

阳光城集团股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“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）”、“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）”和“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）”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；维持上述债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一九年五月十四日

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（2019）

发行主体	阳光城集团股份有限公司		
债券名称	阳光城集团股份有限公司 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	第一期：18 阳城 01 第二期：18 阳城 02		
债券代码	第一期：112770 第二期：112835		
发行规模	第一期：人民币 11 亿元，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售权 第二期：人民币 15 亿元，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售权		
存续期限	第一期：2018/10/22-2021/10/22 第二期：2018/12/25-2021/12/25		
上次评级时间	第一期：2018/09/12 第二期：2018/12/03		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

发行主体	阳光城集团股份有限公司		
债券名称	阳光城集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）、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	第一期：19 阳城 01 第二期：19 阳城 02		
债券代码	第一期：112859 第二期：112885		
发行规模	第一期：人民币 15 亿元，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售权 第二期：人民币 8 亿元，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售权		
存续期限	第一期：2019/02/28-2022/02/28 第二期：2019/04/12-2022/04/12		
上次评级时间	第一期：2019/02/20 第二期：2019/03/20		
上次评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	
跟踪评级结果	债项级别	AA ⁺	评级展望 稳定
	主体级别	AA ⁺	

基本观点

2018 年，在房地产行业政策落实分类调控的背景下，阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”或“公司”）顺应市场变化，实行快速周转的经营战略，加快去化，当年房地产销售业绩实现较快增长，行业排名持续提升，同时土地储备资源丰富且区域布局广泛，为其未来可持续发展奠定基础。中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务规模较大、杠杆比例处于较高水平且面临短期偿债压力等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持阳光城主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；维持“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）”、“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）”信用等级为 AA⁺。

正面

- ▶ 持续保持较为明显的区域竞争优势。近年来，公司坚持“区域聚焦，深耕发展”的发展战略，在深耕福州地区的基础上，成功拓展包括西安、重庆和南宁等城市在内的内地区域为新的增长极。2018 年，公司在福州地区长期保持领先地位，在杭州、广州和佛山等城市亦位居当地房企销售排名前列，区域竞争优势继续巩固。
- ▶ 销售业绩快速增长且行业地位有所提升。公司实行快速周转的经营战略，2018 年公司加快去化，当年实现签约销售金额 1,628.56 亿元，同比增长 77.93%，快速增长的销售金额使公司在房地产行业的销售排名进一步上升。

概况数据

阳光城	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益(亿元)	189.24	305.70	410.30	441.17
总资产(亿元)	1,204.31	2,132.50	2,633.97	2,719.84
总债务(亿元)	680.73	1,136.58	1,132.27	1,193.12
营业总收入(亿元)	195.98	331.63	564.70	60.08
营业毛利率(%)	23.31	25.08	26.06	27.38
EBITDA(亿元)	22.09	40.85	73.06	-
所有者权益收益率(%)	7.56	7.29	9.52	10.88
资产负债率(%)	84.29	85.66	84.42	83.78
净负债率(%)	259.90	252.82	183.72	190.01
总债务/EBITDA(X)	30.81	27.82	15.50	-
EBITDA 利息倍数(X)	0.55	0.58	0.83	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2016-2018 年末其他流动负债系公司专项私募债及定向融资工具，计入总债务及相关指标进行计算；
3、2019 年第一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

土地储备资源丰富且布局趋于分散。2018 年公司继续扩大区域布局，当年新进入 18 个城市，区域布局更加广泛。截至 2018 年末，公司土地储备面积为 4,417.77 万平方米，分布于全国 89 个城市，并以长三角及中西部的重点一、二线城市为主，土地储备资源丰富且区域布局广泛。

关注

杠杆水平仍有下降空间。截至 2018 年末公司总债务规模为 1,132.27 亿元；同时，公司年末资产负债率和净负债率分别为 84.42% 和 183.72%，财务杠杆仍处于较高水平。
面临一定再融资压力。截至 2018 年末，公司短期债务合计 488.25 亿元，占总债务的比重为 43.12%，债务水平依然较高且货币资金不能覆盖短期债务，公司面临一定短期偿债压力。

分析师

樊春裕

cyfan@ccxr.com.cn

张丽华

lhzhang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 14 日



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和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

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。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预

期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

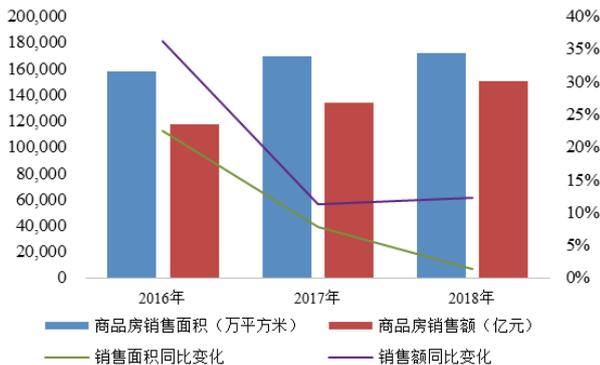
政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售金额分别为 171,654 万平方米和 149,973 亿元，同比分别增长 1.3%和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2%和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582

元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18% 和 12.24% 至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60% 和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

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、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。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，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。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023 年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。2018 年 TOP100 房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升 11.20 个百分点至 66.70%；TOP50 房企销售金额占比较上年上升 9.20 个百分点至 55.10%；TOP10 房企销售金额门槛达到超过 2,000 亿元，占全国销售金额的比重为 26.90%，较上年上升 2.80 个百分点，千亿房企数量亦达到 30 家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。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。

业务运营

公司顺应房地产市场环境变化，销售业绩持续较快增长，凭借其在传统优势区域较强的竞争优势，行业排名进一步上升。

2018年，公司继续坚持“区域聚焦、深耕发展”的策略，积极应对行业政策及房地产市场环境的变化情况，及时调整项目开发节奏和产品供货策略，当年销售业绩保持较快增长。2018年公司实现全口径销售金额1,628.56亿元，同比增长77.93%；签约销售面积1,266.38万平方米，同比增长92.05%；权益口径签约销售金额和销售面积分别为1,183.25亿元和895.11万平方米，快速增长的销售业绩使公司在房地产企业的销售排名进一步上升。2019年1~3月，公司实现全口径签约销售金额340.42亿元，实现签约销售面积258.24万平方米，同比分别增长21.97%和31.55%，当期平均销售均价为13,182元/平方米。

从销售的区域分布来看，2018年公司销售占比最高的区域包括西安、重庆、南宁等城市在内的内地区域，占比达36.88%，大福建以及长三角区域的占比分别为20.04%和28.39%，以上区域当年签约销售金额均超过300亿元；其次，公司在珠三角和京津冀区域的销售金额占比分别为11.47%和3.22%。具体城市方面，公司房地产项目销售分布于全国68个城市，其中前五大城市分别为杭州、福州、西安、南宁和广州，签约销售金额占比分别为10.55%、9.42%、8.39%、5.74%和5.53%，合计占比为39.64%，另前二十大城市合计销售金额占比为76.00%。其中，公司在福州地区蝉联7年销售冠军，区域竞争优势显著；在杭州、广州和佛山等长三角及珠三角城市的销售排名亦位列前十；此外，公司在郑州、太原、南宁和西安等内地城市销售排名也进入当地房地产企业前列。

表 1：截至 2018 年末公司签约销售区域分布情况

单位：亿元		
城市	销售金额	占比
杭州	171.78	10.55%
福州	153.46	9.42%
西安	136.64	8.39%
南宁	93.51	5.74%
广州	90.13	5.53%
佛山	61.53	3.78%
台州	48.61	2.98%
温州	47.19	2.90%
绍兴	46.81	2.87%
郑州	46.16	2.83%
成都	44.96	2.76%
上海	44.79	2.75%
苏州	43.65	2.68%
泉州	41.60	2.55%
重庆	33.54	2.06%
太原	31.32	1.92%
湖州	27.59	1.69%
武汉	25.02	1.54%
东莞	25.01	1.54%
北京	24.49	1.50%
其他城市	390.79	24.00%
合计	1,628.56	100.00%

注：其他城市包括南通、长沙、厦门、天津、漳州、上饶、南昌、延安、无锡、贵阳、乌鲁木齐、昆明、宁波、大连、南京、九江、兰州、沧州、嘉兴、景德镇、济南、徐州、深圳、张家港等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

结算方面，受益于待结算资源的进一步增长，2018年公司结算面积同比增长58.39%至382.27万平方米，实现结算金额555.01亿元，同比增长69.62%；同期，结算均价提升至14,496元/平方米。从区域分布来看，公司结算项目主要集中在大福建、长三角和内地区域，2018年上述三大区域的结算金额分别为177.80亿元、191.44亿元和96.09亿元，占比分别为32.04%、34.49%和17.31%，结算项目主要位于上述区域的一二线城市。从具体城市来看，2018年公司结算收入主要来自于杭州、福州、厦门及北京等城市，上述城市结算金额占比分别为22.19%、15.44%、8.00%和7.81%。另截至2018年末，公司预收账款为621.21亿元，同比增长54.72%，占当期营业收入的比重为110.01%，较为丰富的已售未结算

资源能够为其未来经营业绩的增长提供支撑。

表 2：2016~2019.Q1 公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
签约销售面积	360.66	659.40	1,266.38	258.24
签约销售金额	462.42	915.30	1,628.56	340.42
签约销售均价	12,821	13,881	12,860	13,182
结算面积	145.41	241.34	382.27	-
结算金额	193.70	327.21	555.01	-
结算单价	13,321	13,558	14,496	-

注：签约销售面积和签约销售金额均为全口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从项目运营来看，2018 年公司项目开发节奏明显加快，当年新开工面积 1,714.70 万平方米，同比大幅增长 132.85%；竣工面积同比增长 104.68%至 416.38 万平方米。在建项目方面，截至 2018 年末，公司全口径在建项目合计 214 个，全口径在建项目剩余可售面积为 3,406.05 万平方米，从区域分布来看，公司在建项目分布于 83 个城市，长沙、广州、重庆、西安和南宁等城市占比较大，以上城市在建项目剩余可售面积占比分别为 9.37%、8.11%、5.92%、5.59%和 5.18%，前五大城市合计在建项目剩余可售面积占比为 34.17%，前二十大城市合计占比为 46.07%。同期末，公司权益口径在建项目为 106 个，在建项目剩余可售面积为 2,341.09 万平方米。公司在建项目体量较大，较为充足的项目资源可为公司未来业绩增长提供有力支撑。

表 3：2016~2018 年公司开竣工情况

单位：万平方米、个

	2016	2017	2018
新开工面积	300.88	736.41	1,714.70
竣工面积	180.92	203.43	398.88
在建项目数量	44	86	106

注：以上数据为权益口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

跟踪期内，公司拿地节奏趋缓，同时强化了对长三角和内地区域战略城市的拓展，项目储备规模继续扩大，能够为未来可持续发展提供有力支撑。

新增土地储备方面，2018 年公司拿地节奏有所放缓，当年通过公开市场“招拍挂”以及收购在建工程或并购等方式共计获得 80 个土地项目，新增计

容面积 1,332.52 万平方米，同比减少 34.09%。其中，公司通过公开“招拍挂”新增 57 个项目，计容面积 823.70 万平方米，全口径成交金额为 384.97 亿元，权益口径应支付金额为 193.88 亿元；通过并购方式获得 23 个项目，计容面积为 508.82 万平方米，并购价款为 112.60 亿元。2018 年，公司新增土地储备金额合计为 497.57 亿元，同比减少 49.56%，且新增土地储备金额占当年销售金额的比例由上年的 107.77%减少至 30.55%。从区域分布来看，2018 年公司新增土地储备主要分布在内地区域，占比达 62.23%，其中以重庆、南宁和江西为主；此外，大福建、长三角和珠三角区域分别占比 11.49%、10.61%和 8.09%。总体来看，2018 年公司投资节奏有所收缩，新增项目主要位于内地战略城市和长三角，全国布局的战略不断加强。

表 4：2016~2018 年公司土地储备和新增项目情况

单位：万平方米、个、亿元

	2016	2017	2018
新增土地储备面积	977.80	2,021.63	1,332.52
新增项目数	25	120	80
新增土地储备金额	281.23	986.42	497.57

注：以上数据为全口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目储备方面，截至 2018 年末，公司土地储备面积²为 4,417.77 万平方米，权益口径土地储备面积为 2,729.08 万平方米。从土地储备区域分布来看，2018 年公司重点开拓内地区域，同时不断深耕长三角、大福建和珠三角三大区域，布局向全国不断扩展，截至 2018 年末，上述四大区域土地储备面积占比分别为 48.32%、17.04%、15.21%和 14.87%。从具体城市分布来看，公司土地储备分布于 89 个城市，重点布局全国一二线城市，截至 2018 年末，公司在福州、长沙、广州、西安、南宁和重庆等前十大城市合计拥有土地储备面积 2,275.96 万平方米，合计占比为 51.52%，截至 2018 年末，公司土地储备楼面地价为 4,339.44 元/平方米。较为充足且分散的项目储备为公司未来可持续发展提供较好保障，但同时中诚信证评也关注到，公司在建及储备项目规模较大，其后续的项目建设开发与运营对

² 土地储备面积=在建及拟建剩余可售面积+竣工未售面积

公司资金运作能力、统筹管理能力提出了更高的要求。

表 5: 截至 2018 年末公司土地储备区域分布情况

单位: 万平方米

城市	剩余可售面积	占比
福州	344.66	7.80%
长沙	319.14	7.22%
广州	292.99	6.63%
西安	259.63	5.88%
南宁	255.02	5.77%
重庆	201.59	4.56%
太原	198.56	4.49%
杭州	147.88	3.35%
泉州	129.35	2.93%
佛山	127.14	2.88%
其他城市	2,141.28	48.48%
合计	4,417.77	100.00%

注: 1、以上数据为全口径;

2、其他城市包括北京、绍兴、乌鲁木齐、台州、菏泽、温州、漳州、天津、郑州、湖州、苏州、南通、上饶、延安、宁波、嘉兴、昆明、武汉、晋中、龙岩、厦门、宜春、大连、济南、莆田、成都、深圳、昆山、上海、兰州、合肥、宜兴、无锡、南京、徐州等。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

财务分析

下列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 2016~2018 年度审计报告以及 2019 年一季度未经审计的财务报告。

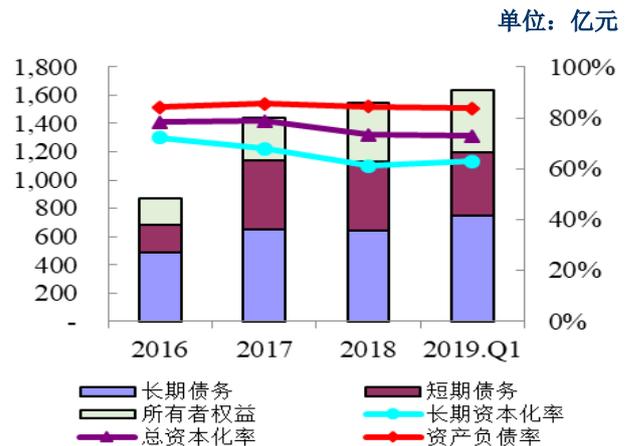
资本结构

截至 2018 年末公司总资产为 2,633.97 亿元, 同比增长 23.52%, 主要源于其他应收款、存货和长期股权投资的增长; 同期末, 受预收款项、关联方往来款增加的影响, 公司负债总额同比增长 21.72% 至 2,223.67 亿元; 自有资本实力方面, 得益于留存收益的积累和少数股东权益的增长, 公司所有者权益同比增长 34.22% 至 410.30 亿元。财务杠杆比率方面, 2018 年末公司资产负债率和净负债率分别为 84.42% 和 183.72%, 将永续债计入债务之后的资产负债率和净负债率分别为 86.32% 和 195.90%, 公司杠杆率较上年有所下降, 但仍处于较高水平。

从资产构成来看, 公司资产以流动资产为主,

主要由存货、其他应收款和货币资金构成, 2018 年末上述三项金额分别为 1,421.72 亿元、417.44 亿元和 378.48 亿元, 合计占总资产比重为 84.19%。此外, 非流动资产方面, 2018 年末公司长期股权投资同比增长 395.91% 至 93.00 亿元, 占非流动资产的 33.19%, 主要系当期合作项目的增多, 对联营合营企业投资增加所致。

图 2: 2016~2019.Q1 公司资本结构



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

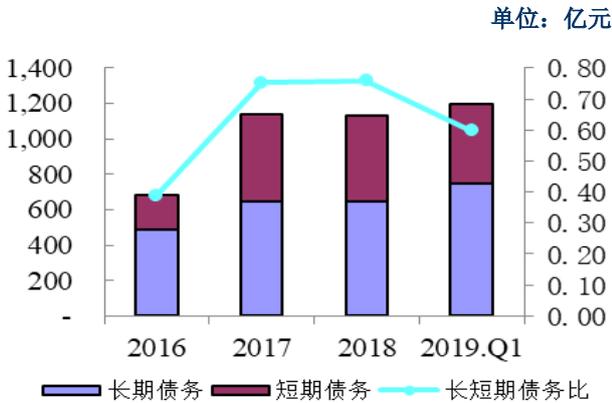
负债方面, 公司负债主要由计息债务、预收款项和其他应付款构成。2018 年受益于公司销售业绩的提升, 预收房款增长较快, 年末预收款项为 621.21 亿元, 同比增长 54.72%; 同期, 受合作项目增加的影响, 公司应付合营及联营企业的往来款大幅增加, 年末公司其他应付款为 224.22 亿元, 同比增长 55.78%, 2018 年前五大应付公司分别为福建万达利环保投资有限公司、广东省广晟资产经营有限公司、绍兴元垄房地产开发有限公司、广州市汉国恒生房地产开发有限公司和东莞市金地投资发展有限公司, 合计占比为 21.86%。截至 2019 年 3 月末, 公司预收款项和其他应付款分别为 729.55 亿元和 197.23 亿元。

从债务规模来看, 随着业务规模的扩大, 近年来公司对外部融资规模较大, 截至 2018 年末, 公司总债务规模为 1,132.27 亿元, 同比减少 0.38%, 长短期债务比为 0.76 倍, 与上年基本持平, 债务期限结构仍待优化。

截至 2019 年 3 月末, 公司总资产 2,719.84 亿元, 负债总额 2,278.66 亿元, 所有者权益 441.17 亿元; 同期公司总债务规模为 1,193.12 亿元, 资产负债率和

净负债率分别为83.78%和190.01%，长短期债务比（短期债务/长期债务）为0.60倍。

图 3：2016~2019.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

所有者权益方面，公司所有者权益主要由少数股东权益、未分配利润和其他权益工具构成，2018年上述三项占所有者权益的比例分别为 44.00%、22.29%和 12.19%。其中，2018 年末，受合作项目增加的影响，公司少数股东权益同比增长 58.07%至 180.51 亿元，前五大少数股东权益的公司分别为福州建鑫地源房地产开发有限公司、上海迅腾博房地产开发有限公司、上海泓远盛房地产开发有限公司、上海泓顺德房地产开发有限公司和福建华鑫通国际旅游业有限公司，合计占少数股东权益的比例为 40.69%；同期末，公司未分配利润同比增长 38.67%至 91.47 亿元。此外，2018 年新发行永续中票 10.00 亿元，年末永续债规模为 50.00 亿元。2019 年 3 月末，公司少数股东权益、未分配利润和其他权益工具分别为 208.46 亿元、94.55 亿元和 50.00 亿元。

总体看，截至 2018 年末，公司财务杠杆仍处于很高水平，且债务期限结构有待优化。但得益于利润留存增加及少数股东权益的增长，公司财务杠杆比率有所下降。

流动性

公司流动资产规模持续保持增长，2018 年末流动资产合计为 2,353.76 亿元，同比增长 18.63%，占总资产的比重下降至 89.36%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币

资金构成，2018 年末上述三项占流动资产的比重分别为 60.40%、17.74%和 16.08%。2019 年 3 月末，公司流动资产合计为 2,438.13 亿元，占总资产的比重为 89.64%。

表 6：公司 2016~2018 年周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.26	0.25	0.31
总资产周转率（次/年）	0.21	0.20	0.24

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2018 年公司存货同比增长 12.40%至 1,421.72 亿元，增幅较上年减缓。从存货构成来看，2018 年末公司开发成本为 1,195.54 亿元，同比增长 12.09%，占存货的 84.09%；同期末，公司开发产品为 202.45 亿元，同比增长 10.61%，占比为 14.24%，较上年减少 0.23 个百分点；较大规模的在建项目开发成本和拟建项目的土地储备，为公司未来业绩增长提供保障，但同时亦给公司带来了一定的资金支出压力。2019 年 3 月末，公司存货为 1,558.91 亿元。

周转率指标方面，随着 2018 年公司规模扩张速度的减缓，年内公司周转率指标有所回升，运营效率有一定的提升。2018 年，公司的存货周转率和总资产周转率分别增长至 0.31 次和 0.24 次。

其他应收款方面，2018 年末公司其他应收款同比增长 96.75%至 417.44 亿元，主要系当期公司对联合合营企业履行相应股东义务的款项（按相关比例承担投资开发资金等）、未转为股权对价的房地产项目合作意向金等增加所致。同期末，其他应收款期末余额前五单位分别为福州融欣泰房地产开发有限公司、福建汇博投资有限公司、福建科欣隆商业保理有限公司、广州当代腾欣投资有限公司和天津隼达企业管理有限公司，上述五家公司的其他应收款合计占比为 15.17%。2019 年 3 月末，公司其他应收款为 370.58 亿元。

从现金获取能力来看，受益于房地产销售回款的增加，2018 年公司经营性现金流净额同比大幅增长 147.55%至 218.31 亿元。同期，公司对外投资节奏放缓，当年投资活动现金流净流出 158.72 亿元，同比减少 50.43%。公司 2018 年偿还债务支付的现金同比增长 68.08%至 748.01 亿元，同时，通过借

款和发行债券收到的现金都有所减少，当年筹资活动现金流净额同比减少 115.84%至-62.91 亿元。2019 年 1~3 月，公司经营净现金流为-79.15 亿元，投资活动净现金流为 12.53 亿元，筹资活动净现金流为 57.11 亿元。

货币资金方面，受益于预收账款的增加，2018 年末公司货币资金余额为 378.48 亿元，同比增长 4.05%，但增幅较上年明显减缓，主要系偿还债务支付的现金增加所致。同期末，公司货币资金/短期债务为 0.78 倍，货币资金对其短期债务覆盖程度不足。

表 7：2016~2019.Q1 公司部分流动性指标

	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金（亿元）	188.89	363.74	378.48	354.84
经营活动现金流净额（亿元）	-25.81	88.19	218.31	-79.15
经营净现金流/短期债务（X）	-0.14	0.18	0.45	-0.18
货币资金/短期债务（X）	0.99	0.75	0.78	0.80

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，2018 年末，公司受限资产合计 758.11 亿元，占总资产的比重为 28.78%。受限资产中主要为存货，金额达 610.64 亿元，占年末存货余额的 42.95%；货币资金受限金额为 54.02 亿元，占年末货币资金总额的 14.27%，主要系按揭担保保证金、银行贷款保证金等所致。

总体来看，公司债务规模较大，货币资金对短期债务的覆盖水平较低，公司面临一定的再融资压力。但随着公司项目储备陆续进入销售阶段，销售资金的回笼可以对其整体流动性形成一定的支撑。

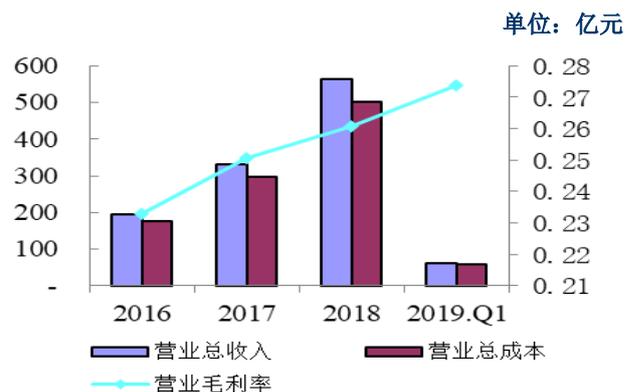
盈利能力

受益于房地产销售收入的增长，2018 年公司实现营业收入 564.70 亿元，同比增长 70.28%。其中，房地产销售收入 555.01 亿元，同比大幅增长 69.62%。此外，2018 年公司预收款项金额为 621.21 亿元，同比增长 54.72%，占当年营业收入比例为 110.01%，能够为其未来业绩增长提供较好支撑。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 60.08 亿元。

从毛利水平来看，2018 年公司营业毛利率为 26.06%，较上年提升 0.98 个百分点。期间费用方面，

2018 年随着公司开发项目量增长带来项目公司增加、项目销售宣传力度加大及借款余额进一步增长，期间费用同比增长 74.31%至 39.49 亿元，三费收入占营业收入比重为 6.99%。2019 年 1~3 月，公司营业毛利率为 27.38%，三费合计 9.86 亿元，占营业收入的比重为 16.40%。

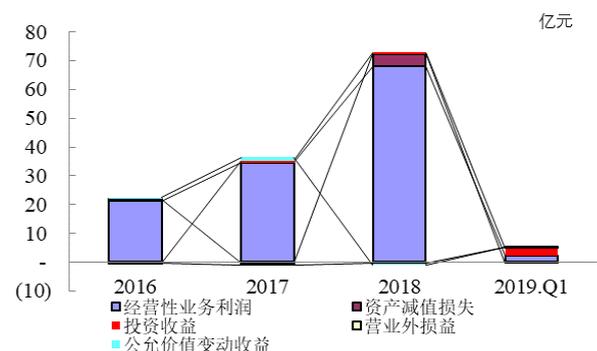
图 4：2016~2019.Q1 公司收入成本分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要来自经营性业务利润，2018 年公司实现利润总额 63.89 亿元，同比增长 77.29%，其中经营性业务利润 68.02 亿元，同比增长 96.59%；同期，公司取得净利润 39.06 亿元，同比增长 75.30%，盈利能力不断提高。2019 年 1~3 月，公司利润总额为 5.37 亿元，经营性业务利润 2.36 亿元，净利润 3.00 亿元。

图 5：2016~2019.Q1 公司利润总额构成分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司经营业绩持续增长，毛利率水平有所提升，但整体盈利能力仍有上升空间。此外，公司较大规模的已售待结转资源，亦对公司未来经营业绩的提升形成了支撑。

偿债能力

从债务规模来看，2018 年公司外部融资规模有

所下降,截至2018年末,公司总债务规模为1,132.27亿元,同比减少0.38%。从应付债券的期限来看,公司一年内到期金额为80.11亿元,1~2年内到期金额为67.08亿元,2~3年内到期金额为62.77亿元。债务期限结构方面,2018年末,公司长短期债务比为0.76倍,与上年基本持平,债务期限结构有待优化。

获现能力方面,受益于利润规模的扩大,公司2018年EBITDA为73.06亿元,同比增长78.85%;同期公司总债务/EBITDA由上年的27.82倍下降至15.50倍,EBITDA利息倍数由上年的0.58倍上升至0.83倍,EBITDA对债务本息的保障能力有所提升。

表 8: 2016~2018 年公司部分偿债指标

指标	2016	2017	2018
EBITDA (亿元)	22.09	40.85	73.06
总债务/EBITDA (X)	30.81	27.82	15.50
EBITDA 利息倍数 (X)	0.55	0.58	0.83
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.14	0.18	0.45
资产负债率 (%)	84.29	85.66	84.42
总资本化比率 (%)	78.25	78.80	73.40
净负债率 (%)	259.90	252.82	183.72

资料来源:公司定期报告,中诚信证评整理

或有负债方面,截至2018年末,公司担保余额为809.77亿元,其中对子公司提供的担保金额为701.86亿元,对外担保余额为107.91亿元,占所有者权益的比例为26.30%。涉诉事项方面,截至2018年末,公司尚有未决案件4起,均为建设工程施工合同纠纷案件,涉及金额合计2.53亿元。公司或有负债风险相对可控。

融资渠道方面,截至2018年末,公司获得工商银行、建设银行、农业银行和平安银行等银行给予的授信总额为1,013.13亿元,尚未使用授信额度为423.24亿元,此外公司作为A股上市公司,资本市场融资渠道较为畅通,备用流动性较为充足。

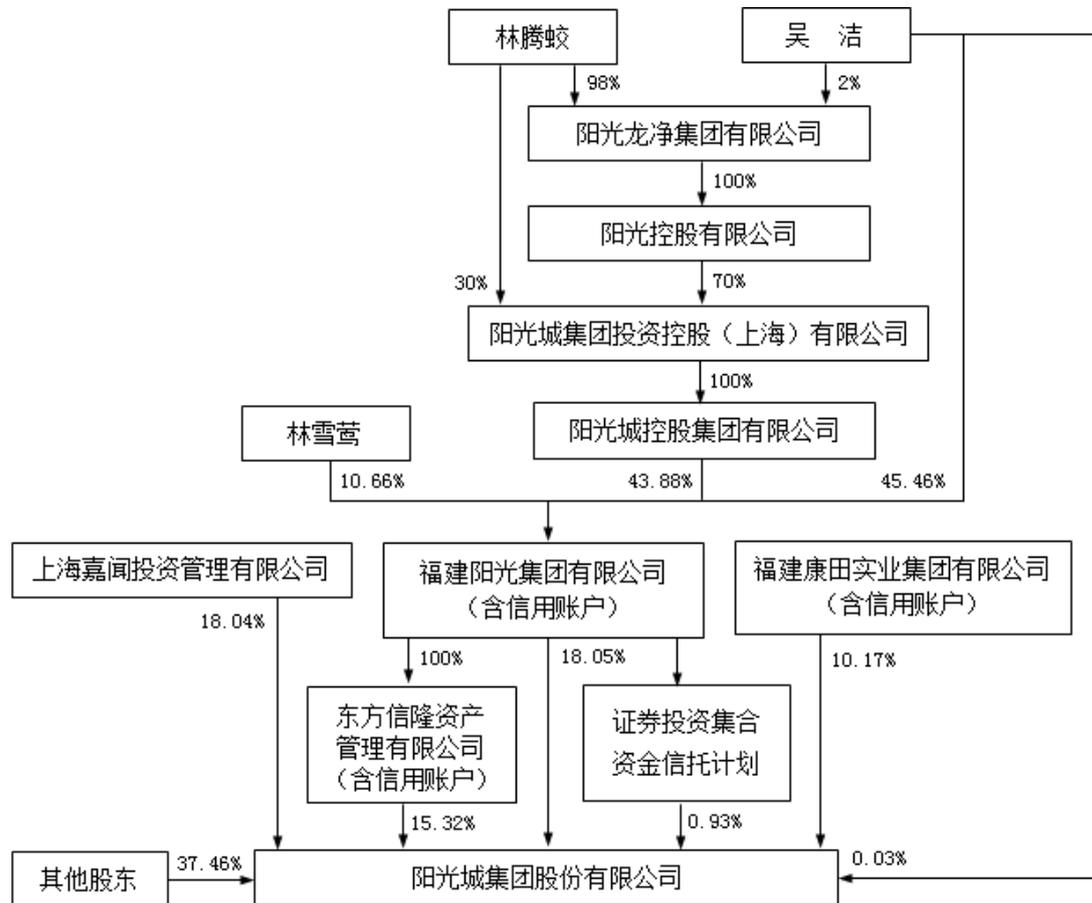
整体来看,随着在建项目的推进,公司负债规模仍处于较高水平,未来或将面临一定资本支出压力。但考虑到公司持续增长的销售收入规模,较为充足的土地储备资源,公司未来经营业绩将持续增

长,均可对其债务的偿还形成有力保障。

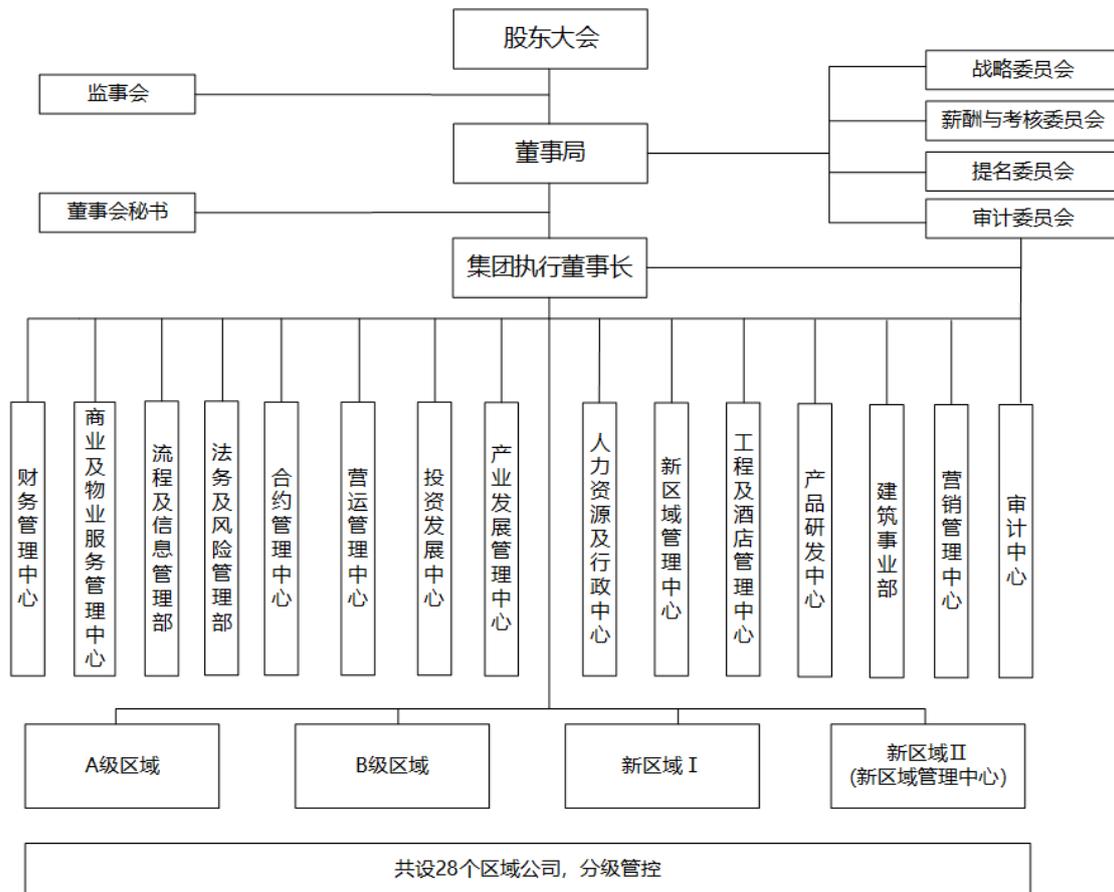
结 论

综上所述,中诚信证评维持阳光城主体信用等级为AA⁺,评级展望为稳定;维持“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)”、“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)”信用等级为AA⁺。

附一：阳光城集团股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附二：阳光城集团股份有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附三：阳光城集团股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	1,888,894.78	3,637,350.92	3,784,831.79	3,548,420.37
应收账款净额	80,548.32	52,357.86	125,071.03	81,711.09
存货净额	7,472,074.88	12,649,051.05	14,217,168.62	15,589,114.66
流动资产	11,456,078.02	19,841,296.22	23,537,574.90	24,381,270.88
长期投资	126,221.10	217,564.50	972,808.63	949,749.68
固定资产合计	274,145.79	907,337.08	1,192,729.92	1,196,332.52
总资产	12,043,052.17	21,325,007.03	26,339,662.64	27,198,373.17
短期债务	1,903,065.88	4,880,611.97	4,882,480.34	4,459,999.49
长期债务	4,904,226.01	6,485,235.01	6,440,228.07	7,471,204.18
总债务（短期债务+长期债务）	6,807,291.90	11,365,846.99	11,322,708.40	11,931,203.67
总负债	10,150,616.32	18,268,048.79	22,236,682.20	22,786,636.21
所有者权益（含少数股东权益）	1,892,435.85	3,056,958.24	4,102,980.44	4,411,736.96
营业总收入	1,959,802.01	3,316,313.02	5,647,009.07	600,824.30
三费前利润	332,084.33	572,521.76	1,075,112.94	122,188.03
投资收益	-3,475.13	7,001.86	5,453.86	26,396.52
净利润	143,136.70	222,835.23	390,636.40	30,006.43
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	220,939.36	408,525.44	730,635.48	-
经营活动产生现金净流量	-258,122.93	881,898.18	2,183,111.41	-791,525.25
投资活动产生现金净流量	-1,711,387.00	-3,201,834.62	-1,587,186.11	125,294.76
筹资活动产生现金净流量	2,244,486.60	3,971,326.02	-629,108.06	571,144.10
现金及现金等价物净增加额	274,976.81	1,648,733.76	-34,840.19	-96,782.29
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	23.31	25.08	26.06	27.38
所有者权益收益率（%）	7.56	7.29	9.52	10.88
EBITDA/营业总收入（%）	11.27	12.32	12.94	-
速动比率（X）	0.76	0.61	0.59	0.58
经营活动净现金/总债务（X）	-0.04	0.08	0.19	-0.28
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.14	0.18	0.45	-0.72
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.64	1.26	2.47	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.55	0.58	0.83	-
总债务/EBITDA（X）	30.81	27.82	15.50	-
资产负债率（%）	84.29	85.66	84.42	83.78
总债务/总资本（%）	78.25	78.80	73.40	73.01
净负债率（%）	259.90	252.82	183.72	190.01

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2016~2018 年末其他流动负债系公司专项私募债及定向融资工具，计入总债务及相关指标进行计算；

3、2019 年第一季度的所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务等指标经年化。

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

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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

短期债券信用评级等级符号及定义

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

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。