源·枫林意树、苏州七里香都、天地源·丹轩梓园、欧筑 1898 尚信园、万熙天地等，产品业态以普通住宅为主，同时涵盖别墅、商业、写字楼等类型。

公司作为根植于西安的房地产开发企业，业务区域布局按照“立足于区域深耕”的主业发展战略定位，初步形成了以西安为中心的西部市场、以苏州为中心的长三角市场、以天津为中心的环渤海市场、以深圳为中心的珠三角市场、以重庆和成都为中心的西南市场的战略布局，并逐步向周边地区辐射。

2017 年，公司获得第 15 届陕西地产总评榜“年度品牌实力企业 10 强”；其曲江香都项目获“陕西 10 大品质名盘”，悦熙广场项目获“陕西 10 大热销楼盘”，万熙天地项目获“2018 年值得期待楼盘”称号。

跟踪期内，公司房地产业务结算收入保持增长，但受区域房地产市场宏观调控影响，公司合同销售金额及面积同比有所下降

2017 年，公司房地产开发业务实现收入 37.78 亿元，同比增长 5.83%；毛利润 8.61 亿元，较上年基本持平，毛利率 22.79%，同比小幅下降 1.47 个百分点。公司

销售回款主要来自于西安曲江香都、西安悦熙广场、苏州太湖颐景、惠州御湾雅墅等项目的推盘销售；2017 年公司合同销售金额、合同销售面积分别为 48.00 亿元和 39.55 万平方米，分别同比下降 11.03%和 16.14%，主要原因一方面系 2016 年公司推盘项目较多、基数较大，一方面系 2017 年苏州、天津等城市“限购、限贷、限售、限价”的调控政策不断升级，公司销售进度有所放缓所致；公司平均合同销售价格为 12137 元/平方米，同比上涨 6.09%。同期，公司结算收入为 37.78 亿元，同比增长 5.83%；平均结算价格 11625 元/平方米，同比上涨 9.05%。

表 2：2015 年~2017 年公司房地产开发业务主要经营数据

指标	2015 年	2016 年	2017 年
合同销售金额（亿元）	30.82	53.95	48.00
合同销售面积（万平方米）	26.53	47.16	39.55
平均合同销售价格（元/平方米）	11617	11440	12137
结算收入（亿元）	28.43	35.70	37.78
结算面积（万平方米）	22.74	33.49	32.50
结算成本（亿元）	21.17	27.04	29.17
平均结算价格（元/平方米）	12504	10660	11625

资料来源：公司提供，东方金诚整理

分区域销售情况来看，跟踪期内，公司房地产开发收入主要来源于西安地区，销售金额占比 68.03%，其次为苏州及惠州地区，占比分别为 21.09%和 6.87%，剩余少量销售收入来自于宝鸡和天津地区，收入占比相对不大。其中来自苏州区域的收入规模同比减少 22.09%，主要系 2017 年苏州市场受房地产宏观调控政策影响、公司项目销售进度有所放缓所致。

公司已完工项目主要位于西安、苏州等地区，整体去化情况良好

公司已完工项目主要位于西安、苏州等地区，主要项目包括枫林绿洲、枫林意树、水墨三十度、七里香郡、津九轩等项目，开发业态以住宅为主，包括部分商业及办公项目。

截至 2017 年末，公司已完工项目总可售面积合计 298.30 万平方米，累计已售面积 292.42 万平方米，剩余可售面积 5.88 万平方米；除高新国际商务中心项目因部分物业自留使用外，项目销售进度均超过 90%，整体去化情况良好。同期末，公司已完工项目累计销售金额 206.58 亿元，回款金额 206.66 亿元¹，回款情况良好。

表 3：截至 2017 年末公司已完工房地产开发项目情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米、%

项目名称	项目所在地	项目类别	可售面积	累计销售面积	累计销售金额	回款金额	销售进度	未完成销售原因
杰座广场	西安高新区	住宅	10.83	10.83	4.54	4.54	100.00	销售完毕
枫林绿洲	西安高新区	住宅	79.61	79.61	27.63	27.63	100.00	销售完毕
高新国际商务中心	西安高新区	办公	12.55	9.51	9.70	9.71	75.78	自留物业
曲江华府	西安曲江新区	住宅	20.75	20.75	12.51	12.51	100.00	销售完毕

¹ 部分项目有少量意向金，故回款金额略高于累计销售金额。

项目名称	项目所在地	项目类别	可售面积	累计销售面积	累计销售金额	回款金额	销售进度	未完成销售原因
西部电子信息大厦	西安市雁塔区	商业/办公	7.56	7.56	3.35	3.35	100.00	销售完毕
兰亭坊	西安高新区	住宅	17.92	17.84	14.24	14.24	99.55	自留物业
枫林意树	西安雁塔区	住宅	42.93	42.93	26.59	26.59	100.00	销售完毕
世家星城	西安雁塔区	住宅/商业	9.80	9.15	6.20	6.20	93.37	部分物业未销售
橄榄湾	苏州工业园区	住宅	13.90	13.90	7.26	7.26	100.00	销售完毕
水墨三十度	苏州工业园区	住宅	34.00	32.63	24.55	24.55	96.00	销售完毕
平江怡景	苏州姑苏区	住宅	9.98	9.96	13.78	13.77	99.60	部分车位未出售
七里香都	苏州园区	住宅	23.19	22.68	38.49	38.57	97.79	部分车位未出售
盛唐商务大厦	深圳福田区	综合	5.44	5.23	10.52	10.52	96.14	自留物业
津九轩	天津市南区	住宅	9.84	9.84	7.22	7.22	100.00	销售完毕
合计	-	-	298.30	292.42	206.58	206.66	98.03	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建项目建设进度正常，未来可售面积较充足，土地成本较低；但项目主要位于西安、苏州等楼市调控热点城市，可能对中短期业绩的稳定性构成一定不利影响

2017 年公司开发投资金额 29.11 亿元，同比减少 19.85%。新开工面积和竣工面积分别为 58.50 万平方米和 54.22 万平方米，同比均有较大幅度增长。

表 4：2015 年~2017 年公司房地产开发业务主要经营数据

单位：亿元、万平方米

指标	2015 年	2016 年	2017 年
开发投资金额	60.81	36.32	29.11
新开工面积	125.00	40.78	58.50
竣工面积	53.43	36.54	54.22
在建面积	207.89	271.78	239.58

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2017 年末，公司房地产在建项目共 12 个，总可售面积合计 338.44 万平方米。其中，已售面积 157.91 万平方米，累计实现销售金额 131.50 亿元，未来可售面积为 180.52 万平方米，公司在建项目平均楼面地价为 2185.31 元/平方米，土地成本较低，为未来项目盈利提供较好保障。公司在建项目情况详见附件五。

从区域布局来看，公司在建项目主要集中在西安、苏州两地，其次为天津、宝鸡及惠州地区，开发业态以住宅为主。在建项目规划建筑面积占比分别为 64.29%、10.43%、10.59%、7.44%和 7.24%。截至 2017 年末，公司在建项目总规划建筑面积合计 394.34 万平方米，在建建筑面积合计 239.58 万平方米。

截至 2017 年末，公司在建项目剩余总可售面积²为 180.52 万平方米，主要集中在西安、天津、苏州等地，上述地区剩余可售面积分别为 119.70 万平方米、20.26

² 包括未取得预售证可售部分。

万平方米和 19.90 万平方米。

公司在建项目主要位于苏州、西安等楼市调控重点城市，未来销售存在不确定性，可能对该地区项目中短期业绩的稳定性构成一定不利影响。

跟踪期内，公司通过多种途径获取土地，为未来业务的可持续经营提供较好保障

2017 年，公司新增土地 5 块，合计占地面积 30.31 万平方米，规划建筑面积 85.87 万平方米，土地款支出金额共计 17.71 亿元；截至 2017 年末，公司拟建项目中万熙天地 4#地块与曲江香都 E#地块已取得土地证，其余地块仍在手续办理中。从获取方式来看，公司除通过“招拍挂”途径获取土地之外，还通过与其他房企合作开发、投资并购优质标的物等方式获取土地储备资源，进一步拓宽土地获取渠道。

表5：截至2017年末公司土地储备³情况

单位：万平方米

地块名称	所属区域	土地面积	规划总建筑面积	物业类型	开发方式	是否 2017 年新获取土地
万熙天地 4#地块	西安市	4.41	16.13	住宅	自主开发	否
曲江香都 E#地块	西安市	8.24	24.71	住宅	自主开发	否
泰州周山河街区	泰州市	5.67	11.91	住宅	自主开发	是
苏州青剑湖	苏州	3.32	3.99	住宅	合作开发	是
太仓科教新城	苏州（太仓）	6.61	13.23	住宅	合作开发	是
佛山南海区	佛山	3.53	17.67	商服用地	合作开发	是
咸阳高铁站	咸阳	11.16	39.07	住宅	合作开发	是
合计	-	42.95	126.71	-	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2017 年末，公司拟建项目共 7 个，其中 4 个为合作开发项目；项目分别位于西安、苏州、泰州、佛山和咸阳地区，业态类型主要为住宅，获取方式包括股权收购和土地市场招拍挂等方式，规划建筑面积合计 126.71 万平方米。从土地取得成本来看，公司拟建项目平均楼面地价为 5204.08 元/平方米⁴，土地成本相对较低，为项目的盈利水平提供一定保障。

跟踪期内，公司通过多种途径获取较为充分的土地储备，在建及拟建项目充足，能够满足未来 1~2 年房地产开发业务经营的可持续性。

公司在建及拟建项目后续投资规模仍较大，在当前楼市调控政策背景下，面临一定资金压力

公司在建项目总建筑面积 394.34 万平方米，其中在建面积 239.58 万平方米，预计总投资金额共计 313.90 亿元；截至 2017 年末，在建项目累计已投资额 188.00 亿元，未来尚需投资额为 125.90 亿元，资金需求较大。拟建项目方面，截至 2017

³ 指尚未进行土地开发项目，不含滚动开发项目，下同。

⁴ 以权益投资/权益建筑面积计算所得。

年末，公司待开发土地建筑面积合计 126.71 万平方米，待开发规模较大，公司拟建项目计划总投资金额尚在规划测算中。

总体来看，公司在建及拟建项目充足，为未来业务的持续经营提供较好支撑；但公司在建及拟建项目规模较大，后续开发仍需较大规模的建设资金投入，在当前楼市调控力度不放松、金融监管力度逐步加强的行业环境下，公司未来面临一定资金压力。

物业管理

跟踪期内，公司物业管理业务无新增项目，业务规模总体不大，盈利能力较弱

公司物业管理业务由全资子公司西安天地源物业服务有限责任公司（以下简称“天地源物业”）负责。天地源物业拥有国家一级物业管理资质，主要从事住宅、商业、办公楼等项目的物业管理，业务布局涉及西安、苏州、深圳、天津等地，承接物业管理项目主要为公司自身开发项目，管理物业类型以住宅为主。

表 6：2015 年～2017 年公司物业管理业务情况

单位：个、万平方米

指标	2015 年	2016 年	2017 年
物业管理项目总数	14	15	15
其中：住宅物业	11	12	12
商业物业	2	2	2
办公物业	1	1	1
物业管理项目总建筑面积	388.93	401.73	401.73
其中：住宅物业	366.99	380.59	380.59
商业物业	10.15	10.15	10.15
办公物业	10.99	10.99	10.99

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2017 年末，公司管理物业数量 15 个，与去年持平，其中住宅物业 12 个；管理物业建筑面积 401.73 万平方米，其中住宅物业建筑面积 380.59 万平方米。2017 年，公司物业管理业务实现收入 1.53 亿元，毛利润-0.11 亿元。公司物业管理业务主要定位于提高项目服务质量，扩大品牌影响力，为房地产项目的销售树立良好口碑。

企业管理

跟踪期内，公司在治理结构和内部管理方面无重大变化。

财务分析

财务概况

公司提供了 2015 年～2017 年的合并财务报表，希格玛会计师事务所（特殊普

通合伙) 对公司 2015 年~2017 年财务报表进行了审计, 均出具了标准无保留意见的审计报告。

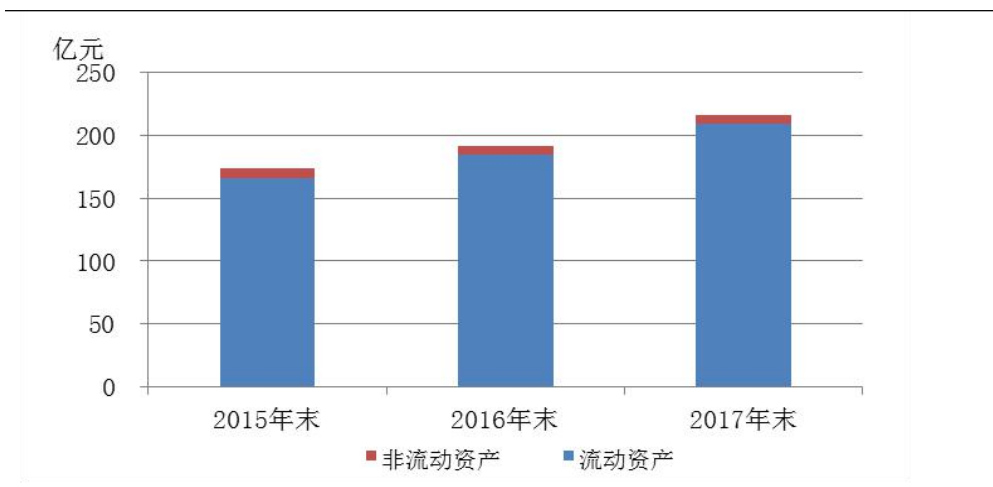
截至 2017 年末, 公司纳入合并范围的直接及间接控股子公司数量共 30 家, 具体见附件三。跟踪期内, 公司合并范围新增 2 家间接控股子公司泰州天地源德湖置业有限公司和广东天地源城际房地产开发有限公司, 公司分别对其间接持股 100% 和 65%。

资产构成与资产质量

跟踪期内, 公司资产规模有所增加, 资产构成仍以存货等流动资产为主

截至 2017 年末, 公司资产总额 215.73 亿元, 比上年末增长 12.81%, 其中流动资产占比 96.80%, 资产构成仍以流动资产为主。

图 5: 2015 年~2017 年末公司资产构成

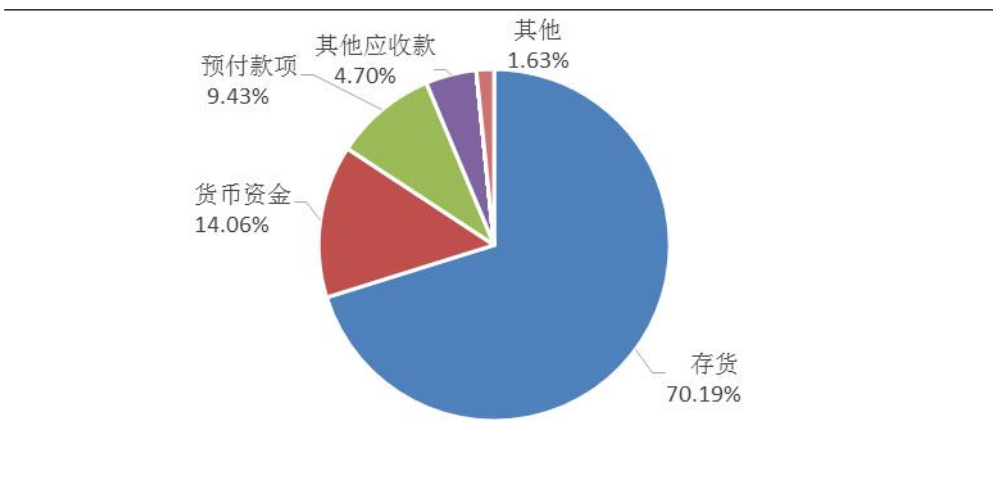


资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

1. 流动资产

截至 2017 年末, 公司流动资产 208.82 亿元, 比上年末增长 12.89%, 其中存货、货币资金、预付款项和其他应收款占比分别为 70.19%、14.06%、9.43%和 4.70%。

图 6: 截至 2017 年末公司流动资产构成



资料来源: 公司审计报告, 东方金诚整理

公司存货期末余额 146.56 亿元，比上年末增长 1.49%；存货中房地产开发成本和开发产品占比分别为 80.16%和 19.84%；公司开发产品跌价准备期末余额 0.44 亿元，其中本期计提存货跌价准备 0.16 亿元，主要系公司平江怡景、欧筑 1898、御湾雅墅项目车库市场价较低，可变现净值低于账面成本所致，同时，本期存货跌价准备转回或转销 0.58 亿元，主要系本期对外销售存货结转营业成本所致；公司用于抵押贷款的存货账面价值为 49.05 亿元，占存货比例为 33.47%。

公司货币资金期末余额 29.35 亿元，比上年末增加 12.93%；公司货币资金中银行存款占比 98.24%；公司受限货币资金 0.34 亿元，主要为按揭保证金存款和保函保证金。

公司预付款项主要为公司预付的项目合作款和拆迁款等。截至 2017 年末，公司预付款项期末余额 19.69 亿元，较上年增长 80.92%，预付款项中账龄三年以上占比 16.81%，占比有所下降。

公司其他应收款主要为保证金及押金、单位往来款、代垫款项等。截至 2017 年末公司其他应收款期末余额 9.81 亿元，比上年末增加 1556.10%，大幅增长主要系公司新增对武汉市公共资源交易办公室的 7.06 亿元土地竞买保证金、对苏州联鑫置业有限公司 1.63 亿元项目合作款所致。

2. 非流动资产

截至 2017 年末，公司非流动资产 6.91 亿元，比上年末增长 10.53%，其中递延所得税资产、固定资产和长期股权投资占比分别为 69.60%、20.03%和 8.60%。

公司递延所得税资产期末余额 4.81 亿元，比上年末增加 12.45%，主要为公司可抵扣亏损、预收账款等所形成的可抵扣暂时性差异所致。

公司固定资产期末余额 1.38 亿元，比上年末增长 26.89%，主要系本期新购置 0.29 亿元房屋及建筑物所致。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具等。

公司长期股权投资期末余额为 0.59 亿元，与上年末持平，为持有的西安高科国际社区发展有限公司 21.02%股权。

公司持有至到期投资期末余额为 0.08 亿元，同比下降 68.54%，主要原因系下属公司办理信托融资认购的信托保障基金到期收回所致。

截至 2017 年末，公司受限资产账面价值合计 49.39 亿元，规模较大，占总资产规模的 22.89%；公司受限资产为货币资金和存货，其中用于保证金的货币资金为 0.34 亿元，用于抵押贷款的存货账面价值为 49.05 亿元。

资本结构

受益于未分配利润的增加，公司所有者权益小幅增长

截至 2017 年末，公司所有者权益 30.76 亿元，同比小幅增加 6.26%，主要来自于未分配利润的增加；公司未分配利润为 16.62 亿元，同比增长 11.75%。2017 年末，公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润占比分别为 28.09%、6.54%、10.35%和 54.02%，少数股东权益占比 1.01%。

跟踪期内，公司债务规模有所增长，资产负债率仍较高，长期有息债务占比

有所下降，随着部分应付债券将于 2018 年内到期偿付，短期偿债压力有所上升

截至 2017 年末，公司负债总额为 184.96 亿元，同比增长 13.98%，主要来自于流动负债的增长；其中，流动负债和非流动负债占比分别为 59.29%和 40.71%，流动负债占比有所上升。

1. 流动负债

截至 2017 年末，公司流动负债 109.66 亿元，同比增加 38.25%；公司流动负债主要由预收款项、一年内到期的非流动负债、应付账款和其他应付款构成，占流动负债比例分别为 42.59%、31.31%、15.65%和 7.89%。

同期末，公司预收款项期末余额为 46.71 亿元，同比增长 30.94%，主要为房地产项目预售所形成的销售回款增加所致。公司预收房款规模较大，为未来收入的结转提供较好保障。

公司一年内到期的非流动负债期末余额为 34.34 亿元，同比增长 139.21%，主要原因系一年内到期的应付债券增加所致。

公司应付账款主要为应付工程款，2017 年末公司应付账款期末余额为 17.17 亿元，比上年末小幅增长 2.93%。

公司其他应付款主要为土地增值税准备金、代收及暂收款、单位往来款和质保金等，2017 年末为 8.66 亿元，较上年末小幅下降 1.58%。

2. 非流动负债

截至 2017 年末，公司非流动负债 75.30 亿元，同比减少 9.23%；公司非流动负债由长期借款和应付债券构成，占比分别为 73.58%和 26.42%。

公司长期借款期末余额 55.40 亿元，同比增长 28.21%；公司长期借款主要为抵押借款、信托借款和保证借款，占比分别为 75.69%、13.13%和 11.18%，公司 2017 年长期借款的年利率区间为 4.75%至 8.00%。

2017 年末，公司应付债券为 19.90 亿元，同比减少 19.84 亿元，主要系公司“15 天地 01”、“15 天地 02”债券将于 2018 年 9 月到期，由应付债券科目转入一年到期的非流动负债科目所致。截至 2017 年末，公司应付债券情况见下表。

表 7：截至 2017 年末公司应付债券情况

单位：亿元、%

序号	债券简称	种类	发行规模	起息日	到期日	票面利率
1	15 天地源 MTN001	一般中期票据	10.00	2015-11-09	2020-11-09	5.98
2	16 天地一	私募债	10.00	2016-08-30	2019-08-30	6.28

资料来源：公司提供，东方金诚整理

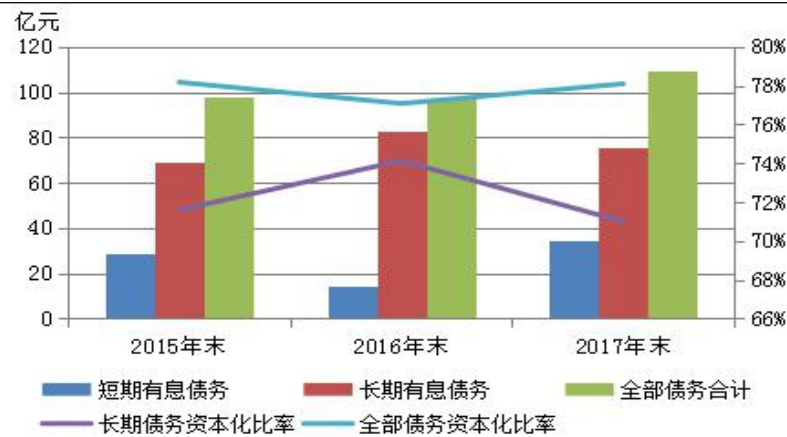
3. 债务负担

截至 2017 年末，公司全部债务为 109.64 亿元，同比增长 12.67%；长期有息债务和短期有息债务占比分别为 68.68%和 31.32%，公司债务结构仍以长期有息债务为主，但占比有所下降。

2017 年末，公司资产负债率为 85.74%，比上年末上升 0.88 个百分点，若考虑

到预收账款和收入结转因素，调整后的资产负债率⁵为 77.20%，同比基本持平，但总体来看，公司资产负债率仍处于较高水平。

图 7：2015 年~2017 年末公司有息债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期末，公司长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 70.99% 和 78.09%，长期债务资本化比率比上年末下降 3.13 个百分点，全部债务资本化比率比上年末上升 1.02 个百分点。

从本期债券存续期内公司全部债务的偿债压力来看，2018 年公司需要偿还本息 34.34 亿元，主要来自于银行借款及“15 天地 01”、“15 天地 02”债券的到期偿付，短期内存在一定的债务偿还压力，公司拟通过房地产项目销售回款以及再融资进行债务偿还及置换。

表 8：本期债券存续期内公司债务偿还期限结构

单位：亿元

债务到期时间	银行借款 到期偿还金额	其他金融机构借 款到期偿还金额	已发行债券 到期偿还金额	合计
2018 年	13.74	0.65	19.95	34.34

资料来源：公司提供，东方金诚整理

4. 对外担保

截至 2017 年末，除对购房者购房贷款提供的 27.65 亿元按揭贷款阶段性担保外，公司对外无担保。

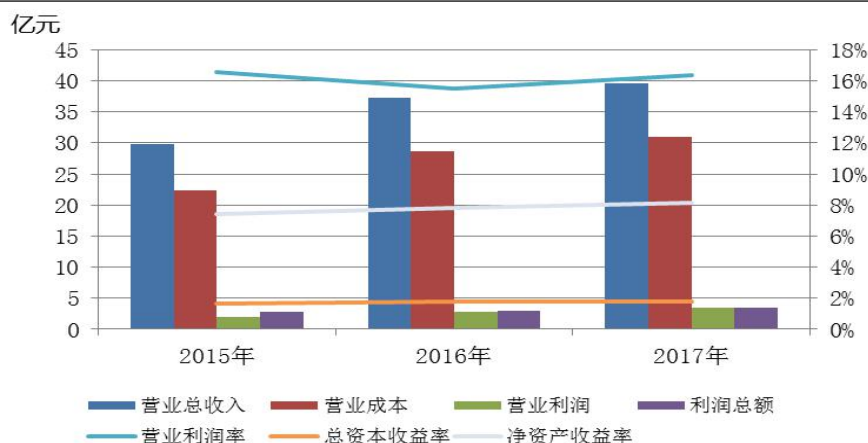
盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润总额均同比增长，营业利润率小幅提升

2017 年，公司实现营业收入 39.55 亿元，同比小幅增长 6.16%，主要是公司竣工结转收入同比增加所致。同期，公司营业利润率为 16.35%，同比提升 0.81 个百分点。

⁵ 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。

图 8：2015 年~2017 年公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

同期，公司期间费用 2.75 亿元，同比增长 8.96%；占营业收入比例为 6.94%，同比小幅上升 0.18 个百分点。

表 9：2015 年~2017 年公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年
销售费用	1.29	1.40	1.55
管理费用	0.92	1.01	1.11
财务费用	0.13	0.10	0.08
期间费用合计	2.33	2.52	2.75
期间费用占营业收入比例	7.85	6.76	6.94

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，公司利润总额 3.43 亿元，同比增长 13.41%，其中营业外收入 0.01 亿元，同比持续有所下降；净利润 2.50 亿元，同比增长 10.41%，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.54 亿元。

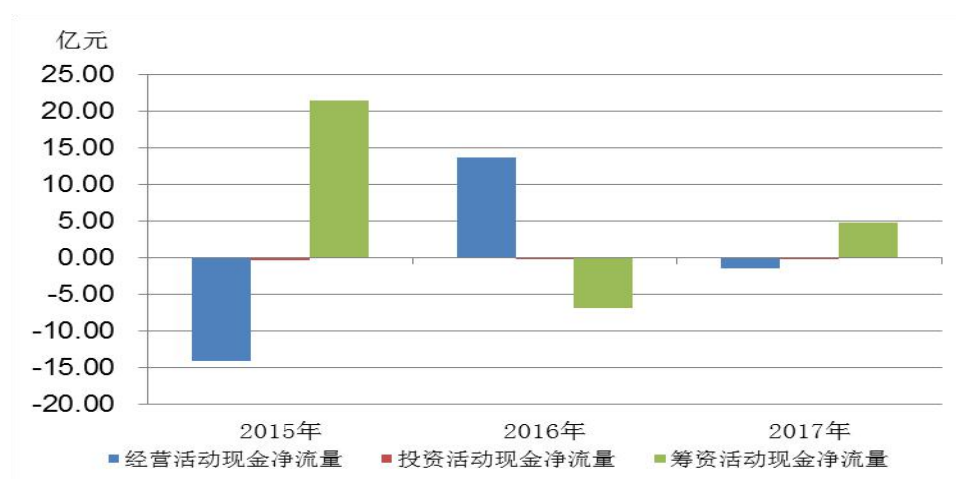
同期，公司总资本收益率为 1.91%，同比小幅下降 0.06 个百分点；净资产收益率 8.14%，同比增长 0.31 个百分点。

现金流

2017 年，受土地款支出增加影响，公司经营性净现金流降幅较大，筹资性净现金流有所增加

2017 年，公司经营性净现金流为-1.40 亿元，同比减少 15.06 亿元，降幅较大，原因主要为公司当年新获取土地较多、土地款支出规模增加所致；公司投资性净现金流-0.11 亿元，比 2016 年增加 0.11 亿元，公司投资活动现金流规模较小；公司筹资活动产生的现金流量净额 4.78 亿元，比 2016 年增长 11.69 亿元，主要是公司偿还债务所支付的现金同比减少 16.97 亿元所致。

图 9：2015 年~2017 年公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

2017 年末，公司流动比率、速动比率分别为 190.41%和 56.77%；由于公司经营净现金流由正转负，2017 年，公司经营净现金流流动负债比为-1.28，同比降幅较大。

2017 年，公司 EBITDA 为 3.71 亿元，同比增长 10.77%，主要来自营业利润；EBITDA 利息倍数为 0.55 倍；全部债务/EBITDA 为 29.59 倍。

表 10：2015 年~2017 年公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2015 年	2016 年	2017 年
流动比率	215.83	233.19	190.41
速动比率	41.87	51.14	56.77
经营现金流流动负债比	-18.15	17.21	-1.28
EBITDA 利息倍数	0.41	0.45	0.55
全部债务/EBITDA	31.98	29.09	29.59

资料来源：公司提供，东方金诚整理

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 2018 年 3 月 9 日，公司无不良类信贷记录。

抗风险能力及结论

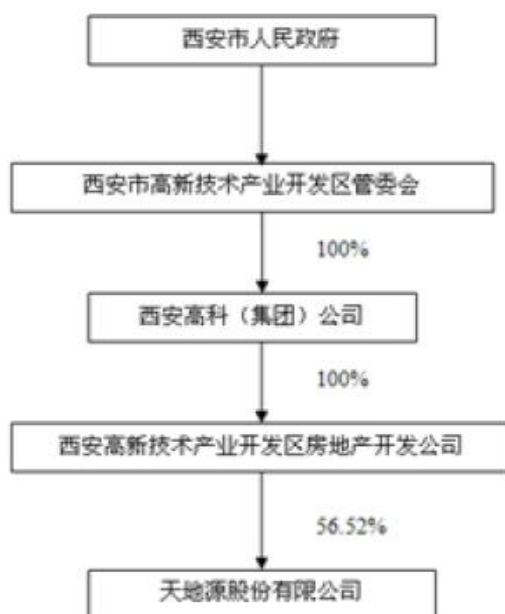
公司开发经验较丰富，产品业态多元，经营区域在巩固西安市场的同时向苏州、天津等重点城市区域拓展；公司在建项目主要位于西安、苏州等地，建设进度正常，未来可售面积较充足；跟踪期内，公司通过多种途径获取土地，为未来业务的可持续经营提供较好保障；公司收入和利润规模均同比增长，营业利润率小幅提升。

同时，东方金诚也关注到，跟踪期内，公司房地产开发业务受区域房地产市场

宏观调控影响，合同销售金额及面积同比有所下降；公司房地产开发项目主要位于西安、苏州等楼市调控热点城市，可能对中短期内业绩的稳定性构成一定不利影响；公司房地产在建及拟建项目后续投资规模仍较大，在当前楼市调控政策背景下，面临一定资金压力；跟踪期内，公司债务规模有所增长，资产负债率整体仍较高，短期偿债压力有所上升；2017 年，受土地款支出增加影响，公司经营性净现金流降幅较大。

综合考虑，东方金诚维持天地源的主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“15 天地 01”和“15 天地 02”的信用等级为 AA。

附件一：截至 2017 年末天地源股权关系图



附件二：截至 2017 年末天地源前十大股东持股情况

单位：%、股

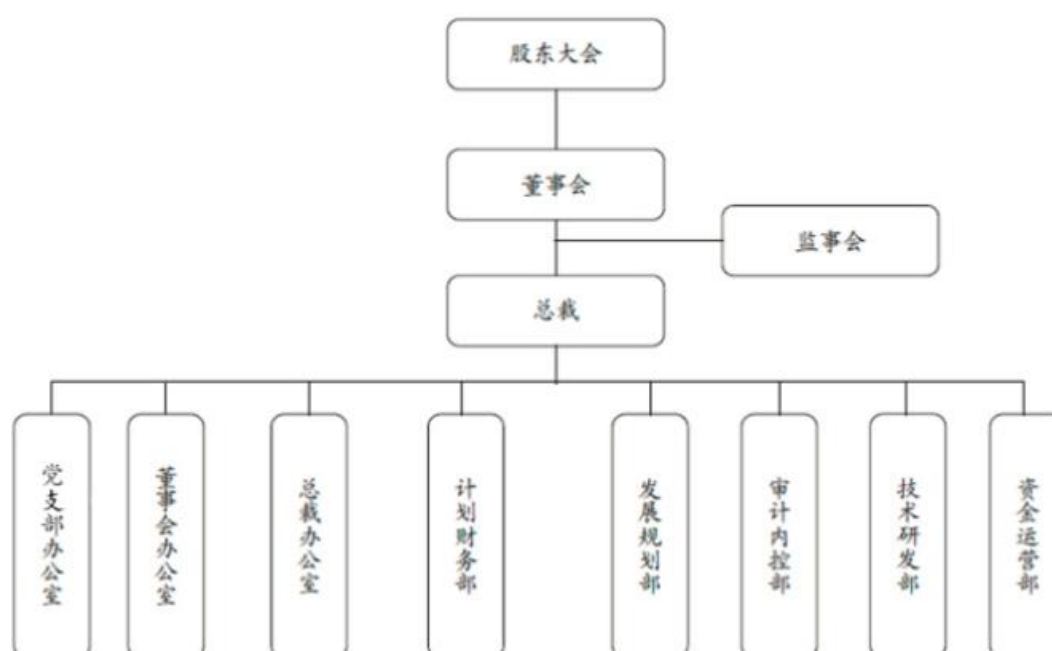
股东名称	股东性质	持股比例	持股数量
西安高新技术产业开发区房地产开发公司	国有法人	56.52	488359560
李大中	境内自然人	0.67	5799609
王德华	境内自然人	0.62	5330000
王有利	境内自然人	0.58	5048500
郑文健	境内自然人	0.57	4926391
领航投资澳洲有限公司-领航新兴市场股指基金(交易所)	其他	0.40	3429500
中国银行股份有限公司-南方量化成长股票型证券投资基金	其他	0.33	2891872
袁辉	境内自然人	0.29	2547300
陈旭辉	境内自然人	0.28	2411500
顾勇梁	境内自然人	0.27	2315271
合计	-	60.53	523059503

附件三：截至 2017 年末天地源纳入合并报表范围的子公司情况

单位：%

序号	子公司名称	主要经营地点	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
1	上海天地源企业有限公司	上海	房地产	100.00	-	设立
2	苏州天地源房地产开发有限公司	苏州	房地产	4.55	95.45	设立
3	天津天地源置业投资有限公司	天津	房地产	100.00	-	设立
4	西安天地源物业服务管理有限责任公司	西安	物业管理	-	100.00	设立
5	西安创典文化传媒广告有限责任公司	西安	制作发布广告	70.00	-	设立
6	西安天地源房地产开发有限公司	西安	房地产	100.00	-	设立
7	西安天地源不动产代理有限公司	西安	不动产中介代理	-	100.00	设立
8	深圳天地源房地产开发有限公司	深圳	房地产	100.00	-	设立
9	惠州天地源房地产开发有限公司	惠州	房地产	-	100.00	设立
10	苏州平江天地源置业有限公司	苏州	房地产	-	100.00	设立
11	深圳天地源物业服务有限公司	深圳	物业管理	-	100.00	设立
12	苏州天地源香都置业有限公司	苏州	房地产	-	100.00	设立
13	陕西天投房地产开发有限公司	西安	房地产	100.00	-	设立
14	榆林天投置业有限公司	榆林	房地产	-	60.00	设立
15	苏州天地源香湖置业有限公司	苏州	房地产	-	100.00	设立
16	深圳西京实业发展有限公司	深圳	房地产	70.00	30.00	同一控制下企业合并
17	西安天地源曲江房地产开发有限公司	西安	房地产	-	100.00	非同一控制下企业合并
18	陕西深宝水电开发有限责任公司	宝鸡	发电	-	51.00	非同一控制下企业合并
19	西安报业广告信息有限责任公司	西安	广告代理/ 报纸出刊	-	100.00	非同一控制下企业合并
20	西安明正房地产开发有限公司	西安	房地产	-	100.00	非同一控制下企业合并
21	陕西东方加德建设开发有限公司	西安	房地产	-	100.00	非同一控制下企业合并
22	宝鸡市融兴置业有限公司	宝鸡	房地产	-	60.00	非同一控制下企业合并
23	陕西蓝田御坊置业有限公司	西安	房地产	-	100.00	非同一控制下企业合并
24	苏州天地源木渎置业有限公司	苏州	房地产	-	100.00	设立
25	苏州天地源金山置业有限公司	苏州	房地产	-	95.00	设立
26	深圳天地源中方豪杰置业有限公司	深圳	房地产	-	51.00	设立
27	天津天地源唐城房地产开发有限公司	天津	房地产	-	100.00	设立
28	苏州天地源香城置业有限公司	苏州	房地产	-	100.00	设立
29	泰州天地源德湖置业有限公司	泰州	房地产	-	100.00	设立
30	广东天地源城际房地产开发有限公司	佛山	房地产	-	65.00	设立

附件四：截至 2017 年末天地源组织结构图



附件五：截至 2017 年末公司在建项目情况

单位：万平方米、元/平方米、亿元

项目名称	地区	项目类型	总投资 金额	已投资 金额	开工时 间	总建筑 面积	在建面 积	可供出 售面积	已售面 积	已售合 同金额
丹轩坊	西安	住宅	16.16	7.93	2011.12	24.96	17.04	23.97	10.30	7.69
丹轩梓园	西安	住宅	26.61	13.65	2013.5	28.62	2.76	27.15	17.35	21.81
曲江香都 ^(ABCD)	西安	住宅	69.26	50.87	2012.11	89.42	40.98	82.80	69.70	45.62
天地源·悦熙 广场	西安	商业、办 公、公寓	14.25	8.57	2015.1	15.96	15.96	11.62	5.04	6.11
万熙天地(3#、 7#、2#地块)	苏州	住宅、商 业、办公	82.51	27.30	2016.3	94.57	93.64	76.55	-	-
太湖颐景	苏州	住宅	11.51	10.01	2015.6	12.99	3.23	12.15	7.93	13.62
拾锦香都	苏州	住宅	21.28	14.24	2015.12	23.02	23.02	16.92	3.56	6.27
金兰尚院	苏州	住宅	6.46	4.26	2016.12	5.13	5.13	3.24	0.91	2.01
御湾雅墅	惠州	住宅	19.03	21.57	2010.5	28.56	-	24.17	18.79	15.39
欧筑 1898	天津	住宅	26.88	19.11	2011.6	35.54	15.46	32.31	15.79	9.67
益发里	天津	住宅	9.46	6.30	2017.2	6.22	2.47	3.74	-	-
九悦香都	宝鸡	住宅	10.51	4.18	2013.7	29.36	19.91	23.82	8.54	3.3138
合计	-	-	313.90	188.00	-	394.34	239.58	338.44	157.91	131.50

附件六：合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产：			
货币资金	193406.24	259907.21	293524.15
应收账款	2073.67	1899.34	1826.12
预付款项	95552.11	108835.84	196900.79
其他应收款	6930.75	5921.85	98071.61
存货	1340599.39	1444119.45	1465632.96
其他流动资产	24745.96	29100.89	32200.38
流动资产合计	1663308.13	1849784.57	2088155.99
非流动资产：			
持有至到期投资	21161.58	2527.19	795.06
长期股权投资	5945.67	5945.53	5945.68
投资性房地产	—	—	—
固定资产	11377.10	10909.18	13842.86
无形资产	261.02	262.99	330.59
长期待摊费用	305.85	106.22	96.43
递延所得税资产	32139.37	42770.25	48094.92
非流动资产合计	71190.59	62521.36	69105.54
资产总计	1734498.72	1912305.93	2157261.54

附件六：合并资产负债表（续）

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动负债：			
短期借款	26000.00	—	—
应付票据	1251.00	—	—
应付账款	153044.04	166781.07	171674.61
预收款项	214394.79	356695.32	467055.42
应付职工薪酬	7048.26	8497.92	9125.28
应交税费	13684.17	19744.50	8119.38
应付利息	11360.67	9517.02	10188.74
应付股利	512.59	510.61	510.61
其他应付款	80485.64	87959.32	86572.66
一年内到期的非流动负债	262874.60	143550.00	343392.66
流动负债合计	770655.77	793255.76	1096639.37
非流动负债：			
长期借款	372994.00	432114.00	554019.61
应付债券	297022.58	397393.95	198953.16
长期应付款	20000.00	—	—
递延收益	54.46	12.11	—
非流动负债合计	690071.04	829520.06	752972.77
负债合计	1460726.81	1622775.82	1849612.14
所有者权益(或股东权益)：			
实收资本（或股本）	86412.25	86412.25	86412.25
资本公积	20109.34	20109.34	20109.34
盈余公积	30821.46	30821.46	31839.19
未分配利润	132593.70	148714.38	166194.73
归属母公司所有者权益合计	269936.76	286057.44	304555.52
少数股东权益	3835.15	3472.67	3093.88
股东权益合计	273771.91	289530.11	307649.40
负债与股东权益合计	1734498.72	1912305.93	2157261.54

附件七：合并利润表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年
一、营业总收入	297453.49	372507.73	395470.91
其中：营业收入	297453.49	372507.73	395470.91
减：营业成本	223238.72	286120.76	310374.11
营业税金及附加	24974.14	28512.83	20454.50
销售费用	12908.68	14030.03	15488.89
管理费用	9156.07	10140.27	11141.19
财务费用	1280.84	1027.13	824.67
资产减值损失	5400.57	4811.74	2194.94
加：公允价值变动收益	-	-	-
投资收益	12.44	32.98	32.94
其他收益	-	-	48.33
二、营业利润	20506.92	27897.95	35073.88
加：营业外收入	7747.89	2895.57	67.39
减：营业外支出	762.27	555.23	848.15
其中：非流动资产处 置损失	141.91	6.07	-
三、利润总额	27492.54	30238.29	34293.11
减：所得税	7163.43	7567.96	9263.80
加：未确认的投资损失	-	-	-
四、净利润	20329.11	22670.32	25029.32
归属于母公司所有者的净 利润	20691.82	23032.81	25408.11
少数股东损益	-362.71	-362.49	-378.79

附件八：合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2015 年	2016 年	2017 年
一、经营活动产生的现金流量			
销售商品、提供劳务收到的现金	275571.90	514501.13	515618.19
收到税费返还	4.19	5198.55	2217.99
收到的其他与经营活动有关的现金	61476.17	110185.16	253932.31
经营活动现金流入小计	337052.26	629884.83	771768.50
购买商品、接受劳务支付的现金	382688.92	295829.50	344933.14
支付给职工以及为职工支付的现金	16448.94	20189.27	22352.59
支付的各项税费	46186.71	57988.01	57921.41
支付的其他与经营活动有关的现金	31635.00	119366.30	360608.91
经营活动现金流出小计	476959.57	493373.09	785816.04
经营活动产生的现金流量净额	-139907.31	136511.75	-14047.55
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资所收到的现金	-	1100.00	2400.00
取得投资收益所收到的现金	-	17.16	57.61
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	0.32	97.68	0.69
投资活动现金流入小计	0.32	1214.84	2458.30
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支	178.76	436.28	2818.80
投资所支付的现金	3220.00	2949.64	692.69
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	-	-
支付的其他与投资有关的现金	-	-	-
投资活动现金流出小计	3398.76	3385.92	3511.49
投资活动产生的现金流量净额	-3398.44	-2171.08	-1053.19
三、筹资活动产生的现金流			
吸收投资所收到的现金	-	-	-
取得借款所收到的现金	364474.00	448264.00	487019.00
发行债券收到的现金	300000.00	2092.00	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	49600.00	100000.00	-
筹资活动现金流入小计	714074.00	550356.00	487019.00
偿还债务所支付的现金	368239.70	534468.60	364766.28
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	77082.19	82771.65	74190.78
支付其他与筹资活动有关的现金	54421.01	2191.69	252.04
筹资活动现金流出小计	499742.90	619431.94	439209.11
筹资活动产生的现金流量净额	214331.10	-69075.94	47809.89
四、汇率变动对现金的影响额	-	-	-
五、现金和现金等价物净增加额	71025.35	65264.73	32709.15

附件九：合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2015 年	2016 年	2017 年
1、净利润	20329.11	22670.32	25029.32
资产减值准备	5400.57	4811.74	2194.94
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折	825.89	801.81	822.63
无形资产摊销	40.72	28.72	21.74
长期待摊费用摊销	268.14	213.82	103.79
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	136.24	-68.14	-
固定资产报废损失	5.67	1.05	8.00
公允价值变动损失（减：收益）	-	-	-
财务费用	2016.82	3094.49	2930.88
投资损失	-12.44	-32.98	-32.94
递延所得税资产减少	-6196.33	-10630.89	-5324.66
递延所得税负债增加	-	-	-
存货的减少	-411204.46	-27603.40	42691.12
经营性应收项目的减少	203100.35	-19649.94	-183902.22
经营性应付项目的增加	45382.42	162875.13	101409.86
其他	-	-	-
经营活动产生的现金流量净额	-139907.31	136511.75	-14047.55
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	192155.24	257419.97	290129.12
减：现金的期初余额	121129.89	192155.24	257419.97
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	71025.35	65264.73	32709.15

附件十：主要财务指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
盈利能力			
营业利润率 (%)	16.55	15.54	16.35
总资本收益率 (%)	1.78	1.97	1.91
净资产收益率 (%)	7.43	7.83	8.14
偿债能力			
资产负债率 (%)	84.22	84.86	85.74
长期债务资本化比率 (%)	71.59	74.13	70.99
全部债务资本化比率 (%)	78.17	77.07	78.09
流动比率 (%)	215.83	233.19	190.41
速动比率 (%)	41.87	51.14	56.77
经营现金流动负债比 (%)	-18.15	17.21	-1.28
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.41	0.45	0.55
全部债务/EBITDA (倍)	31.98	29.09	29.59
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.15	0.14	-0.01
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-71.06	61.89	-8.31
经营效率			
销售债权周转次数 (次)	157.79	187.52	212.31
存货周转次数 (次)	0.20	0.21	0.21
总资产周转次数 (次)	0.19	0.20	0.19
现金收入比 (%)	92.64	138.12	130.38
增长指标			
资产总额年平均增长率 (%)	-	10.25	11.52
净资产年平均增长率 (%)	-	5.76	6.01
营业收入年平均增长率 (%)	-	25.23	15.30
利润总额年平均增长率 (%)	-	9.99	11.69
本期债券偿债能力			
EBITDA/本期债券发行额度 (倍)	0.15	0.17	0.19
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	1.69	3.15	3.86
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.70	0.68	-0.07
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.72	0.67	-0.08

附件十一：主要财务指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
盈利指标	
毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
总资本收益率	(净利润+利息费用)/(所有者权益+长期有息债务+短期有息债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期有息债务+短期有息债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期有息债务/(长期有息债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销)/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
期内长期债务偿还能力	期内(净利润+固定资产折旧+摊销)/期内应偿还的长期有息债务本金
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/(当年利息支出+当年应偿还的全部债务本金)
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2 年数据：增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据：增长率=【(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1】×100%
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期债券发行额度	EBITDA/本期债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十二：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	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，违约风险较高。
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，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。