



# 天地源股份有限公司

## 2024 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0228 号

---

## 声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 5 月 17 日

<b>本次跟踪发行人及评级结果</b>	天地源股份有限公司	AA/稳定
<b>本次跟踪担保主体及评级结果</b>	西安高科集团有限公司	AA+/稳定
<b>本次跟踪债项及评级结果</b>	“21 天地一”、“22 天地一”、“22 天地二”、“22 天地源 MTN001”、“22 天地源 MTN002”、“24 天地源 MTN001”	AA+
<b>跟踪评级原因</b>	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
<b>评级观点</b>	<p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于天地源股份有限公司（以下简称“天地源”或“公司”）的实际控制人西安高科集团有限公司（以下简称“西安高科”）综合实力很强、可获得较强股东支持，公司在西安房地产市场保持较强的竞争地位及融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业风险，西安市外项目去化速度整体偏慢及财务杠杆处于行业较高水平等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。上述债项信用等级充分考虑了西安高科提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对上述债项还本付息的保障作用。</p>	
<b>评级展望</b>	中诚信国际认为，天地源股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。	
<b>调级因素</b>	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>公司行业地位大幅增强、杠杆水平明显下降、现金流平衡能力大幅提升。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>股东背景发生重大不利变化、公司财务杠杆水平显著上升、区域销售情况弱化、盈利能力出现大幅下滑、现金流平衡能力大幅弱化。</p>	
<b>正面</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 实际控制人西安高科综合实力很强，公司在项目获取、资金安排等方面可持续获得较强的股东支持</li> <li>■ 公司在西安房地产市场保持较强的竞争地位</li> <li>■ 融资渠道较为畅通</li> <li>■ 有效的偿债担保措施</li> </ul>		
<b>关注</b>		
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 房地产行业供求关系发生重大变化，对公司经营提出更高挑战</li> <li>■ 西安市外项目去化速度整体偏慢，面临一定去化压力</li> <li>■ 财务杠杆处于行业较高水平</li> </ul>		

项目负责人：应治亚 zyying@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

天地源（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	412.75	403.09	352.99	373.40
所有者权益合计（亿元）	45.45	51.28	47.02	46.23
总负债（亿元）	367.30	351.80	305.97	327.18
总债务（亿元）	149.27	128.93	126.58	148.49
营业总收入（亿元）	69.42	105.52	115.26	3.50
净利润（亿元）	4.19	7.01	-3.05	-0.79
EBITDA（亿元）	5.69	12.09	0.96	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	6.69	13.95	10.22	1.89
营业毛利率（%）	22.66	24.79	12.46	4.75
净负债率（%）	182.31	144.72	167.97	174.39
EBIT 利润率（%）	7.97	11.29	0.67	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.51	1.25	0.09	--

注：1、中诚信国际根据天地源提供的其经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理；其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际债务统计口径不包含公司一年内到期的非流动负债的应付利息，2024 年一季度未做调整；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 担保主体财务概况

西安高科（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	1,836.11	2,138.02	2,240.66	2,305.50
经调整的所有者权益合计（亿元）	165.33	198.13	209.05	219.21
负债合计（亿元）	1,634.24	1,899.08	2,012.31	2,066.78
总债务（亿元）	988.02	1,175.72	1,263.07	1,347.04
营业总收入（亿元）	291.89	345.10	375.39	58.00
经营性业务利润（亿元）	11.31	14.40	7.79	1.06
净利润（亿元）	5.55	8.73	0.35	0.47
EBITDA（亿元）	29.74	41.95	28.89	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-7.84	-36.24	-43.23	-46.48
总资本化比率（%）	85.67	85.58	85.80	86.00
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.50	0.54	0.36	--

注：1、数据来源为西安高科提供的其经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理，其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、中诚信国际分析时将公司计入其他应付款中的有息债务调整至短期债务核算，将长期应付款、其他非流动负债、其他权益工具和少数股东权益中的有息债务调整至长期债务核算；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2023 年数据）

2023 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售 金额（亿元）	总资产 （亿元）	净负债率 （%）	非受限货币资 金/短期债务(X)	营业总收入 （亿元）	EBIT 利润 率（%）	存货周转 率(X)	总债务/销售商品提供 劳务收到的现金（X）
湖北清能	92.72	245.24	57.07	1.69	78.12	5.93	0.53	1.84
天地源	114.95	352.99	167.97	1.08	115.26	0.67	0.37	1.25

中诚信国际认为，与同行业同级别企业相比，天地源的业务和资产规模较大，财务杠杆处于较高水平，盈利能力较低，存货周转效率一般，非受限货币资金能够对短期债务形成覆盖，销售商品、提供劳务收到的现金可对债务偿还形成一定支撑。

注：湖北清能为“湖北清能投资发展集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

## 本次跟踪情况

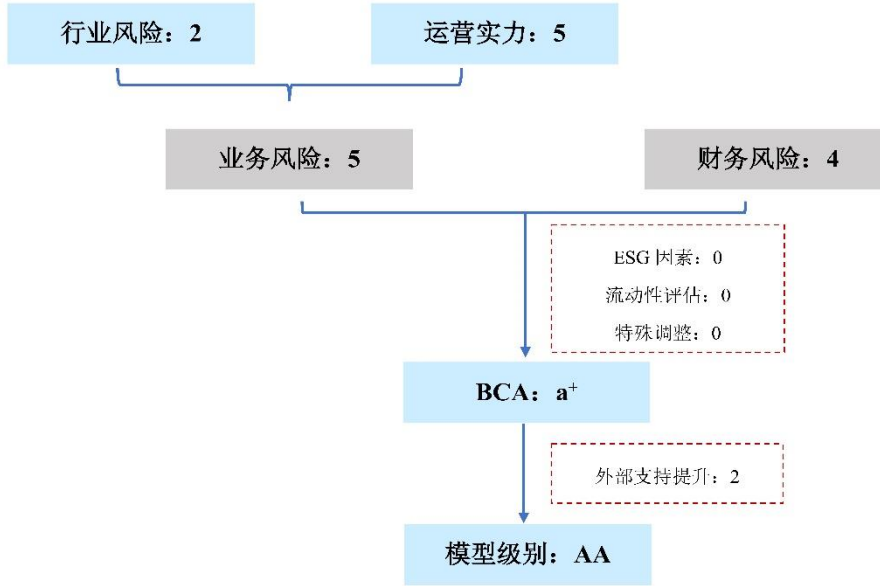
债项简称	本次债项评 级结果	上次债项评 级结果	上次评级有效期	发行金额/债 项余额（亿 元）	存续期	特殊条款
21 天地一	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/05/10 至本 报告出具日	9.00/9.00	2021/12/30-2024/12/30	无
22 天地一	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/05/10 至本 报告出具日	5.00/5.00	2022/03/14-2025/03/14	无
22 天地二	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/05/10 至本 报告出具日	9.13/9.13	2022/08/18-2025/08/18	无
22 天地源 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/05/10 至本 报告出具日	10.00/10.00	2022/08/02-2025/08/02	无
22 天地源 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/05/10 至本 报告出具日	2.00/2.00	2022/11/01-2025/11/01	无
24 天地源 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2024/01/12 至本 报告出具日	10.00/10.00	2024/02/07-2027/02/07	无

注：债券余额为 2024 年 3 月末数据。

主体简称	本次主体评级结果	上次主体评级结果	上次主体评级有效期
天地源	AA/稳定	AA/稳定	2023/5/10 至本报告出具日

● 评级模型

天地源股份有限公司评级模型打分(C200100\_2024\_06\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

**个体信用状况 (BCA):** 跟踪期内公司个体信用状况无变化。

**外部支持:** 公司是西安高科下属唯一上市房地产企业，最终控制人为西安高新技术产业开发区管理委员会，政府实际控制能力很强、支持意愿较强。公司能够在业务资源获取及资金方面得到西安高科得很强支持，外部支持调升 2 个子级。

**方法论:** 中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法与模型 C200100\_2024\_06

## 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

## 业务风险

中诚信国际认为，2023 年房地产销售规模小幅收缩、土地投资及新开工探底、行业信用风险出清接近尾声，以央国企为主的竞争格局进一步显现；预计 2024 年房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧，但在利好政策的提振下，行业或将加速进入筑底回稳期。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

受多重因素叠加影响，2023 年房地产销售规模已降至近年来的谷底，以央国企为主的竞争格局进一步显现；城市能级间分化加剧，预计一线城市及强二线城市楼市房价指数保持增幅；库存水平上升的趋势或将延续，房地产企业去化周期或将进一步延长；销售低迷，加之市场对房地产预期及非核心城市资产价格信心不足，房地产行业投资活动减弱；当前房地产行业政策环境持续回暖，房企多重再融资渠道边际修复。展望 2024 年，房地产销售下行压力仍存，行业格局及区域分化加剧；城中村改造、保障性住房、“平急两用”作为“三大工程”将进入发展快车道，有助于稳增长、稳预期、稳投资，不过，“三大工程”主要集中在重点城市，财政造血能力强、人口基数大的城市有望率先放量；投资端仍将低迷，区域分化更为明显；房企金融资源将企稳回升，融资环境将进一步改善，但企业自身造血能力的恢复仍是可持续发展本质。长期来看，随供求关系格局的变化，房地产行业需探索建立新发展模式，发展模式的转变将对房地产企业经营能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2024 年 1 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10920?type=1>

中诚信国际认为，天地源规模优势一般，经营稳健度一般，项目储备相对充裕但区域布局较为集中，或面临一定的区域集中度风险，同时需关注公司西安市外项目去化情况。

*2023 年以来公司治理结构存在正常人事变动,对公司经营无重大影响。*

截至 2024 年 3 月末，公司总股本 8.64 亿元，其中控股股东高新地产持股 57.52%<sup>1</sup>，公司实际控制人仍为西安高科，最终控制人为西安高新区管委会。董事、监事及高级管理人员变动方面，公司 2023 年存在正常人事变动<sup>2</sup>，对公司经营无重大影响。

*跟踪期内公司房地产开发业务开发节奏有所放缓，销售金额小幅上升，在西安市房地产市场保持较强的市场地位；公司土地投资力度放缓，融资渠道顺畅，整体经营稳健度一般；公司储备项目资源相对充裕，但或面临一定的区域集中度风险，同时需关注西安市外项目去化情况。*

<sup>1</sup> 截至 2024 年 3 月末，高新地产质押股份占高新地产所持股份的比重为 29.17%，占公司股本的比重为 16.78%。

<sup>2</sup> 2023 年 3 月，公司监事吕雪丽女士去世，2023 年 5 月 15 日，公司第一次临时股东大会选举曹文先生为公司第十届监事会监事；董事陈慧女士、王志刚先生因组织工作变动不再担任公司第十届董事会董事，2023 年 12 月 21 日，公司第五次临时股东大会以累积投票方式选举张穆强、王子芳为公司第十届董事会董事，

跟踪期内，房地产开发业务作为公司重要业务板块之一，2023 年公司新开工面积基本持平，竣工面积大幅下降。得益于西安房地产市场整体表现尚可，同时公司在西安高新区项目销售良好，2023 年公司销售业绩小幅提升，主要销售贡献城市为西安、苏州、咸阳和镇江，上述城市合计销售金额占比为 87.45%；从销售项目来看，2023 年公司房地产销售项目主要来源于西安永安华府、西安高新宸樾、苏州平江观棠等项目。根据第三方数据，公司在西安商品房市场的销售金额排名第九。受行业环境影响，公司采取谨慎的投资策略，2023 年公司仅在西安高新区新增 1 个项目。截至 2024 年 3 月末，公司全口径销售物业土地储备<sup>3</sup>总建筑面积为 171.89 万平方米，权益土地储备总建筑面积为 147.63 万平方米，仍相对充裕。中诚信国际关注到，公司项目储备主要分布在陕西省，占比达 50.89%，或面临一定的区域集中度风险。此外，公司西安市外项目去化速度整体偏慢，需关注其后续去化情况。

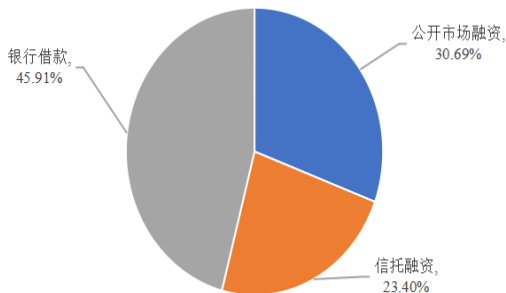
融资渠道方面，公司主要通过银行借款、信托借款和公开市场融资进行筹资，融资渠道较为分散，2023 年公司整体平均融资成本为 7.27%。公司与金融机构保持友好合作关系，在行业整体融资环境收紧的背景下，公开市场再融资及项目融资仍正常，融资渠道较为顺畅。

表 1：近年来公司房地产业务投资、运营、销售情况（万平方米、亿元、个、亿元、万元/平方米）

	2021	2022	2023	2024.1-3
新开工面积（全口径）	120.73	64.63	67.94	0.00
竣工面积（全口径）	96.56	137.14	86.22	2.55
销售面积（全口径）	73.20	61.06	58.64	7.12
销售金额（全口径）	121.89	108.04	114.95	15.55
新拓展项目	8	2	1	0
新增项目储备土地价款	74.01	32.03	24.22	0
新增项目楼面均价	9,520	12,772	10,881	0

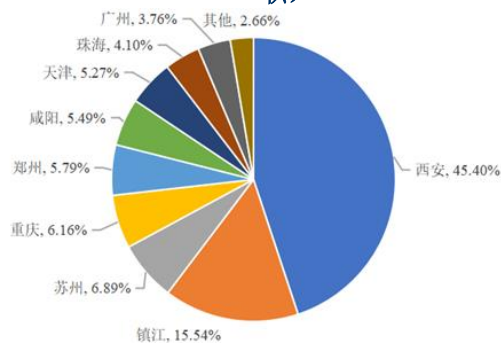
资料来源：公司年报及公司提供，中诚信国际整理

图 1：截至 2024 年 3 月末公司总债务构成（亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：截至 2024 年 3 月末公司全口径土地储备分布（面积）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年天地源营业毛利率下滑明显，同时存货跌价准备对利润形成侵蚀，当年净利润转亏；公司存货中开发产品占比较高，同时需对存货价值的稳定性保持关注，公司财务杠杆处于行业较高水平；公司销售回款良好，非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。

<sup>3</sup>土地储备=在建未售面积+建成未售面积+拟建面积。



## 盈利能力

房地产销售业务为公司的主要收入来源，2023 年因竣工交付项目单价增长，带动公司房地产销售业务收入小幅增长。跟踪期内公司毛利率下滑明显，主要系结转收入的房地产项目受土地成本上升及限价等因素影响所致。此外，公司主要对伴山溪谷项目、时光里项目和悦唐阁项目计提存货跌价准备，对利润形成较大侵蚀，致使公司当年净利润转亏，整体盈利能力下滑。

表 2：公司主要板块收入及毛利率结构（亿元、%）

项目	2021		2022		2023	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
房地产销售	67.07	23.97%	103.11	25.75%	112.64	13.07%
物业管理	2.06	-16.77%	2.16	-16.90%	2.42	-13.08%
其他	0.28	0.67%	0.25	-10.25%	0.20	-26.62%
<b>合计</b>	<b>69.41</b>	<b>22.66%</b>	<b>105.52</b>	<b>24.79%</b>	<b>115.26</b>	<b>12.46%</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 资产质量

跟踪期内尽管公司持续推进房地产项目的建设，但受拿地力度放缓及存货结转成本的影响，存货规模有所下降，此外公司存货中开发产品占比较高，需关注存货的去化情况及存货价值的稳定性；公司其他应收款主要为单位往来款，随着公司合作项目款项回收而小幅下降；公司货币资金受支付其他与筹资活动有关的现金增长等因素影响下降。负债方面，公司预收款项（含合同负债，下同）有所下滑，截至 2024 年 3 月末，公司预收款项为 2022 年营业收入的 0.94 倍，对未来收入结转的保障一般。公司债务规模小幅下滑，但 2024 年一季度公司融资力度加大，债务规模回升。受亏损导致未分配利润下滑的影响，公司所有者权益有所下降。在货币资金和所有者权益下降的影响下，公司净负债率进一步增加，财务杠杆处于较高水平。

此外，2023 年 1 月，公司发布《天地源股份有限公司 2023 年度非公开发行 A 股股票预案》的公告，本次募集资金总额不超过 12.5 亿元。2023 年 5 月公司收到西安市国资委批准同意。2023 年 8 月，预案修订为向特定对象发行 A 股股票，2023 年 10 月，本次预案获得公司股东大会审议通过。截至目前，本次预案尚需报中国证监会核准，中诚信国际将对该事项进展保持持续关注。

## 现金流及偿债情况

公司销售回款规模有所增长，经营活动现金流持续净流入；投资活动现金流仍呈小额净流出态势；筹资活动因支付利息和股利、净偿还债务及归还往来款而呈净流出态势。随着盈利能力的下滑，EBITDA 对债务本息的覆盖能力明显弱化，但公司销售商品、提供劳务收到的现金对债务保障程度良好，同时非受限货币资金可对短期债务形成覆盖。

表 3：近年来公司财务相关指标情况（亿元、%、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用率	7.74	5.90	3.97	25.31
经营性业务利润	5.61	11.66	5.97	-0.82
投资收益	0.06	-0.02	-0.14	-0.24
资产减值损失	1.07	1.03	6.67	--
信用减值损失	0.39	-0.05	-0.17	-0.02

利润总额	5.85	10.66	-0.73	-1.03
EBIT 利润率	7.97	11.29	0.67	--
货币资金	75.61	55.75	48.89	68.33
其他应收款	26.31	19.17	16.15	14.82
存货	265.73	288.92	252.43	253.62
开发产品/存货	20.23	28.82	26.49	--
存货周转率（次/年）	0.20	0.29	0.37	--
长期股权投资	5.39	5.32	5.06	4.82
总资产	412.75	403.09	352.99	373.40
预收款项（含合同负债）	144.97	121.02	99.49	108.87
总债务	149.27	128.93	126.58	148.49
短期债务/总债务	45.52	34.05	34.88	39.68
股本	8.64	8.64	8.64	8.64
未分配利润	27.68	29.97	25.04	24.23
少数股东权益	3.86	7.40	8.06	8.08
所有者权益	45.45	51.28	47.02	46.23
净负债率	182.31	144.72	167.97	174.39
经营活动净现金流	6.69	13.95	10.22	1.89
销售商品、提供劳务收到的现金	119.15	91.74	101.49	14.09
投资活动净现金流	-2.44	-0.24	-2.88	0.05
筹资活动净现金流	-9.19	-25.41	-14.45	18.33
非受限货币资金/短期债务	0.98	1.25	1.08	1.15
EBITDA 利息保障倍数	0.51	1.25	0.09	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.25	1.41	1.25	--

资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

### 或有事项

受限资产方面，截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计 48.85 亿元，其中受限存货、货币资金和固定资产账面价值分别为 48.04 亿元、0.46 亿元和 0.35 亿元，主要为抵押融资所致，受限资产占同期末总资产的比重为 13.08%。

截至 2024 年 3 月末，公司合并口径对外担保余额 3.24 亿元，占同期末公司净资产的比重为 7.00%，被担保方均为公司的合营公司。

截至 2024 年 3 月末，公司涉及 1 起重大未决诉讼<sup>4</sup>。2024 年 4 月 24 日，公司发布公告称法院已驳回原告的起诉。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 3 月，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

<sup>4</sup> 2024 年 2 月 22 日，公司下属全资子公司天津天地源唐城房地产开发有限公司收到天津市河西区人民法院《传票》及《民事起诉状》，原告傅书涵、单国杰诉请被告一长枫建设集团有限公司支付工程款及违约金 0.89 亿元，同时请求判决天津天地源唐城房地产开发有限公司在欠付工程款范围内对二原告承担责任；请求判决公司全资子公司天津天地源置业投资有限公司对第二项诉讼请求中的债务承担连带责任。

## 假设与预测<sup>5</sup>

### 假设

- 2024 年，天地源全年全口径签约销售金额预计保持稳定。
- 2024 年，预计天地源全口径土地投资规模同比上升。
- 2024 年，预计天地源收入规模/上年末合同负债余额较 2023 年水平下降，全年毛利率较 2023 年保持稳定。

### 预测

表 4：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 预测
净负债率(%)	144.72	167.97	160~180
总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	1.41	1.25	1.3~1.6

资料来源：中诚信国际整理

### 调整项

ESG<sup>6</sup>表现方面，天地源注重安全建设与环保投入，并积极履行企业社会责任；公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，目前公司 ESG 表现一般，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，公司销售回款情况表现良好，预计 2024 年销售业绩变化不大，到期借款及工程建设支出可通过销售回款及开发贷进行平衡，同时公司再融资渠道通畅，并且可以获得西安高科在融资方面的支持，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

### 外部支持

**公司实际控制人西安高科系西安高新技术产业开发区管理委员会(以下简称“高新区管委会”)的直属企业，地区职能定位重要，综合实力雄厚；作为西安高科下属唯一上市房地产企业，公司在项目获取、资金安排等方面获得较强的股东支持。**

公司实际控制人西安高科作为高新区管委会的直属企业，承担了西安市政府和高新区管委会委托的市政重大项目，在西安高新区具有重要的职能定位。公司作为西安高科下属唯一上市房地产企业，在西安市场开展业务具有一定资源及品牌优势，可在项目获取、资金安排等方面获得较强的股东支持。

此外，西安高科下属房地产开发企业除公司和控股股东高新地产外，还有西安高科集团高科房产有限责任公司（以下简称“高科房产”）和西安紫薇地产开发有限公司（以下简称“紫薇地产”）。2014 年 6 月，西安高科出具了避免同业竞争的承诺。2020 年 11 月，西安高科调整承诺事项并延长履行期限，通过分步完成对存在同业竞争的房地产开发项目进行业务梳理、阶段性股权托管、资产注入等工作。2021 年 5 月，天地源受托管理高科房产直接或间接持有的三家从事房地产开发业务的项目公司股权，2023 年 11 月，天地源受托管理紫薇地产直接或间接持有的十七家从事

<sup>5</sup>中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>6</sup>中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

房地产开发业务的项目公司全部股权。

## 跟踪债券信用分析

截至本报告出具日，“21 天地一”、“22 天地一”和“22 天地二”募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。目前公司存续债券合计 45.13 亿元，其中 2024 年内到期“21 天地源 PPN001”和“21 天地一”合计 14 亿元，公司计划新发债券进行接续，中诚信国际将对公司再融资进展持续保持关注。

表 5：截至 2024 年 4 月末，公司公开债到期分布情况（亿元）

合并口径	2024 年 5~12 月	2025 年	2026 年及以后
信用债	14.00	21.13	10.00
其中：跟踪债券	9.00	21.13	10.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 偿债保障分析

西安高科集团有限公司为“21 天地一”、“22 天地一”、“22 天地二”、“22 天地源 MTN001”、“22 天地源 MTN002”和“24 天地源 MTN001”提供不可撤销的连带责任保证担保。

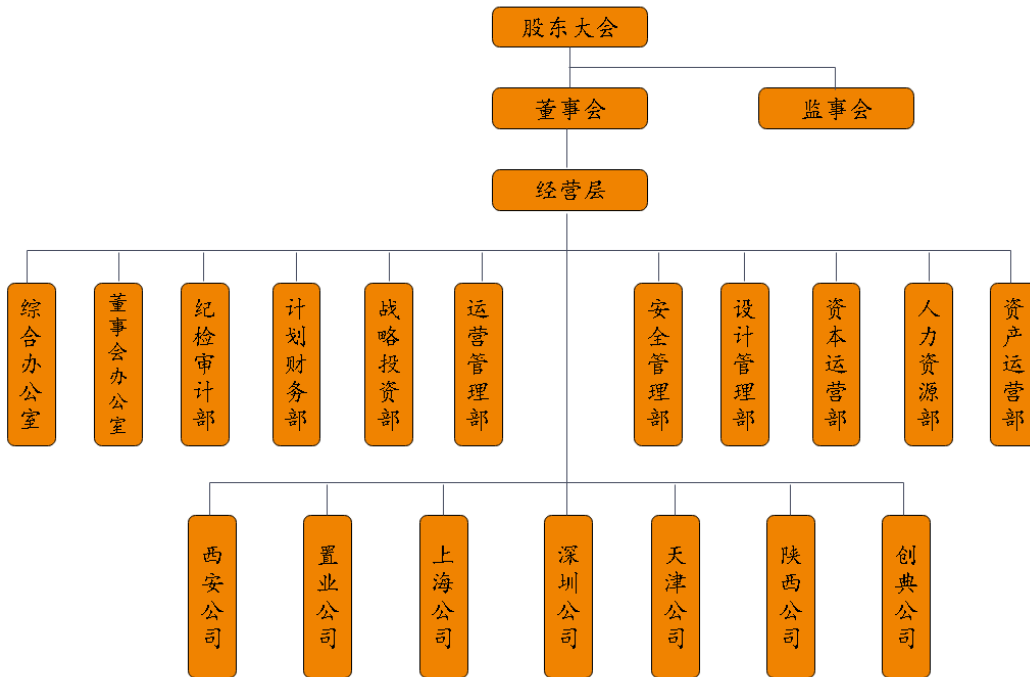
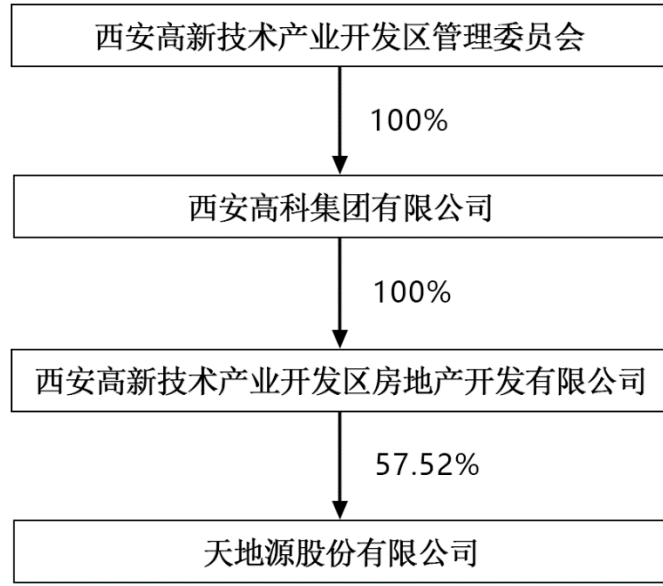
西安高科成立于 1992 年，经西安市人民政府市政函[1991]70 号文件批准，由高新区管委会出资成立，初始注册资本为 60.00 万元。成立以来，西安高科历经多次增资扩股，截至 2024 年 3 月末，西安高科注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，高新区管委会为西安高科全资股东及实际控制人。经过多年发展，西安高科已形成以城投建设和公共服务为核心，房地产开发、现代制造业和区域服务业为支撑的多元化发展格局。截至 2024 年 3 月末，西安高科资产总额 2,305.50 亿元，所有者权益 238.72 亿元，资产负债率为 89.65%；2023 年，西安高科实现营业总收入 375.39 亿元，净利润 0.35 亿元，经营活动净现金流-43.23 亿元。2024 年 1~3 月，西安高科实现营业总收入 58.00 亿元，净利润 0.47 亿元，经营活动净现金流-46.48 亿元。

综合来看，中诚信国际维持西安高科主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定。其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对上述债券还本付息起到有力保障作用。

## 评级结论

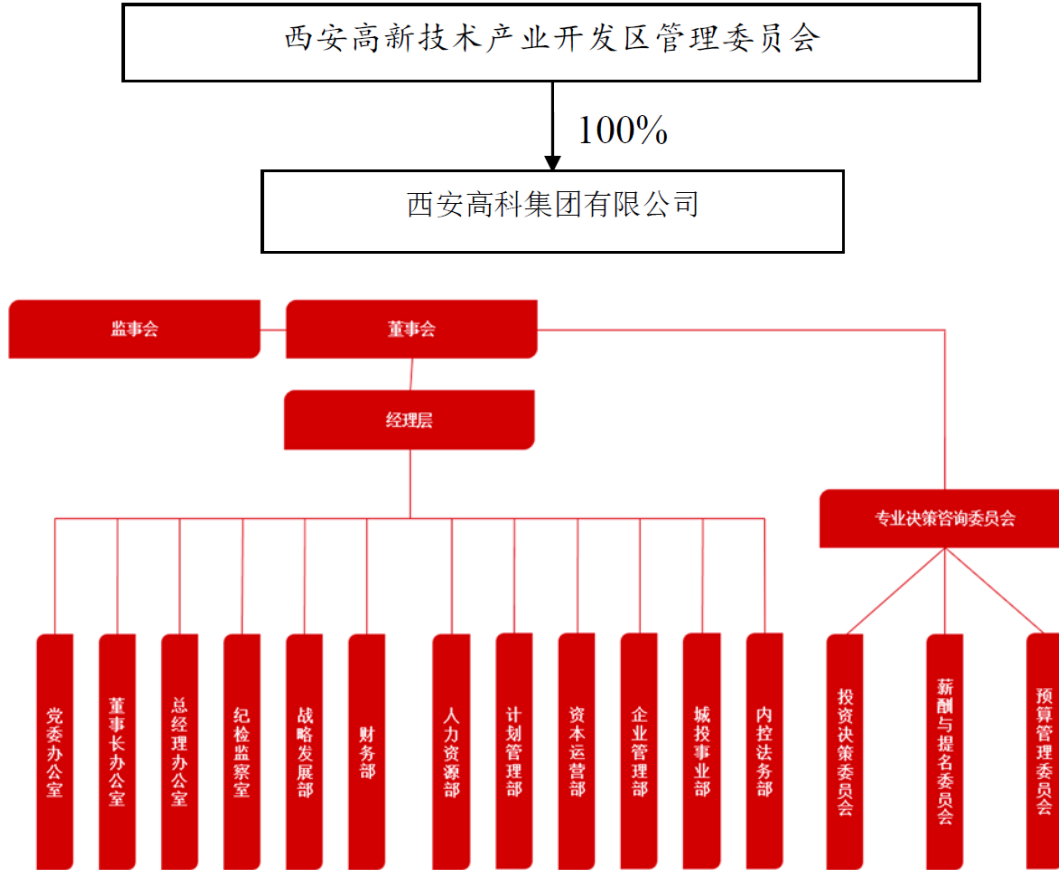
综上所述，中诚信国际维持天地源股份有限公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“21 天地一”、“22 天地一”、“22 天地二”、“22 天地源 MTN001”、“22 天地源 MTN002”和“24 天地源 MTN001”的信用等级为 **AA+**。

附一：天地源股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：西安高科集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附三：天地源股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	756,083.01	557,522.48	488,891.48	683,339.38
其他应收款	263,149.33	191,693.68	161,456.68	148,224.85
存货	2,657,332.11	2,889,159.73	2,524,256.86	2,536,227.92
长期投资	56,084.12	56,751.47	51,664.93	49,224.26
固定资产	12,534.57	11,924.32	11,221.02	11,037.85
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	947.93	964.00	904.11	838.55
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4,127,456.99	4,030,858.88	3,529,919.05	3,734,042.49
预收款项	1,449,731.45	1,210,215.50	994,934.44	1,088,695.84
其他应付款	201,019.15	256,512.97	227,694.82	224,719.22
短期债务	679,557.37	438,992.70	441,461.15	589,164.74
长期债务	813,189.50	850,331.85	824,373.35	895,766.26
总债务	1,492,746.87	1,289,324.55	1,265,834.50	1,484,931.00
净债务	828,533.88	742,147.72	789,759.72	806,172.97
负债合计	3,673,001.27	3,518,047.54	3,059,726.18	3,271,750.40
所有者权益合计	454,455.72	512,811.34	470,192.87	462,292.10
利息支出	110,825.53	96,821.72	101,668.03	--
营业总收入	694,194.72	1,055,234.57	1,152,597.70	35,041.27
经营性业务利润	56,071.63	116,560.99	59,702.12	-8,193.91
投资收益	561.50	-227.52	-1,426.32	-2,424.32
净利润	41,862.07	70,064.82	-30,503.28	-7,893.32
EBIT	55,304.69	119,094.12	7,703.07	--
EBITDA	56,911.65	120,858.34	9,616.24	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,191,492.38	917,429.67	1,014,870.37	140,863.42
经营活动产生的现金流量净额	66,937.93	139,527.86	102,186.46	18,932.96
投资活动产生的现金流量净额	-24,433.58	-2,433.01	-28,761.60	491.32
筹资活动产生的现金流量净额	-91,906.28	-254,131.01	-144,526.91	183,258.96
财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	22.66	24.79	12.46	4.75
期间费用率（%）	7.74	5.90	3.97	25.31
EBITDA 利润率	8.20	11.45	0.83	--
EBIT 利润率（%）	7.97	11.29	0.67	--
净资产收益率（%）	9.54	14.49	-6.21	--
存货周转率（X）	0.22	0.29	0.37	--
资产负债率（%）	88.99	87.28	86.68	87.62
总资本化比率（%）	76.66	71.54	72.92	76.26
净负债率（%）	182.31	144.72	167.97	174.39
短期债务/总债务（%）	45.52	34.05	34.88	39.68
非受限货币资金/短期债务（X）	0.98	1.25	1.08	1.15
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.03	0.03	0.00	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.06	0.10	0.00	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.60	1.44	1.01	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	1.25	1.41	1.25	--
总债务/EBITDA（X）	26.23	10.67	131.64	--
EBITDA/短期债务（X）	0.08	0.28	0.02	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.51	1.25	0.09	--

注：1、2024 年一季度财务报表未经审计；2、中诚信国际债务统计口径不包含公司一年内到期的非流动负债的应付利息，一季度债务调整项未剔除应付利息；3、将合同负债计入预收款项。

## 附四：西安高科集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	2,900,749.95	2,605,392.36	2,019,451.38	2,163,908.50
非受限货币资金	2,672,104.77	2,447,002.25	1,844,176.19	2,013,068.45
应收账款	766,577.14	872,257.20	1,434,643.33	1,443,818.76
其他应收款	1,360,613.00	1,324,162.07	1,337,019.06	1,567,313.33
存货	9,459,509.14	12,054,413.99	12,695,933.55	12,912,569.89
长期投资	144,958.86	152,444.14	138,820.84	116,142.78
在建工程	637,067.07	883,038.16	1,095,861.29	1,201,790.51
无形资产	175,820.53	189,671.26	184,716.68	183,462.58
资产总计	18,361,131.17	21,380,227.66	22,406,645.54	23,054,996.04
其他应付款	2,469,765.72	2,366,408.06	2,229,969.07	2,517,486.77
短期债务	3,182,891.76	3,561,949.94	4,819,232.88	4,413,016.83
长期债务	6,697,267.66	8,195,256.44	7,811,459.45	9,057,432.57
总债务	9,880,159.42	11,757,206.38	12,630,692.33	13,470,449.41
负债合计	16,342,403.40	18,990,822.68	20,123,137.60	20,667,802.49
利息支出	598,306.56	775,619.37	803,856.75	--
经调整的所有者权益合计	1,653,308.81	1,981,338.29	2,090,469.13	2,192,084.74
营业总收入	2,918,943.12	3,450,986.69	3,753,853.04	580,029.28
经营性业务利润	113,069.10	144,041.81	77,887.59	10,607.65
其他收益	3,146.86	8,876.03	4,105.28	317.88
投资收益	458.24	1,293.64	45,296.92	19.21
营业外收入	26,269.35	2,835.75	2,003.48	491.74
净利润	55,537.98	87,266.13	3,450.71	4,672.62
EBIT	208,614.21	325,323.57	197,146.50	--
EBITDA	297,365.36	419,523.91	288,945.26	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,895,839.61	3,089,301.43	2,876,549.91	506,159.00
收到其他与经营活动有关的现金	619,344.52	801,317.06	1,602,281.74	382,613.37
购买商品、接受劳务支付的现金	2,860,378.58	3,414,797.64	3,709,730.64	956,675.58
支付其他与经营活动有关的现金	258,228.68	416,022.34	741,249.97	251,901.42
吸收投资收到的现金	159,791.67	843,183.10	2,605.65	26,767.85
资本支出	333,631.54	472,193.95	261,746.48	72,497.43
经营活动产生的现金流量净额	-78,356.01	-362,411.31	-432,312.46	-464,753.14
投资活动产生的现金流量净额	-376,877.38	-816,001.11	-288,346.60	-72,275.57
筹资活动产生的现金流量净额	194,972.61	953,310.21	117,831.16	643,273.36
现金及现金等价物净增加额	-260,263.10	-225,102.52	-602,826.06	106,245.62
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	15.01	15.83	11.32	14.31
期间费用率（%）	8.53	8.66	7.46	10.57
应收类款项占比（%）	11.61	10.29	12.39	13.08
收现比（X）	0.99	0.90	0.77	0.87
资产负债率（%）	89.01	88.82	89.81	89.65
总资本化比率（%）	85.67	85.58	85.80	86.00
短期债务/总债务（%）	32.21	30.30	38.15	32.76
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	-0.13	-0.47	-0.54	--
总债务/EBITDA（X）	33.23	28.03	43.71	--
EBITDA/短期债务（X）	0.09	0.12	0.06	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.50	0.54	0.36	--

注：1、中诚信国际根据 2021 年、2022 年、2023 年审计报告及 2024 年一季度未经审计的财务报表整理；其他应付款的带息债务调入短期债务，长期应付款、其他非流动负债、其他权益工具及少数股东权益的带息债务调入长期债务；2、公司未提供 2024 年一季度现金流量表补充资料，故相关指标失效。



## 附五：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	=长期债务+短期债务
非受限货币资金	=货币资金-受限货币资金
净债务	=总债务-非受限货币资金
资产负债率	=负债总额/资产总额
经调整的所有者权益	=所有者权益合计-混合型证券调整
总资本化比率	=总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
净负债率	=净债务/经调整的所有者权益
长期投资	=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收账款周转率	=营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	=营业成本/存货平均净额
营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	=销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	=期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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
净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
净利润率	=净利润/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
利息支出	=资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附六：西安高科基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股
	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/资产总额
盈利能力	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
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	
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附七：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，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，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn