



# 信用等级通知书

信评委函字[2016]G254-1号

## 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拟发行的“阳光城集团股份有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望稳定；本次债券的信用等级为AA<sup>+</sup>。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一六年八月十八日

# 阳光城集团股份有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

<b>债券级别</b>	AA <sup>+</sup>
<b>主体级别</b>	AA <sup>+</sup>
<b>评级展望</b>	稳定
<b>发行主体</b>	阳光城集团股份有限公司
<b>申请规模</b>	本期债券基础发行规模为13亿元，可超额配售不超过13亿元
<b>债券期限</b>	期限5年，第3年末末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
<b>债券利率</b>	债券票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定
<b>偿还方式</b>	本期债券采用单利按年计息，不计复利；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

## 概况数据

阳光城	2013	2014	2015	2016.Q1
所有者权益（亿元）	42.98	70.79	137.42	140.81
总资产（亿元）	327.11	462.29	701.73	724.97
总债务（亿元）	123.78	202.61	376.25	364.74
营业总收入（亿元）	74.44	138.94	223.80	23.33
营业毛利率（%）	29.78	29.14	25.56	33.30
EBITDA（亿元）	9.27	19.56	24.08	-
所有者权益收益率（%）	13.93	18.11	12.61	5.71
资产负债率（%）	86.86	84.69	80.42	80.58
总债务/EBITDA（X）	13.35	10.36	15.63	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.73	0.91	0.94	-

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年1季度阳光城所有者权益收益率指标经年化处理。

## 分析师

庞珊珊 [sspang@ccxr.com.cn](mailto:sspang@ccxr.com.cn)

李诗哲 [shzhli@ccxr.com.cn](mailto:shzhli@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2016年8月18日

## 基本观点

中诚信证券评估有限公司(以下简称“中诚信证评”)评定“阳光城集团股份有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为AA<sup>+</sup>，该级别反映了本期债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评评定发行主体阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”或“公司”）主体信用等级为AA<sup>+</sup>。该级别反映了发行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。中诚信证评肯定了阳光城丰富的房地产项目运作经验以及区域市场竞争实力、签约销售额及销售面积快速增长、项目储备资源丰富、以及引入战略投资者等因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到公司业务快速扩张对财务杠杆较为依赖以及债务期限结构存在改进空间等因素可能对公司信用质量产生的影响。

## 正面

- 丰富的房地产项目运作经验以及区域市场竞争实力。公司坚持“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，除了福建地区外，公司已经成功拓展长三角、京津冀为新的增长极，并形成了成熟的产品线，在重点布局的大福建及长三角地区，实现多个楼盘的区域销售第一，具备较为明显的区域竞争实力。
- 签约销售额及销售面积快速增长。公司实行快速周转的经营战略，同时依托精准的投资决策和高效的运营管理优势，近年来公司签约销售额及销售面积呈现快速增长，2015年实现签约销售额和销售面积分别为310.31亿元和246.49万平方米，近三年年均复合增长率分别达33.28%和29.90%，整体保持良好的上升势头。
- 项目储备资源丰富。截至2015年末，公司土地储备建筑面积合计为1,307.40万平方米，主要集中于福州、西安和上海等一二线城市；同时公司深耕市场、聚集主要城市的核心和极具

发展潜力地段的发展战略能够为公司持续发展提供很好的保障作用。

- 引入战略投资者，资本实力持续增强。2015 年公司通过非公开发行引入战略合作机构中民嘉业投资有限公司（以下简称“中民嘉业”），至年末中民嘉业的持股比例为 18.2%。作为中国民生投资股份有限公司下属不动产投资平台，中民嘉业的引入在增强公司资本实力的同时也在业务协同效应发挥方面提供了可能。

## 关 注

- 公司业务的快速扩张对财务杠杆较为依赖。近年来公司债务增长较为明显，截至 2015 年末，其资产负债率和净负债率分别为 80.42% 和 173.41%；考虑到目前 33 个在建项目未来仍需投资 319.61 亿元，公司或将存在较大的融资需求，财务杠杆或进一步上升，资本结构仍有待改善。
- 公司债务期限结构存在改进空间。截至 2015 年末，公司短期债务为 215.45 亿元，占总债务的比重为 57.26%，占比较高的短期债务使得公司货币资金对其流动性支出保障有所不足，债务期限结构不甚合理。

## 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对象构成委托关系外，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](http://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评级对象提供，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。

## 概 况

### 发债主体概况

阳光城集团股份有限公司（以下简称“公司”或“阳光城”）前身为 1991 年 8 月成立的福建省石狮新发股份有限公司（以下简称“石狮新发”）。石狮新发系由福建省新湖集团公司、石狮新湖工贸公司和石狮市开发企业（服装）有限公司三家乡镇企业联合发起，经福建省体改委闽体改[1991]010 号文批准成立，并经中国人民银行福建省分行闽银函（1991）118 号文批准，采用募集方式设立的股份制企业，初始注册资本 800 万元。后经数次增资及股权转让，经中国证券监督管理委员会证监发字（1996）375 号文批准，石狮新发于 1996 年 12 月 18 日在深交所挂牌上市，证券代码 000671.SZ。

2002 年 4 月 12 日，石狮新发第一大股东福建省新湖集团公司将其持有的 26,369,280 股股份转让给福建阳光投资有限公司（以下简称“阳光投资”），此次股权转让后，阳光投资（2002 年更名为福建阳光集团有限公司，以下简称“阳光集团”）持有公司 27.71% 股权，成为公司第一大股东。2004 年 2 月，石狮新发更名为“福建阳光实业发展股份有限公司”（以下简称“阳光发展”），经深圳证券交易所核准，公司股票简称变更为“阳光发展”；2009 年 6 月 1 日，经深圳证券交易所核准，公司股票简称变更为“阳光城”，股票代码不变。

后经股权分置改革、配股、增发、送股，截至 2015 年 4 月 15 日，公司总股本 129,355.75 万股，阳光集团直接持有公司 27,822.98 万股，通过全资子公司东方信隆融资担保有限公司持有公司 21,559.28 万股，合计占总股本的 38.18%。2015 年 4 月，公司通过非公开发行 A 股，引入战略合作机构中民嘉业投资有限公司（以下简称“中民嘉业”）全资子公司上海嘉闻投资管理有限公司（以下简称“上海嘉闻”），发行数量为 730,519,480 股，募集资金总额为 45.00 亿元。

截至 2015 年 12 月 31 日，阳光城总股本为 4,014,397,315 股，阳光集团直接持有公司 17.66% 股份，阳光集团通过全资子公司东方信隆融资担保有限公司持有公司 13.85% 股份，阳光集团直接和间接

共持有公司 31.51% 股份，为公司控股股东，公司实际控制人为自然人吴洁；上海嘉闻持有公司 18.20% 股份，为公司第二大股东。

阳光城主要从事以住宅为主的商品房项目开发、商业地产经营及物业管理业务。目前公司已在福州、厦门、上海、苏州、杭州、北京、西安等地成功运作多个房地产项目。

截至 2015 年 12 月 31 日，公司资产总额 701.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 137.42 亿元，资产负债率为 80.42%。2015 年，公司实现营业收入 223.80 亿元，净利润 17.33 亿元，经营活动净现金流-38.79 亿元。

截至 2016 年 3 月 31 日，公司资产总额 724.97 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 140.81 亿元，资产负债率 80.58%。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.33 亿元，净利润 2.01 亿元，经营活动净现金流为-11.61 亿元。

### 本期债券概况

表 1：本次债券基本条款

基本条款	
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 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券基础发行规模为 13 亿元，可超额配售不超过 13 亿元
债券期限	5 年，第 3 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	本期债券票面利率由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。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
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后拟用于偿还金融机构借款

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 行业分析

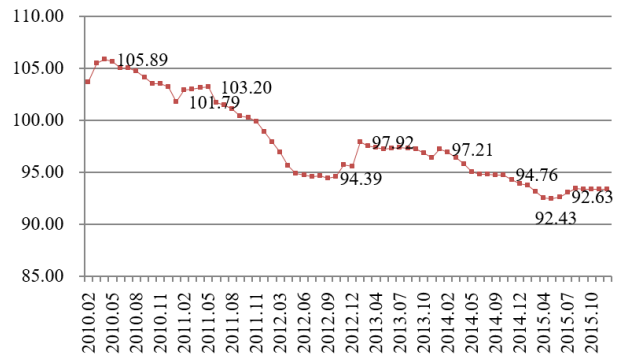
### 全国房地产行业

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自 1998 年房地产改革以来，中国房地产行业得到快速发展；2008 年在次贷危机和紧缩货币政策的影响下，国内房价出现十年来的首次下跌；2009 年后，信贷宽松政策刺

激了房地产行业的复苏，商品房市场呈现量价齐升的态势；2010年，为抑制过快上涨的房价，国务院先后出台了“新国十条”，“新国八条”、“新国五条”等多项调控政策，房地产市场再次进入调整阶段，全国商品房销售增速下滑；2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，随着市场逐步消化前期调控政策的影响，前期积压的置业需求开始逐步释放，商品房销售自2012年3月开始逐步回升，2013年房地产市场延续了2012年下半年的上升势头，全年商品房销售面积和销售金额均创出新高。2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑。进入2015年，随着调降二套房首付比例、营业税政策调整、央行多次降准降息以及普遍二胎政策等一系列宽松的政策刺激，中国房地产市场总体上步入了复苏通道，包括市场成交、房价等指标亦在总体上呈现回暖趋势。

从“国房景气指数”运行趋势来看，该指数上一轮的波动是在2007年11月触顶，达到106.59点；至2009年3月探底，至94.74点。本轮在2010年3月触顶，达到105.89点后，在严厉的调控政策影响下，房地产投机性需求逐步得以遏制，国房景气指数从高位开始回落，并于2011年12月份跌落至98.89点。2012年以来，前9个月房地产景气程度承接上年下行态势继续走低，截至2012年9月国房景气指数为94.39点，较2011年末降低4.5点。随着九、十月房地产传统销售旺季的到来，加之开发商资金状况有所改善，开工能力增强，房地产景气程度缓慢回升。2013年，在市场回暖、以刚性需求和首改需求为主导的带动下，国内房地产景气度较2012年有所回升，国房景气指数全年保持在97点左右。2014年，国内房地产市场受到诸多政策不确定性的影响，国房景气指数持续回落。截至2014年12月末，国房景气指数为93.93点。进入2015年，国房景气指数延续下滑态势，于5月末达到最低点92.43点后开始小幅回升，在8月末升至93.46点后保持平衡态势，截至2015年末，国房景气指数为93.34点，较上月回落0.01点。

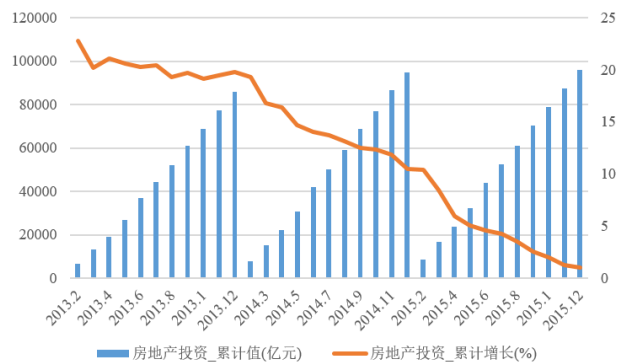
图1：2010.02~2015.12 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，2013年，在需求释放的带动下，全国房地产开发投资增速有所恢复，全年完成投资86,013亿元，同比增长19.8%，增幅比2012年提高3.6个百分点。2014年，商品房销售的下降导致房地产开发投资增速逐步回落，全年完成房地产开发投资95,036亿元，增速已经下降至10.5%。尽管2015年以来行业政策不断放松，但房地产行业投资增速仍延续回落态势，2015年，全国房地产开发投资95,979亿元，名义同比增长1.0%，增速比1~11月回落0.3个百分点，增速继续下行。

图2：2013.01~2015.12 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，2013年市场销售火热推动房地产开发企业投资活动明显加强，房地产新开工面积增速较2012年呈明显提升，2013年全国房屋新开工面积201,208万平方米，较2012年增长13.5%，增幅提高2个百分点。2014年，房地产销售形势急转直下，使得房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，2014年，房地产新开工面积179,592万平方米，同比下降10.7%。2015年，房地产开发企业房屋新开工面积154,454万平方米，同比下降

14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降将导致未来新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。

土地成交方面，2013年以来，随着房地产市场的成交走势的不断上扬，房地产企业加大土地市场投入力度，同时，2013年地方政府面临较大的债务压力，土地出让积极性较高。供求双方作用下，全国土地市场也迎来了成交高峰。2013年，房地产开发企业土地购置面积38,814万平方米，比上年增长8.82%，土地成交价款9,918亿元，增长33.9%，增速提高2.4个百分点。2014年，伴随着房地产销售情况的下滑，房地产业购置面积同比出现下降，当年房地产业土地购置面积33,383.03万平方米，同比下降14.0%；但由于房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，同期土地成交价款为10,019.88亿元，同比增长1.0%。2015年以来，尽管房地产市场呈现复苏态势，但在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，2015年房地产开发企业土地购置面积22,811万平方米，同比下降31.7%；同期，土地成交价款7,622亿元，下降23.9%。

从销售情况看，2013年，刚性和改善性需求出现集中释放，当年全国商品房销售面积130,551万平方米，比上年增长17.3%，增速比2012年提高15.5个百分点；其中，住宅销售面积增长17.5%，办公楼销售面积增长27.9%，商业营业用房销售面积增长9.1%；同年，商品房销售额81,428亿元，增长26.3%，增速比2012年提高16.3个百分点；其中，住宅销售额增长26.6%，办公楼销售额增长35.1%，商业营业用房销售额增长18.3%。2014年，受银行信贷收紧及价格预期变化等因素影响，全国商品住宅销售面积同比持续下降，带动商品房销售量加速下滑。2014年，全国商品房销售面积和销售额分别为120,649万平方米和76,292亿元，同比分别下降7.6%和6.3%；其中商品住宅销售面积和销售额分别同比下降9.1%和7.8%。进入2015年，得益于频出的利好政策刺激，全年销售面积和销售额均有所上升，2015年全国商品房销售面积与销售额

分别为128,495万平方米和87,281亿元，同比分别增长6.5%和14.4%。截至2015年末，全国100个城市（新建）住宅均价为10,980元/平方米，环比上涨0.74%，同比上涨4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第5个月双涨。

随着房地产市场短期供大于求，导致库存量连续攀升。自2012年4月以来，全国商品房库存面积呈持续上升态势，截至2014年末，全国商品房待售面积6.22亿平方米，较2013年末增加1.29亿平方米；其中，住宅待售面积4.07亿平方米，较2013年末增加0.83亿平方米。2015年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况亦有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面在短期内将继续存在，2015年全国商品房待售面积继续增长，截至2015年末，全国商品房待售面积7.19亿平方米，同比增长15.58%，增速较上年末收窄10.54个百分点。

表 2：2013~2015 年房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2013	2014	2015
资金来源合计	122,122	121,991	125,203
同比增长率	26.5	-0.1	2.6
其中：自筹资金	47,425	50,419	49,038
占比	38.83	41.33	39.17
同比增长	21.3	6.3	-2.7
国内贷款	19,673	21,242	20,214
占比	16.11	17.41	16.14
同比增长	33.1	8.0	-4.8
利用外资	534	639	297
占比	0.44	0.52	0.24
同比增长	32.8	19.7	-53.6
其他来源	54,491	49,689	55,655
占比	44.62	40.73	44.45
同比增长	28.9	-8.8	12.0

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从房地产企业资金来源看，2015年房地产开发企业到位资金125,203亿元，同比增长2.6%。结构上看，自筹资金、定金及预收款和个人按揭贷款为主的其他来源在房地产企业资金中仍占据主导地位，这两部分资金来源在房地产企业到位资金中的占比进一步升至83.59%。2015年，自筹资金和国内贷款分别同比下降2.7%和4.8%，占比分别小幅

下降至 39.17% 和 16.14%。从房地产贷款余额的结构看，包括个人购房贷款、房产开发贷款、地产开发贷款等在内的房地产贷款余额合计 21.01 万亿元，其中个人购房贷款是房地产贷款最主要的组成部分，在房地产贷款中的占比一直保持在 60% 以上。截至 2015 年末，全国个人购房贷款余额为 14.18 万亿元，个人购房贷款占房地产贷款总额的 67.49%，房产和地产开发贷款在房地产贷款中占比为 32.51%。2015 年其他来源资金 55,655 亿元，同比增长 12.00%，该类资金占比亦升至 44.45%；在其他来源资金中，定金及预收款 32,520 亿元，个人按揭贷款 16,662 亿元。

另外，在抑制房地产投资性需求的同时，政府也通过增加保障性住房的供给来满足中低收入群体的住房需求，近年来金融机构加大了对于保障性住房项目的信贷支持力度。根据央行的统计数据，2013~2015 年，保障性住房开发贷款余额同比增速分别 26.7%、57.2% 和 59.5%，连续保持高速增长。2015 年末，保障性住房开发贷款余额达 1.82 万亿元，占同期房产开发贷款的 36.11%，全年增加 6,761 亿元，同比多增 2,643 亿元，增量占同期房产开发贷款的 92.7%，比上年增量占比高 37.7 个百分点。

## 行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响波动较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产行业出现短暂衰退，国家出台刺激性救市政策，此期间房价经历由跌到快速上涨的 V 字型走势。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个，大幅增加近 50 个。2012 年中央及相关部委继续坚持房地产调控从紧的方向。2013 年，国务院出台“新国五条”，新一届政府着力建立健全长效机制、维持宏观政策稳定，不动产登记、保障房建设等长效机制工作继续推进，而限购、限贷等调控政策更多

交由地方政府决策。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中央政府相继出台央五条、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。

2015 年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府在供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限外等多手段并施，“调供应”与“促需求”双管齐下，全力去库存。

具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾，且对在建项目或已成交地块，优化住房套型结构，促进用地结构调整；政策效果显著，土地供应过猛的势头得以有效节制，全国 300 多个城市土地供应量同比大幅下滑 36%。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税免征年限至 2 年以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税，提振二手房市场交易增长；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。基于宏观经济层面的承压，央行持续向市场释放流动性，同时多次降息，2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，购房成本已大幅下降；此外，多次降准向市场释放流动性，为市



场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二孩政策将成为购房需求新增长点。2015 年 8 月，六部委联合发文取消外资和外籍人士购房限制，一定程度上拉动购房需求增长；

同年 10 月，中共十八大五中全会宣布全面放在二孩政策，同年 12 月，中共中央政治局召开的会议提出通过农民工市民化来扩大有效住房需求，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

**表 3：2015 年以来房地产行业主要相关政策一览**

时间	发文部门	主要内容
2015.02	国务院	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》（一号文件）：探索农民工享受城镇保障性住房的具体办法。
2015.02	中国人民银行	自 2015 年 2 月 5 日起下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；自 2015 年 3 月 1 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率
2015.03	国土资源部、住建部	《关于优化 2015 年住房及用地供应结构促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求 2015 年各地有供、有限，合理安排住房和其用地供应规模；优化住房供应套型，促进用地结构调整；多措并举，统筹保障性安居工程建设；部门联动，加大市场秩序和供应实施监督力度
2015.03	中国人民银行、住建部、银监会	《关于个人住房贷款政策有关问题的通知》发布，二套房款首付可低至四成
2015.03	财政部	根据《关于调整个人住房转让营业税政策的通知》要求，购买 2 年以上普通住房销售免征营业税
2015.04	中国人民银行	自 4 月 20 日起下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点
2015.04	国务院	国务院发布关于落实《政府工作报告》重点工作部门分工的意见，明确规定 15 部委要负责坚持分类指导，因地制宜，落实地方政府主体责任，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展
2015.05	中国人民银行	自 2015 年 5 月 11 日起下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%，同时结合推进利率市场化改革，将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍；其他各档次贷款及存款基准利率、个人住房公积金存贷款利率相应调整
2015.06	中国人民银行	自 2015 年 6 月 28 日起有针对性地对金融机构实施定向降准，同时下调贷款和存款基准利率，其中一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.85%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2%；其他各档次贷款及存款基准利率、住房公积金存贷款利率相应调整
2015.08	中国人民银行	自 2015 年 8 月 26 日起，下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。
2015.08	住房城乡建设部、商务部、国家发展改革委、中国人民银行、工商总局、外汇局	发布《关于调整房地产市场外资准入和管理有关政策的通知》，调整房地产市场外资准入和管理政策，取消外商投资房企办理境内贷款、境外贷款、外汇借款结汇必须全部缴付注册资本金的要求，有资格的境外机构和个人可购买符合实际需要的自用、自住商品房
2015.09	中国人民银行、中国银监会	《关于进一步完善差别化住房信贷政策有关问题的通知》，为进一步改进住房金融服务，支持合理住房消费，经国务院同意，在不实施“限购”措施的城市，对居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付款比例调整为不低于 25%
2015.09	中国人民银行	下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2015.10	中国人民银行	金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 4.35%。同时，下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点。同时，对符合标准的金融机构额外降低存款准备金率 0.5 个百分点
2015.10	住房城乡建设部、财政部、中国人民银行	公积金异地贷款业务正式全面推行。缴存职工在缴存地以外地区购房，可按购房地的住房公积金贷款政策，向购房地住房公积金管理中心申请贷款
2015.10	中共十八大五中全会	二孩政策全面放开
2015.11	国务院	《住房公积金管理条例》修订，修订稿明确提出，公积金缴存基数不得低于职工工作地所在设区城市上一年度单位就业人员平均工资的 60%，不得高于平均工资的 3 倍，单位和职工缴存比例上限不高于 12%，下限不低于 5%。
2016.2	财政部、国家税务总局、住房城乡建设部	财政部发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》调减房地产契税营业税，对个人购买家庭唯一住房，面积为 90 平方米及以下的，减按 1% 的税率征收契税；面积为 90 平方米以上的，减按 1.5% 的税率征收契税

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

总的来看，房地产行业政策面将继续围“去库存”进行，通过调供应与促需求双管齐下，降首付、减税费、公积金政策、降准降息、取消限外、鼓励农民进城、全面二胎等政策将不断地对房地产市场和行业带来积极影响，但在房地产市场结构性供求矛盾凸显的环境下，政策效果仍有待观察。

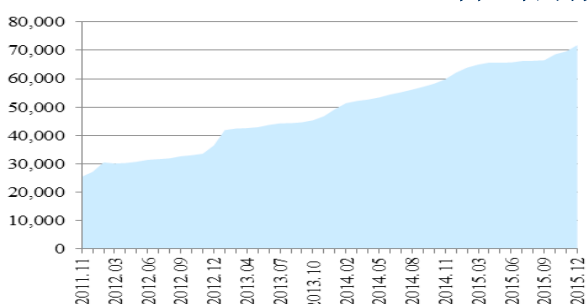
## 行业关注

**2015 年以来，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面，去库存仍是房地产市场的主基调，不同能级城市的市场分化程度亦将继续扩大**

2015 年以来，一方面，在政策面的逐步宽松和刚性需求依然强劲的背景下，房地产市场逐步回暖，当年房企销售金额和销售面积均呈现上升态势；另一方面，同时在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势，房地产开发投资速度继续下降。受以上两方面的作用影响，房地产市场供求差增速有所收窄，但在房地产投资速度仍大于去化速度的前提下，无法从根本上扭转市场供需失衡、库存量加大的局面，未来市场仍将以去库存为主基调。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。此外，随着房地产区域市场继续分化，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大较大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

图 3：2011.11~2015.12 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

**房地产行业集中度持续上升，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力，相关房企综合实力将有望得到进一步提升**

近年来，持续的政策调控和日益高企的土地价格压缩了行业内中小企业的生存空间，行业集中度不断提高，行业竞争的重心逐步倾向于资本实力及品牌影响力。根据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则大幅增加 1.86 个百分点至 39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

## 竞争实力

### 签约销售规模快速增长

公司于 1995 年创立于福州，2012 年管理总部由福州迁至上海，开始实施以“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，并在进入城市及区域的选择上，重点布局最具发展潜力的成长性城市，深耕沿海经济带，择机进入战略机遇点。除了大本营福建地区外，公司已经成功拓展长三角、京津冀为新的增长极，并积极关注珠三角一带的投资机会，截至目前公司已先后进入福州、厦门、上海、苏州、杭州、北京和西安等一、二线城市，区域布局进一步优化。同时，公司组建了敏锐、专业的战略投资团队，在购买地块前充分分析和关注项目的核心指标，审慎判定项目决策。项目运作方面，公司坚持高周转、低成本的运作模式，近年来逐步提升“精准投资、高效运营、适销产品”的核心竞争力，不断提升管理运营效率。

得益于此，近年来公司销售规模逐年快速增长，2013~2015 年，阳光城签约销售金额分别为 174.70 亿元、230.69 亿元和 310.31 亿元，年均复合

增长率达 33.28%；同期签约销售面积分别为 146.07 万平方米、175.80 万平方米和 246.49 万平方米，年均复合增长率 29.90%，保持良好的上升势头。

## 显著的区域市场竞争力

阳光城在保持整体销售增长的态势下，亦贯彻深耕当地城市的发展策略，在重点布局的大福建及长三角地区，实现多个楼盘的区域销售第一，具备显著的区域竞争实力。2015 年公司在福州、厦门、上海、西安和兰州、杭州、苏州的签约销售额分别为 100.03 亿元、33.01 亿元、70.00 亿元、37.00 亿元、25.60 亿元和 23.14 亿元。其中，自 2013 年阳光城位列福州房地产企业销售金额及面积排行第一名以来，截至目前公司已连续三年销售排名均位列第一名，保持了区域市场龙头地位；在长三角地区，阳光城亦具备较强的市场竞争实力，2015 年公司在上海地区愉景湾项目在川沙销售区域居于第一位，丽景湾 plus 项目周浦区域销售额第一位，上海唐镇 Modo 项目单盘销售额区域居前三，市场排名靠前。

## 丰富的项目运作管理经验以及较为成熟的产品线

公司管理团队有着近十年的房地产开发经营经验，项目决策、定位、开发、推广和管理经验丰富。在产品定位上，公司一直坚持顺应地产调控政策的要求，精确细分客户需求，坚持推出服务于客户、契合客户的需求的适销产品，重点关注刚性需求和首次改善需求人群，并辅以合理的产品定价和灵活的营销策略，实现公司销售的稳健发展。经过多年发展，目前公司已形成包括住宅（城市豪宅、浪漫城邦、时尚公寓、生态别墅）和商业（商务办公、商业综合体）两大类产品体系，同时通过产品线的复制，进一步提升公司运营效率，有效降低研发成本。

## 业务运营

公司主要从事以住宅为主的房地产开发和贸易业务。2012 年以来公司实施“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，坚持长三角、京津冀、珠三角+大福建+战略城市点的区域布局，房地产业务发展迅

速。从产品线来看，阳光城市场定位刚性需求和首改需求人群，经过多年发展，已形成了成熟的住宅产品线，涵盖城市豪宅、浪漫城邦、时尚公寓、生态别墅等系列，同时积极拓展办公、商业综合体和酒店等商业产品线。2015 年公司共实现签约销售额 310.31 亿元，全国排名第 28 位，其中在福州地区销售额、销售面积排名均位列第一，市场占有率亦居于第一位。

得益于商品房开发业务持续较快发展，近年来公司收入规模增长较快，2013~2015 年公司分别实现营业收入 74.44 亿元、138.94 亿元和 223.80 亿元，年均复合增长率达 73.39%。从收入构成来看，公司收入主要来源于房地产开发业务，近三年收入占比分别为 81.37%、93.59% 和 94.33%；同期贸易业务收入占比分别为 18.63%、6.31% 和 5.54%。

## 房地产开发及销售

近年在房地产景气度波动的背景下，阳光城推进“稳增长、调结构、保利润”三大短期战略，一方面积极调整产品结构，以刚需和首改产品为主，同时坚持提升产品的标准化水平，并采取高速周转的经营战略；另一方面采取契合市场景气变化的定价和推盘节奏，积极促进销售，实现快速去化，加快资金回笼。

表 4：2013~2015 年公司房地产业务开工及竣工情况

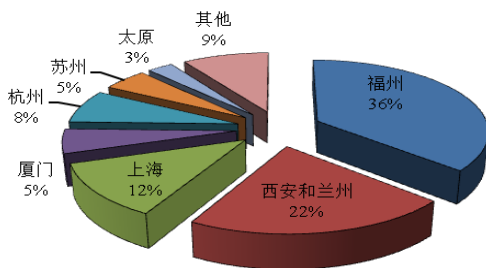
单位：万平方米			
项目	2013	2014	2015
新开工面积	276.53	270.37	145.25
竣工面积	72.32	141.13	252.26
在建项目数量	23	42	33

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

从房地产项目开发运作情况来看，2013~2015 年公司新开工面积分别为 276.53 万平方米、270.37 万平方米和 145.25 万平方米；同期竣工面积分别为 72.32 万平方米、141.13 万平方米和 252.26 万平方米，年均复合增长率为 86.76%。截至 2015 年 12 月 31 日，公司开发物业项目在建项目共 33 个，规划计容建筑面积合计 828 万平方米，总可售面积 877.17 万平方米。项目区域分布方面，公司实行“3+1+X”的区域布局策略，深耕沿海经济带，重点布局最具发展潜力的成长性城市，目前公司开发项目主要集中于福

州、厦门、西安、兰州、上海、苏州和杭州等一二线城市，其中福州、西安及兰州2015年末在建项目建筑面积占比分别为39.92%和35.02%。从项目投资情况来看，公司在建项目计划总投资合计825.74亿元，其中福州、西安和兰州、上海、厦门、杭州等地计划投资额占比分别为36.45%、21.49%、12.10%、5.41%和7.48%；另截至2015年12月31日，公司在建项目累计已投资506.13亿元，尚需投资319.61亿元。总体来看，公司在建项目资源较为充足，可为未来持续增长提供良好保障，但同时亦需关注公司较大开发体量下的融资能力及资金调配压力。

图4：截至2015年末公司在建项目区域分布



注：图中区域分布占比系各地区在建项目计划总投资占比。  
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，阳光城依托专业的战略管理团队，同时坚持顺应地产调控政策要求，顺应刚性需求和首次改善需求等人群的市场需求，实现产品精确定位，在房地产行业整体景气度不佳的背景下，公司销售面积及销售金额均保持快速增长态势。2013~2015年，公司分别实现签约销售面积146.07万平方米、175.80万平方米和246.49万平方米，年均复合增长率29.90%；实现签约销售金额174.70亿元、230.69亿元和310.31亿元，年均复合增长率33.28%。从销售区域分布来看，大福建和长三角地区销售收入占主导地位，近年来随着各区域业务布局拓展，大福建区域销售金额占比有逐年下降趋势，2013~2015年分别为69.69%、58.65%和42.87%；其次长三角地区销售占比逐年提升，2013~2015年销售金额占比分别为4.12%、22.59%和38.26%。

表5：2013~2015年公司房地产业务销售情况

指标	单位：万平方米、亿元		
	2013	2014	2015
销售面积	146.07	175.80	246.49
销售金额	174.70	230.69	310.31
结算面积	66.27	120.64	143.13
结算金额	60.58	130.04	211.12

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同期，得益于较充足的待结算资源，近三年公司结算面积和结算金额整体呈快速增长态势，2015年公司实现结算面积143.13万平方米，近三年年均复合增长率46.96%；结算金额211.12亿元，近三年年均复合增长率86.68%；结算均价为14,750.23元/平方米，较2012年增长61.35%。从结算区域分布来看，近年公司大福建区域结算金额占比最高，但随着其他地区项目推进，大福建地区结算占比逐年下降，2015年为60.10%；其次为上海、西安和太原，占比分别为29.32%、7.32%和3.26%。

表6：2013~2015年公司控股项目销售及结算区域分布情况

区域	单位：%					
	2013		2014		2015	
	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比	销售额占比	结算额占比
福州	52.82	60.04	48.08	54.70	33.54	47.84
厦门	16.86	6.92	13.11	13.96	11.07	12.26
上海	4.12	-	19.96	4.50	23.47	29.32
西安+兰州	18.25	33.05	12.20	19.92	12.41	7.32
杭州	-	-	1.16	-	8.58	-
太原	7.95	-	3.04	6.92	3.16	3.26
苏州	-	-	2.46	-	7.76	-
合计	100	100	100	100	100	100

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

## 土地储备

表7：2013~2015年公司土地储备和新增项目情况

	单位：个、万平方米、亿元		
	2013	2014	2015
新拓展项目	19	4	17
新增土地储备	384.58	35.43	315.33
新项目地价	137.62	36.89	134.58
土地储备总面积	467.29	575.04	779.24
地价总额	283.59	320.48	455.06

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

注：该土地储备总面积为在建及储备面积（即扣除在建项目中的部分竣工面积）

土地储备方面，近年来阳光城主要通过开市场土地“招拍挂”以及收购在建工程或并购等方式获取项目。2013~2015年公司分别新增土地储备384.58万平方米、35.43万平方米和315.33万平方米，其中2014年由于房地产市场景气度不佳，公司当年仅取得杭州、晋江、上海四幅地块；2015年以来公司通过多种方式共计获得17个项目，大福建、长三角、京津冀和西部战略城市土地储备均有补充，其中公司通过公开招拍挂获取11个项目，计容建面202.95万平方米；通过收购在建工程或并购获得6个项目，计容建筑面积112.38万平方米。

截至2015年末，公司土地储备计容建筑面积合计779.24万平方米，土地储备均价约为0.58万元/平方米；从区域分布情况来看，根据公司年报资料，公司年末土地储备面积（未考虑权益及部分竣工等）合计达1,307.40万平方米，其中大福建、长三角、京津冀及西部战略城市土地储备面积占比分别为44.14%、13.52%、1.33%和41.01%。中诚信证评认为，公司深耕市场、聚集主要城市的核心和极具发展潜力地段的发展战略利于公司稳健持续发展并实现地区的品牌效应。与此同时，公司在建及储备项目多数集中于福州和西安等地，区域房地产市场环境及政策的变化或对公司业绩形成较大影响。

**表8：截至2015年末公司土地储备区域分布情况**

单位：万平方米、元/平方米

城市或区域	规划计容建筑面积	楼面价
大福建	577.14	3,694.80
长三角	176.73	10,459.46
京津冀	17.34	10,801.61
西部战略城市	536.19	717.47
合计	1,307.40	3,480.65

注：1、上述数据包括公司合并报表范围内的全部土地储备（包括整体项目对应的全部规划建筑面积，未考虑权益、部分竣工等因素）；2、公司在西部战略城市的土地储备多数位于国家级新区——西安西咸新区，公司为该区域储备项目最多的公司之一，项目位置均位于区位优势核心地段且楼面成本较低。

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

整体而言，目前阳光城在福州市房地产市场已取得了领先的行业地位，依托于在区域市场累积的项目运作经验，近年来阳光城向福州周边、长三角及中部地区的业务拓展亦较为顺利，未来凭借较为充沛的土地储备、适当的开发策略以及和较为丰富

的管理运营经验，阳光城房地产业务有望继续保持快速发展态势。但我们也关注到公司福州和西安项目占比较高，该区域房地产市场环境或政策变化将对公司经营业绩产生较大影响，并且较大规模的在建及拟建项目可为未来持续增长提供良好保障的同时亦对公司融资能力及资金调配能力提出更高要求。

## 公司治理

### 治理结构

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》和其他有关规定的要求，建立了较为健全的法人治理结构。股东大会是公司的权利机构，决定公司的经营方针和投资计划，且股东大会的职权不得通过授权的形式由董事局或其他机构和个人代为行使。公司设董事局，对股东大会负责；董事局由9名董事组成，其中独立董事3名，设董事局主席1人，董事局副局长若干人；董事局负责召集股东大会，执行股东大会的决议，编制公司的年度财务预算方案、决算方案等等。同时，公司设有监事会监事会由3名监事组成，监事会设监事长1人；公司董事、总裁和其他高级管理人员不得兼任监事；监事会负责对董事局编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对公司董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。另外，公司设总裁1名，由董事局聘任或解聘；公司总裁、副总裁、财务负责人、董事会秘书为公司高级管理人员。

目前，公司设置了战略投资中心、城市运营中心、运营管理中心、营销及品牌中心、物业管理中心、财务管理中心、产品研发中心等职能部门，具体负责公司战略、经营计划、资本运营、重大决策、指导及审批子公司各项业务等事宜，保证公司高效运转。

总体来看，公司根据法律法规相关规定及自身运营实际情况建立了较为完善的法人治理结构，并设置了相应的职能部门及区域公司运行具体事务，保障公司高效运。

## 内部管理

内部控制方面，公司在发展战略、财务管理、资金活动、内部监督以及风险控制等方面建立了一系列的规章制度。

发展战略方面，公司制定了《战略委员会工作细则》，明确了战略委员会的人员构成、职责、工作程序和议事规则。战略委员会设于董事局下，负责对公司长期发展战略和重大投资决策进行研究并提出建议，主要负责对公司的长期发展战略规划、重大投融资方案、重大资本运作、资产经营项目决策进行研究并提出建议。

财务管理方面，公司实行统一领导、垂直管理的财务管理制度。公司的《财务管理制度》规定，应加强对营运资金的会计系统控制，严格规范资金的收支条件、程序和审批权限，明确现金开支范围。公司财务管理中心对各部门进行资金控制，所申请资金支出或报销事项需通过由财务经理、财务总监、总裁等签字审批的《资金支付计划》进行结算。

资金活动方面，对于募集资金，公司制定了《融资管理制度》、《阳光城募集资金管理办法》。《融资管理制度》规定了融资工作中的职责分工、融资授信程序，融资审批流程，融资考核标准，融资风险管理以及融资担保管理的有关规定。《阳光城募集资金管理办法》对于募捐资金专户存储、募集资金的使用、募集资金用途变更、募集资金管理与监督以及发行股份涉及收购的资产的管理和监督等事项均作了详细的规定。公司审计部按季度对募集资金的存放和使用情况检查一次，并及时向审计委员会报告检查结果。重大投资方面，公司在《公司章程》、《财务管理制度》、《阳光城证券投资管理暂行办法》、《阳光城衍生品投资管理制度》、《融资管理制度》、《阳光城募集资金管理办法》中明确了股东大会、董事局对重大投资的审批权限，制定相应的审议程序。

内部监督方面，公司设立了审计部，受公司审计委员会领导，审计委员会由独立董事和董事组成。公司审计部独立开发公司内部审计、监督工作，采取定期与不定期检查方式，对公司和子公司财务、重大事项、日常生产经营活动进行审计、核查，

对公司内部管理体系以及分子公司内部控制制度的情况进行监督检查，并出具独立的审计意见。

风险控制方面，公司建立了风险评估管理机制，形成了包括建立风险评估目标、风险识别、风险分析、风险反应等系统的风险评估过程。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

## 战略规划

公司未来发展将继续以房地产开发业务为核心，鉴定“区域聚焦、深耕发展”的区域布局，深耕沿海经济带，择机进入战略机遇点，重点布局最具发展潜力的成长性城市。除了大本营福建地区外，公司已经成功拓展长三角、京津冀为新的增长极，并积极关注珠三角一带的投资机会，同时储备以西咸新区为代表的战略机遇点作为利润补充，逐步形成 3+1+X 的战略布局，进一步树立和提升“阳光城”的品牌力。

在运营模式上，公司将继续坚持“高周转、低成本、轻资产”的运营策略，在“简单透明、结果导向、合作共赢”的企业文化和运作机制下，全面提升其运营管理能力。具体来看，公司开发项目的前期导向要精准定位，以利于在取得项目后快速开发和快速去化；产品方面，公司已经形成了较为成熟的产品体系，公司将通过产品线的复制，进一步提高运营效率，有效降低研发成本；在具体运营上，公司已形成了一套较为完善的运营系统，比保证项目的快速开工，同时通过一整套严格有效的生产管理系统和完善的业务流程，严格控制主要节点，缩短项目开发周期。

营销方面，公司认为开发适销产品是房地产实现高速周转的前提条件，未来在取地的类型以及开发产品的定位上，公司将始终坚持顺应地产调控政策要求，充分结合营运系统描摹的客户需求，并辅以灵活定价，多方面提升项目的强适销性，为公司的稳健发展奠定基础。

投资方面，公司认为精准的投资决策对于成长型的房企极为关键，公司的精准投资主要体现在两

个方面，一是战略布局，二是拿地。在布局上，公司将坚定 3+1+X 的战略布局，重点布局深具发展潜力的成长性城市和利润较高战略机遇点，实现高周转和保利润的互相补充，坚持把城市做精做透，把产品线做长做强。在拿地上，公司在关注核心指标的前提下，将充分利用合作伙伴、股东等资源优势，依托敏锐、专业的投资团队，审慎判定，通过公开招拍挂、并购等多种方式取得项目，实现精准投资。

另外，未来公司将教育行业作为第二增长极，利用资源及平台优势，继续加大对幼教行业的整合和收购，提升品牌溢价能力，形成“幼儿园孵化基地”，占据更大的市场份额，提升公司盈利能力，同时为公司已有地产项目和社区增加附加值，实现协同发展。

总体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较符合公司现阶段发展需求，其发展战略有望逐步实现。

## 财务分析

以下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 2013 年度、2014 年和 2015 年度审计报告，以及未经审计的 2016 年 3 月财务报表。

### 资本结构

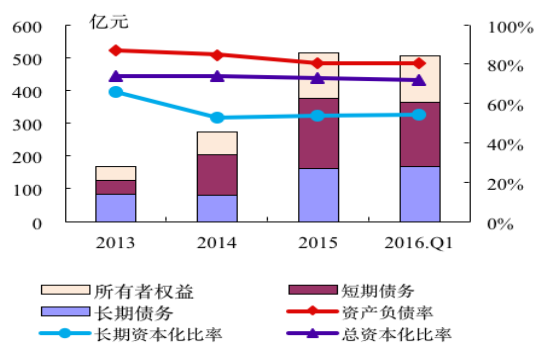
随着房地产开发业务规模的快速增长，公司近年来资产规模保持较快的增长态势。2013~2015 年末，公司总资产分别为 327.11 亿元、462.29 亿元和 701.73 亿元，近三年年均复合增长率为 46.47%。同期，随着开发项目和土地储备的增加，公司负债水平也有所上升，2013~2015 年末公司负债合计分别为 284.13 亿元、391.51 亿元和 564.31 亿元，近三年年均复合增长率为 40.93%。自有资本实力方面，得益于利润累积不断夯实其自有资本以及定向增发新股，截至 2015 年末公司所有者权益达到 137.42 亿元，近三年年均复合增长率达 78.82%。

财务杠杆比率方面，公司近年财务杠杆水平小幅下降，2013~2015 年公司资产负债率分别为 86.86%、84.69% 和 80.42%，净负债率分别为 228.04%、230.28% 和 173.41%，总资本化比率分别

为 74.23%、74.11% 和 73.25%，公司负债水平处于相对较高水平。

另截至 2016 年 3 月 31 日，公司资产总额 724.97 亿元，负债总额为 584.16 亿元，所有者权益 140.81 亿元，资产负债率为 80.58%，自资本化比率为 72.19%。

图 5：2013 年~2016 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

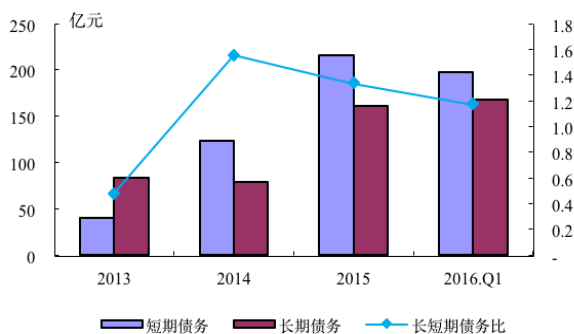
从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2013~2015 年公司流动资产占总资产比例分别为 99.65%、98.53% 和 96.87%。公司流动资产主要包括货币资金、预付款项和存货。公司货币资金主要由库存现金、银行存款和其他货币资金构成；截至 2015 年末，公司货币资金账面余额为 137.95 亿元，较 2014 年末余额有大幅增长；其中受限制的货币资金余额为 2.92 亿元，主要为各类保证金。同期末，公司预付款项账面金额为 85.93 亿元，账龄在 1 年以内的占比 85.36%；公司预付款项主要为预付土地款和预付建设项目的相关投入支出。存货方面，2015 年末公司存货账面价值为 423.83 亿元，包括原材料、库存商品、开发成本和开发产品，主要以开发成本和开发产品为主。非流动性资产方面，2015 年公司增加投资性房地产，当年末账面价值为 12.46 亿元，包括阳光假日公寓、上海阳光城阳光天地、西安阳光天地和福州阳光城时代广场。

负债方面，公司负债主要由有息债务、应付账款和预收款项构成。2013~2015 年末公司总债务分别为 123.78 亿元、202.61 亿元和 376.25 亿元。应付账款方面，2015 年末公司应付账款账面余额 53.99 亿元，包括应付土地款、应付及预提工程款、应付货款等；公司应付账款期末余额中无欠关联方款项。同期末，公司预收款项账面余额为 97.55 亿

元，其中预售房产收款 97.46 亿元，其余为预收租金、商业物业预收款、酒店预收款以及预收货款等。

从债务规模来看，2013 年~2016 年 3 月末公司总债务余额分别为 123.78 亿元、202.61 亿元、376.25 亿元和 364.74 亿元。其中 2014 年和 2015 年受短期借款大幅上升影响，公司当年债务规模较上年有大幅增长。从债务期限结构看，2013 年~2016 年 3 月末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.48 倍、1.56 倍、1.34 倍和 1.18 倍。2016 年第一季度，公司总债务水平有所下降，债务期限结构有所改善。整体来看，公司债务以短期债务为主，债务期限结构不甚合理，随着本次债券的发行，其债务期限结构将得到优化。

图 6：2013 年~2016 年 3 月末公司债务期限结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，公司近年来业务规模扩张较快，财务杠杆比率处于相对较高水平，债务期限结构有待进一步优化，且未来公司仍或有较大规模的项目开发资金需求。

## 流动性

公司资产以流动资产为主，2013~2015 年公司流动资产分别为 325.97 亿元、455.51 亿元和 679.76 亿元，占资产总额比例分别为 99.65%、98.53%和 96.87%。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由存货、预付款项和货币资金构成，三项合计占流动资产比重在 90% 以上，其中存货和货币资金占流动资产比重达到 70% 以上。

表 9：2013 年~2016 年 3 月末公司流动资产分析

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
流动资产/总资产	99.65%	98.53%	96.87%	96.96%
存货/流动资产	67.18%	76.95%	62.35%	67.78%
货币资金/流动资产	7.91%	8.69%	20.29%	15.71%
预付款项/流动资产	20.90%	8.86%	12.64%	9.98%
(存货+货币资金)/流动资产	75.09%	85.64%	82.64%	83.49%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，公司近年业务规模增速较快，其在建项目开发成本的不断投入使得公司存货规模有所增长。2013~2015 年末公司存货净额分别为 219.00 亿元、350.52 亿元和 423.83 亿元，年均复合增长率为 39.12%。截至 2016 年 3 月末，公司存货规模进一步增长至 476.44 亿元。从存货结构来看，公司存货主要由开发成本和开发产品构成，近三年公司存货中开发产品占比分别为 4.17%、4.88%和 20.55%。2015 年公司未销售的开发产品占比大幅上升，主要为福州阳光凡尔赛宫、福州阳光城翡丽湾、福州阳光城西海岸、西安阳光城林隐天下以及兰州阳光城林隐天下等项目，未来我们将对上述项目的去化情况保持关注。

表 10：2013~2015 年末公司存货结构分析

单位：亿元

项目	2013	2014	2015
存货	219.00	350.52	423.83
开发产品	9.14	17.12	87.10
开发产品/存货	4.17%	4.88%	20.55%
开发成本	209.39	332.95	336.72
开发成本/存货	95.61%	94.99%	79.45%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

周转率指标方面，随着公司业务规模的扩大，项目推进的加快，公司周转率指标向好。2013~2015 年，公司存货周转效率分别为 0.24 次、0.35 次和 0.43 次；总资产周转率分别为 0.23 次、0.35 次和 0.38 次。

从现金获取能力来看，2013~2015 年，公司经营净现金流分别为 -54.66 亿元、-56.41 亿元和 -38.79 亿元，近年来受项目建设、土地储备增加的影响，公司经营活动现金流呈现净流出状态。2016 年 1~3 月，公司经营活动净现金流保持流出状态，为 -11.61 亿元。货币资金方面，2015 年公司货币资



金占流动资产比重由上年的 8.69% 上升至 20.29%，当年末公司货币资金/短期债务由 0.32 倍上升至 0.64 倍，但考虑到公司短期债务规模较大，公司货币资金对短期债务的覆盖程度有限。

表 11: 2013~2016.Q1 公司部分流动性指标

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金 (亿元)	25.78	39.61	137.95	110.59
经营活动现金流净额 (亿元)	-54.66	-56.41	-38.79	-11.61
经营净现金流/短期债务 (X)	-1.36	-0.46	-0.18	-0.24
货币资金/短期债务 (X)	0.64	0.32	0.64	0.56

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 近年来公司加大了项目储备和开发规模, 公司存货规模增长较快, 且存货中开发产品比例加大, 但整体上公司资产周转速度处于较好水平。同时, 由于开发建设力度的加大, 公司经营活动现金流呈现净流出状态, 未来随着其开发规模的进一步扩大, 公司或将面临更大的资本支出压力。

## 盈利能力

公司营业收入主要来源于房地产开发销售。2013~2015 年公司营业收入保持大幅增长, 近三年分别实现营业收入 74.44 亿元、138.94 亿元和 223.80 亿元。2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 23.33 亿元, 较上年同期增长 25.49%。另外, 公司 2015 年末预收款项余额为 97.55 亿元, 可为其未来经营业绩的增长提供一定保障。

营业毛利率方面, 受房地产行业景气度波动影响, 在行业毛利率普遍下滑的环境下, 公司毛利率 2015 年也有大幅下滑, 近三年分别为 29.78%、29.14% 和 25.56%。2016 年第一季度, 公司毛利率水平回升至 33.30%。

期间费用方面, 随着开发规模和销售规模上升, 公司销售费用和管理费用逐年增加; 同期由于融资产生的财务费用资本化后计入开发成本, 公司财务费用较低。2013~2015 年公司期间费用分别为 5.93 亿元、8.95 亿元和 10.35 亿元, 同期三费收入占比分别为 7.97%、6.44% 和 4.62%, 公司对期间费用整体控制良好。2016 年 1~3 月, 公司发生期间费用 2.30 亿元, 其中财务费用为 0.11 亿元, 较去年

同期有大幅增长, 主要系利息费用化增加所致, 故本期期间费用占营业收入比重上升, 为 9.85%。

表 12: 2013~2016.Q1 公司期间费用分析

单位: 亿元

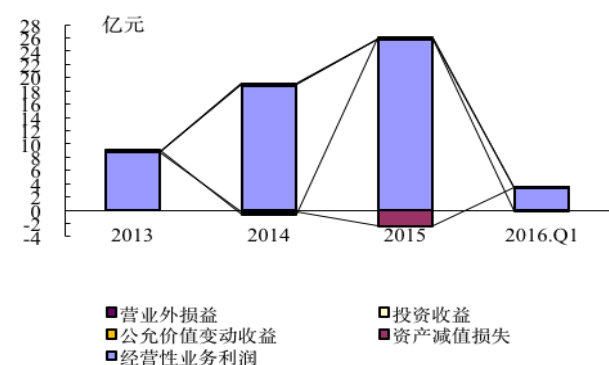
项目名称	2013	2014	2015	2016.Q1
销售费用	3.31	4.49	4.57	0.80
管理费用	2.43	3.77	5.54	1.39
财务费用	0.20	0.69	0.23	0.11
三费合计	5.93	8.95	10.35	2.30
营业总收入	74.44	138.94	223.80	23.33
三费收入占比	7.97%	6.44%	4.62%	9.85%

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 公司利润主要来自经营性业务利润。2013~2015 年, 公司经营性业务利润逐年增长, 分别为 8.67 亿元、18.79 亿元和 25.78 亿元, 利润总额分别为 8.91 亿元、18.39 亿元和 23.60 亿元。此外, 2015 年公司计提资产减值损失 2.39 亿元, 主要为当年计提存货跌价准备 2.34 亿元, 其中开发成本计提存货跌价准备 2.07 亿元, 主要为福州长乐翡丽湾项目和西安阳光城丽姿公馆项目分别计提 1.28 亿元和 0.62 亿元; 开发产品计提跌价准备 0.26 亿元。2016 年 1~3 月, 公司实现经营性业务利润 3.28 亿元, 利润总额为 3.17 亿元。

综上, 受益于经营性业务利润快速增长, 2013~2015 年公司净利润分别为 5.98 亿元、12.82 亿元和 17.33 亿元, 净资产收益率分别为 13.93%、18.11% 和 12.61%; 2016 年第一季度, 公司净利润为 2.01 亿元, 净资产收益率为 5.71%, 公司整体盈利能力较好。

图 7: 2013~2016.Q1 公司利润总额构成



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司近年发展快速, 收入规模不断扩大, 对期间费用的控制加强, 整体盈利能力较好。

## 偿债能力

从债务规模来看，2013~2015 年公司总债务分别 123.78 亿元、202.61 亿元和 376.25 亿元。获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2013~2015 年公司 EBITDA 分别为 9.27 亿元、19.56 亿元和 24.08 亿元，与利润总额变动趋势一致。从主要偿债能力指标来看，2013~2015 年公司总债务/EBITDA 分别为 13.35 倍、10.36 倍和 15.63 倍，EBITDA 利息倍数分别为 0.73 倍、0.91 倍和 0.94 倍，EBITDA 对债务本息的保障能力有限。

表 13: 2013~2016.Q1 公司主要偿债指标

项目	2013	2014	2015	2016.Q1
短期债务（亿元）	40.33	123.50	215.45	197.17
总债务（亿元）	123.78	202.61	376.25	364.74
EBITDA（亿元）	9.27	19.56	24.08	-
总债务/EBITDA（X）	13.35	10.36	15.63	-
经营活动净现金流（亿元）	-54.66	-56.41	-38.79	-11.61
经营活动净现金流/总债务（X）	-0.44	-0.28	-0.10	-0.13
EBITDA 利息倍数(X)	0.73	0.91	0.94	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，截至 2016 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 197.52 亿元，其中尚未使用的现金授信额度 49.20 亿元，具有一定备用流动性。

或有负债方面，截至 2016 年 3 月末，公司担保余额 243.69 亿元，担保额较高，需关注其或有负债风险。

整体来看，近年来随着公司下属开发项目不断增多，公司财务杠杆维持在较高水平，资本支出压力加大。但考虑到公司资产规模、收入规模和自有资本实力不断提升，盈利指标和流动性指标表现较好，加之其明确的战略定位和较为充足的项目储备，未来公司可持续发展能力将进一步增强。

## 结 论

综上，中诚信证评评定阳光城集团股份有限公司主体信用级别为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；评定“阳光城集团股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AA<sup>+</sup>**。

## 关于阳光城集团股份有限公司 2016年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

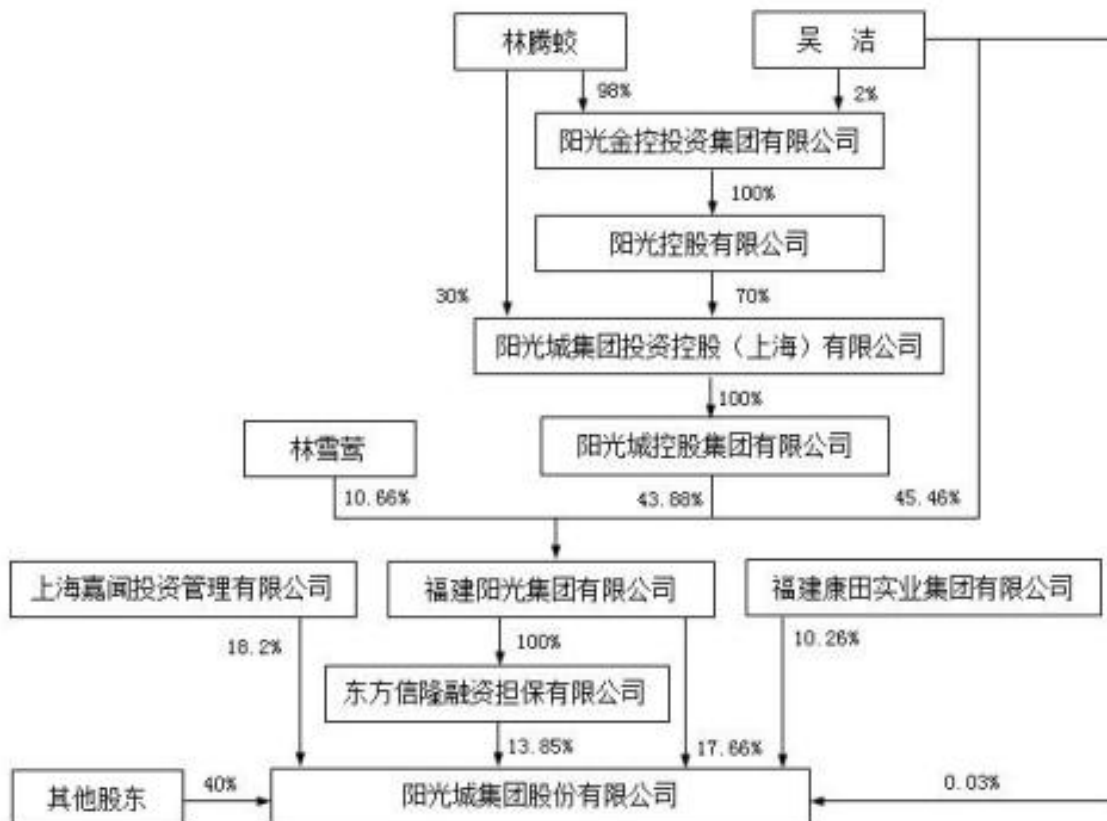
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将在本公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间应早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

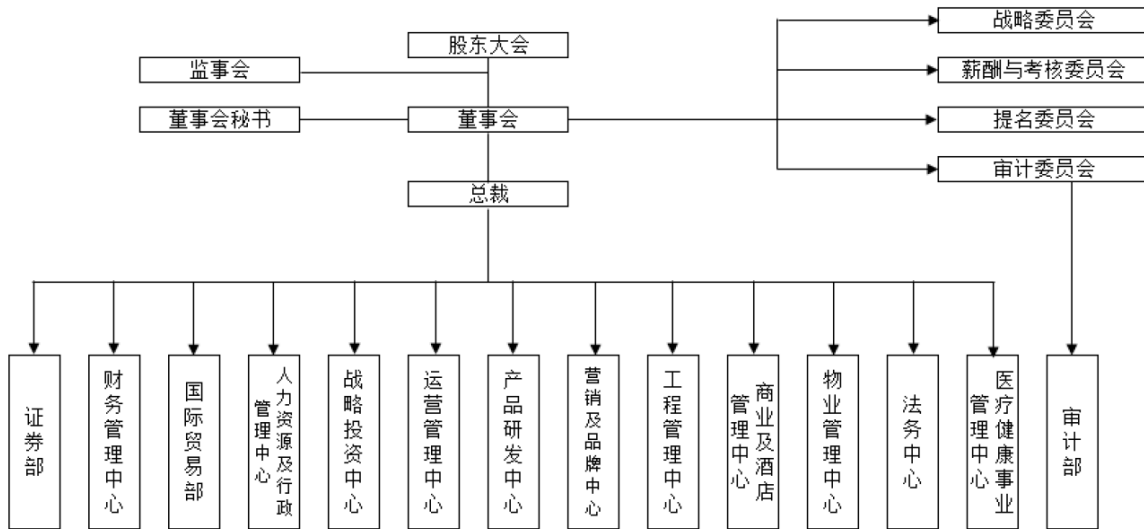
如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：阳光城集团股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

附二：阳光城集团股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供

**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）	2013	2014	2015	2016.Q1
货币资金	257,771.33	396,062.45	1,379,497.68	1,104,227.21
应收账款净额	51,330.67	43,737.69	57,215.40	50,545.57
存货净额	2,189,973.76	3,505,199.16	4,238,268.90	4,764,381.66
流动资产	3,259,722.38	4,555,148.76	6,797,594.47	7,028,940.61
长期投资	6,947.25	6,043.12	14,328.55	15,604.02
固定资产合计	2,875.89	2,257.77	21,113.56	145,344.85
总资产	3,271,061.99	4,622,943.66	7,017,329.66	7,249,678.52
短期债务	403,329.22	1,234,962.14	2,154,480.88	1,971,695.59
长期债务	834,490.00	791,158.28	1,608,038.90	1,675,678.06
总债务（短期债务+长期债务）	1,237,819.22	2,026,120.42	3,762,519.78	3,647,373.65
总负债	2,841,291.55	3,915,083.74	5,643,119.45	5,841,592.46
所有者权益（含少数股东权益）	429,770.44	707,859.92	1,374,210.20	1,408,086.06
营业总收入	744,418.50	1,389,412.57	2,237,996.92	233,262.33
三费前利润	146,071.81	277,329.02	361,278.83	55,768.28
投资收益	1,242.11	3,071.74	956.28	-724.53
净利润	59,846.49	128,179.03	173,271.79	20,090.15
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	92,700.08	195,573.08	240,793.70	-
经营活动产生现金净流量	-546,622.30	-564,093.01	-387,871.13	-116,069.83
投资活动产生现金净流量	-44,275.71	-35,408.43	-299,589.25	-3,571.29
筹资活动产生现金净流量	755,222.89	684,193.44	1,709,564.23	-158,526.76
现金及现金等价物净增加额	164,357.98	84,713.06	1,022,104.14	-278,167.87
财务指标	2013	2014	2015	2016.Q1
营业毛利率（%）	29.78	29.14	25.56	33.30
所有者权益收益率（%）	13.93	18.11	12.61	5.71
EBITDA/营业总收入（%）	12.45	14.08	10.76	-
速动比率（X）	0.53	0.34	0.64	0.55
经营活动净现金/总债务（X）	-0.44	-0.28	-0.10	-0.13
经营活动净现金/短期债务（X）	-1.36	-0.46	-0.18	-0.24
经营活动净现金/利息支出（X）	-4.30	-2.63	-1.52	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.73	0.91	0.94	-
总债务/EBITDA（X）	13.35	10.36	15.63	-
资产负债率（%）	86.86	84.69	80.42	80.58
总债务/总资本（%）	74.23	74.11	73.25	72.15
长期资本化比率（%）	66.01	52.78	53.92	54.34
净负债率（%）	228.04	230.28	173.41	180.49

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 年第一季度财务指标经年化处理。

**附四：基本财务指标的计算公式**
$$\text{货币资金等价物} = \text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据}$$
$$\text{长期投资} = \text{可供出售金融资产} + \text{持有至到期投资} + \text{长期股权投资}$$
$$\text{固定资产合计} = \text{投资性房地产} + \text{固定资产} + \text{在建工程} + \text{工程物资} + \text{固定资产清理} + \text{生产性生物资产} + \text{油气资产}$$
$$\text{短期债务} = \text{短期借款} + \text{交易性金融负债} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的非流动负债} + \text{其他一年内到期的付息债务}$$
$$\text{长期债务} = \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期付息债务}$$
$$\text{总债务} = \text{长期债务} + \text{短期债务}$$
$$\text{净债务} = \text{总债务} - \text{货币资金}$$
$$\text{三费前利润} = \text{营业总收入} - \text{营业成本} - \text{利息支出} - \text{手续费及佣金收入} - \text{退保金} - \text{赔付支出净额} - \text{提取保险合同准备金净额} - \text{保单红利支出} - \text{分保费用} - \text{营业税金及附加}$$
$$\text{EBIT (息税前盈余)} = \text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$$
$$\text{EBITDA (息税折旧摊销前盈余)} = \text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$$
$$\text{资本支出} = \text{购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金} + \text{取得子公司及其他营业单位支付的现金净额}$$
$$\text{营业毛利率} = (\text{营业总收入} - (\text{营业成本} + \text{利息支出} + \text{手续费及佣金支出} + \text{退保金} + \text{赔付支出净额} + \text{提取保险合同准备金净额} + \text{保单红利支出} + \text{分保费用})) / \text{营业总收入}$$
$$\text{EBIT 率} = \text{EBIT} / \text{营业总收入}$$
$$\text{三费收入比} = (\text{财务费用} + \text{管理费用} + \text{销售费用}) / \text{合同销售收入}$$
$$\text{所有者权益收益率} = \text{当期净利润} / \text{期末所有者权益 (含少数股东权益)}$$
$$\text{流动比率} = \text{流动资产} / \text{流动负债}$$
$$\text{速动比率} = (\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$$
$$\text{存货周转率} = \text{主营业务成本 (营业成本)} / \text{存货平均余额}$$
$$\text{应收账款周转率} = \text{主营业务收入净额 (营业总收入净额)} / \text{应收账款平均余额}$$
$$\text{资产负债率} = \text{负债总额} / \text{资产总额}$$
$$\text{总资本化比率} = \text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{长期资本化比率} = \text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益 (含少数股东权益)})$$
$$\text{EBITDA 利息倍数} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$$
$$\text{净负债率} = \text{净债务} / \text{所有者权益}$$

## 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
<b>AAA</b>	债券信用质量极高，信用风险极低
<b>AA</b>	债券信用质量很高，信用风险很低
<b>A</b>	债券信用质量较高，信用风险较低
<b>BBB</b>	债券具有中等信用质量，信用风险一般
<b>BB</b>	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
<b>B</b>	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
<b>CCC</b>	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
<b>CC</b>	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
<b>C</b>	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
<b>AAA</b>	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
<b>AA</b>	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
<b>A</b>	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
<b>BBB</b>	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
<b>BB</b>	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>B</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
<b>CCC</b>	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
<b>CC</b>	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
<b>C</b>	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

<b>正面</b>	表示评级有上升趋势
<b>负面</b>	表示评级有下降趋势
<b>稳定</b>	表示评级大致不会改变
<b>待决</b>	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。