

信用等级通知书

东方金诚债评字【2020】1156号

阳光城集团股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“阳光城集团股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为 AAA。



东方金诚国际信用评估有限公司
二〇二〇年十一月十九日

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”）与阳光城集团股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托关系外，东方金诚、评级人员与该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具备本次评级所需的专业胜任能力，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，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用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。

请务必阅读报告末页权利及免责声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2020年11月19日

阳光城集团股份有限公司2021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

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员	
AAA	稳定	AAA	2020/11/19	谷建伟	张沙沙	
主体概况		评级模型				
阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”或“公司”）主要经营房地产开发业务，控股股东为福建阳光集团有限公司，实际控制人为自然人吴洁。		1.基础评分模型				
		一级指标	二级指标	权重 (%)	得分	
债券概况 本期发行金额：不超过15亿元（含15亿元） 本期债券期限：5年，第2年末和第4年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权 偿还方式：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：偿还到期或回售的公司债券		规模和市场地位		资产总额	15.00	15.00
				营业收入	10.00	10.00
				合同销售金额	10.00	10.00
				多样性	20.00	20.00
		盈利能力和运营效率		净资产收益率	15.00	11.39
				净利润	10.00	8.47
				存货周转率	5.00	3.09
		债务负担与保障程度		剔除预收账款的资产负债率	7.50	3.84
				货币资金/短期有息债务	7.50	4.86
				2.基础模型参考等级		AAA
		3.评级调整因素		无调整		
		4.主体信用等级		AAA		
		5.增信措施		无		
		6.本期债券信用等级		AAA		

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。

评级观点

阳光城房地产项目布局于福建、长三角、珠三角、京津冀等区域一二线城市和中西部核心二线城市，市场竞争力很强；公司房地产合同销售金额和合同销售面积显著增长，房地产开发业务收入和毛利润持续提升；在建及拟建项目中一二线城市占比较高，未来可售面积充足；公司产品体系完善，同时注重产品品质的提升以增强产品附加值及用户认可度；另一方面，公司部分在建和拟建项目位于三四线城市，将面临去化压力；项目未来投资规模较大，在当前房地产市场调控政策环境下，面临资金压力；资产受限比例较高，有息债务规模较大且面临一定集中偿付压力。

综合分析，公司偿还债务的能力极强，本期债券到期不能偿付的风险极低。

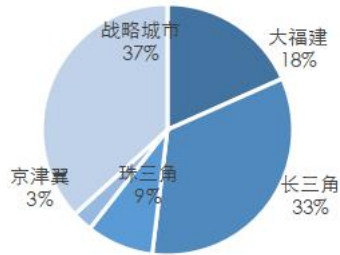
同业对比

项目	阳光城	金科股份	融信集团	正荣地控	时代控股
资产总额（亿元）	3075.52	3216.05	2001.90	1539.27	1539.69
营业收入（亿元）	610.49	677.73	516.47	320.43	425.51
全口径合同销售金额（亿元）	2110.3	1803.4	1413.2	1408.0	783.6
净资产收益率（%）	8.49	22.46	21.70	14.75	22.36
净利润（亿元）	43.21	63.57	69.47	30.10	62.28
剔除预收款项的资产负债率（%）	70.98	64.49	59.77	66.33	71.15

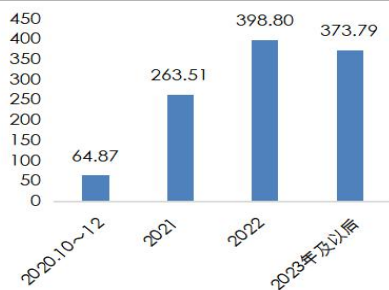
注：以上企业最新主体信用等级均为AAA/稳定，数据来自各企业公开披露的2019年数据，东方金诚整理。

主要指标及依据

2019年房地产销售区域分布



2020年9月末债务期限结构（单位：亿元）



主要数据和指标

项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额(亿元)	2132.50	2633.97	3075.52	3562.79
所有者权益(亿元)	305.70	410.30	508.99	551.70
全部债务(亿元)	1134.89	1126.13	1123.21	1100.97
营业总收入(亿元)	331.63	564.70	610.49	380.64
利润总额(亿元)	36.04	63.89	67.71	47.00
经营性净现金流(亿元)	88.19	218.31	153.96	218.15
营业利润率(%)	17.26	19.04	20.17	19.04
资产负债率(%)	85.66	84.42	83.45	84.52
流动比率(%)	169.44	150.08	154.17	140.14
全部债务/EBITDA(倍)	27.78	15.41	14.12	-
EBITDA利息倍数(倍)	0.58	0.83	0.93	-

数据来源：公司2017年~2019年经审计的合并财务报告和2020年9月未经审计的合并财务报表。

优势

- 公司房地产业务布局福建、长三角、珠三角、京津冀等区域的一二线城市和中西部核心二线城市，项目开发经验丰富，具有很强的市场竞争力；
- 公司依托高周转经营策略，集中优势资源加大核心城市群的推盘销售，近年合同销售金额及销售面积显著增长，房地产开发业务收入和毛利润持续提升；
- 公司在建及拟建项目中位于广州、长沙、北京和福州等一二线城市的项目占比约76%，未来可售面积充足，其中2020年9月末全口径剩余可售货值约5613亿元；
- 公司产品体系完善，可满足刚需、刚改及商用等不同用户需求，同时注重产品品质的提升，自主研发“绿色智慧家”标准，增强产品附加值及用户认可度。

关注

- 公司在建及拟建的部分房地产项目位于三四线城市，或将面临销售去化压力；
- 公司在建及拟建项目未来投资规模较大，在房地产市场调控政策和融资环境趋紧背景下，面临资金压力；
- 公司资产受限比例较高，有息债务规模较大且存在一定集中偿付压力。

评级展望

公司评级展望为稳定。公司土地储备充足且以一二线城市为主，项目区位布局较好，销售业绩较有保障，同时预收账款规模较大，对未来业绩提供有力支撑，预计未来公司仍将保持较好的盈利能力。

评级方法及模型

《东方金诚房地产企业评级方法及模型（RTFC010202004）》

历史评级信息

债项名称	主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
20阳城01/20阳城02	AAA/稳定	AAA	2020/2/20	赵一统、范新悦	《东方金诚房地产企业评级方法及模型（RTFC010201907）》	阅读原文
20阳城01/20阳城02/20阳城03	AAA/稳定	AAA	2020/6/19	赵一统、范新悦	《东方金诚房地产企业评级方法及模型（RTFC010202004）》	阅读原文

注：自2020年2月20日（首次评级）至今，阳光城主体信用等级未发生变化，均为AAA/稳定。

主体概况

阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”或“公司”）主营房地产开发业务，第一大股东为福建阳光集团有限公司¹（以下简称“福建阳光”），实际控制人为自然人吴洁。

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”），初始注册资本为800.00万元，经多次股权转让和增资后，1996年12月，石狮新发在深交所挂牌上市，证券代码为000671.SZ。2002年4月，石狮新发第一大股东福建省新潮集团公司将其持有的26369280股股份转让予福建阳光投资有限公司（以下简称“阳光投资”，现已改名为福建阳光），阳光投资成为石狮新发第一大股东，持股比例27.71%。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”）；2009年5月，阳光发展变更为现名，次月证券简称变更为“阳光城”。

经过股权分置改革、股权转让、多次定向增发和配股，截至本报告出具日，阳光城总股本为41.20亿股。第一大股东福建阳光直接及间接共持有阳光城33.71%股份，同时福建阳光一致行动人福建康田实业集团有限公司²（以下简称“康田实业”）持有公司9.99%的股份，因此，福建阳光合计享有公司43.70%的表决权。阳光城实际控制人为自然人吴洁（股权结构详见附件一）。

截至2020年9月30日，福建阳光和其全资子公司东方信隆资产管理有限公司、一致行动人康田实业合计持有公司18.01亿股，其中已质押股份14.38亿股，占其所持股比例的79.88%，占公司总股本的34.91%。

2020年9月和10月，公司分别发布相关公告，称泰康人寿保险有限责任公司（以下简称“泰康人寿”）及泰康养老保险股份有限公司（以下简称“泰康养老”）与阳光城第二大股东上海嘉闻投资管理有限公司（以下简称“上海嘉闻”）签订《股份转让协议》，约定泰康人寿及泰康养老通过协议受让的方式，从上海嘉闻受让公司13.46%的股份，其中泰康人寿受让8.49%的股份，泰康养老受让4.98%的股份，转让价款33.78亿元。10月26日，相关股票过户登记手续已完成，过户后泰康人寿和泰康养老分别持有公司8.49%的股份和4.98%的股份，公司控股股东未发生变化。

公司主营房地产开发业务，辅以商业运营、物业服务业务为补充。公司房地产开发以住宅产品为主。公司采取长三角、珠三角、京津冀+大福建+战略城市点的“3+1+X”区域布局战略，阳光城的房地产项目已布局国内的福州、杭州、上海、绍兴、佛山、广州、长沙、重庆、南宁、郑州、乌鲁木齐、天津、湖州、成都、西安等城市，以一二线城市为主，并选择性地布局核心

¹ 福建阳光集团有限公司：吴洁直接及间接持有46.07%的股权，阳光城控股集团有限公司持有43.88%的股权，自然人林雪莺持有10.66%的股权，根据吴洁与阳光城控股集团有限公司实际控制人林腾蛟先生签署的《一致行动协议》安排，吴洁享有89.34%的表决权，为福建阳光的控股股东和实际控制人。

² 2008年5月5日，福建阳光与康田实业签署了《一致行动协议》，约定康田实业在发行人资本运作过程中（包括历次股东大会决策程序中）与福建阳光保持一致行动（包括但不限于表决权上的一致性，包括涉及福建阳光及其关联方与上市公司的关联交易决策事项时的回避表决）。一致行动的期限自康田实业成为发行人的股东之日起至福建阳光不再为发行人的控股股东之日或康田实业不再持有发行人股权之日止。

一二线城市周边的部分三线城市。根据克而瑞研究中心公布的《2019年度中国房地产企业销售TOP200排行榜》，2019年阳光城全口径和权益合同销售金额分别为2110.3亿元和1351.4亿元³，分别排名第13位和第14位。

截至2020年9月末，阳光城资产总额3562.79亿元，所有者权益551.70亿元，全部债务1100.97亿元，资产负债率为84.52%，纳入合并报表范围直接及间接控股子公司共1057家。2019年及2020年1~9月，公司实现营业总收入分别为610.49亿元和380.64亿元，利润总额分别为67.71亿元和47.00亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

经中国证监会“证监许可〔2020〕468号”文核准，公司获准公开发行不超过人民币80亿元的公司债券。其中第一期20亿元已于2020年4月发行，第二期10亿元已于2020年8月发行，本次公司拟发行“阳光城集团股份有限公司2021年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过15亿元（含15亿元），发行期限5年，第2年末和第4年末附公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券面值100元，按面值发行，发行利率为固定利率，单利按年计息，不计复利。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。

募集资金用途

本期债券拟募集资金不超过15亿元（含15亿元），扣除发行费用后，拟全部用于偿还到期或回售的公司债券。

经营环境

宏观经济与政策环境

三季度经济延续“V型反转”，四季度GDP同比将向6.0%的潜在增长水平回归

三季度宏观经济供需两端稳步修复，加之国内外产能修复错位带动出口保持强势，季度GDP同比回升至4.9%，前三季度GDP同比也由负转正，达到0.7%。其中，三季度固定资产投资同比增长8.8%，增速比一季度加快5个百分点，继续成为经济复苏的主导力量；三季度以社会消费品零售总额为代表的消费需求回升加快，显示经济增长结构正在改善。时至秋冬季节，海外疫情有高位攀升之势，四季度全球经济将再现深度衰退，但产能错位优势会继续支撑我国出口；四季度固定资产投资有望加速至10%左右，消费回暖势头将会延续。预计四季度GDP增速有望向6.0%的潜在增长水平回归，全年经济增速将在2.2%左右。在疫苗顺利部署且不发

³ 数据来自于公司公告的《阳光城集团股份有限公司关于2019年12月份经营情况的公告》。

生新的重大外部冲击条件下，2021年GDP同比将达到9.0%。

四季度宏观政策有望进入稳定期，财政支出空间较大，市场资金面将“由紧转稳”

9月城镇调查失业率降至5.4%，已连续5个月处于6.0%的控制目标之内。伴随这一今年最重要的宏观经济指标稳定处于目标区间，加之四季度GDP增速将升至6.0%左右，逆周期调节需求相应减弱，年底前实施降息降准的概率不大，未来宏观政策将进入一段稳定期。前期政府债大规模发行，四季度财政支出空间较大，将对稳增长形成支撑。8月以来DR007等短期市场利率开始走稳，但同业存单发行利率等中期市场利率仍在上行。年底前伴随压降结构性存款目标完成，中期市场利率也将趋稳。这意味着5月中下旬以来的“紧货币”进程将告一段落。四季度宽信用将进一步向制造业和中小微企业倾斜，房地产融资环境会显著收紧。

行业分析

公司主要从事房地产开发业务，所属行业为房地产行业。

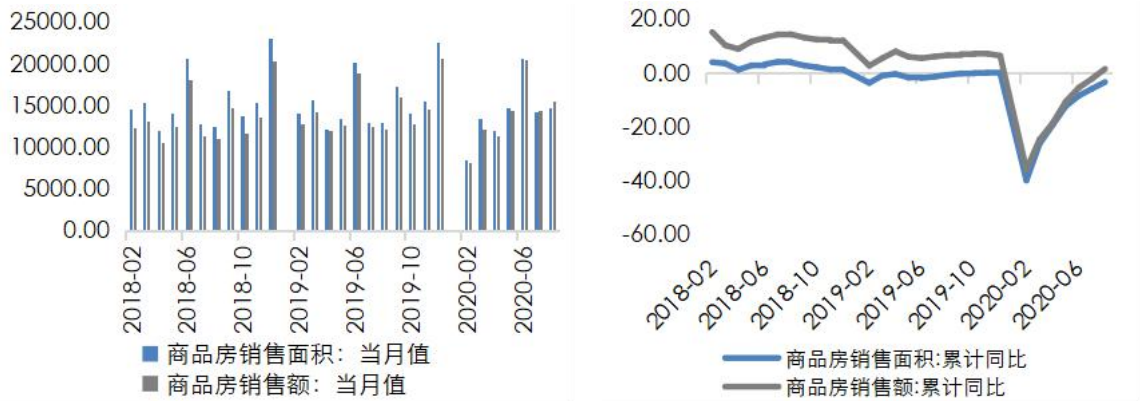
房地产行业

新冠肺炎疫情对房地产短期销售产生冲击，但疫情好转复工深化，供需双向改善推动销售快速修复，预计在政策维稳、按揭投放趋稳及需求回补的影响下，四季度销售增速将有望持续修复

受新冠肺炎疫情影响，2020年1~8月房企销售增速同比放缓，4月以来，随着国内疫情缓解及复工深化，在房企推盘力度加大叠加积压购房需求释放下，销售业绩持续改善。2020年1~8月，全国商品房累计销售面积98486.0万平方米，同比下降3.3%，降幅自4月以来持续收窄；商品房销售额96942.5亿元，同比增长1.6%，年内商品房销售额累计增速首次回正；同期，商品房销售均价为9843.3元/平方米，自3月以来始终保持稳定增长态势。此外，30大中城市商品房成交面积持续显著修复，4月以来较去年同期均有所增长。

预计四季度随着国内疫情影响的进一步缓解，房地产市场供给节奏将进一步加快，购房需求的释放和房企推盘销售的提升将有助于商品房销售面积的修复。目前各城市复工投产持续推进，大部分房企销售施工基本满血恢复，部分房企积极推出“以价换量”、“全民营销”等促销策略。“房住不炒”主基调不变，“渡难关”政策趋于缓和，多地政策向户籍、土地等长期改革层面转变，地方需求政策托底、按揭投放趋稳，流动性相对宽松的支持下，销售增速预计将持续得到修复。

图表 1 全国商品房销售情况 (万平方米、亿元、%)



数据来源: Wind

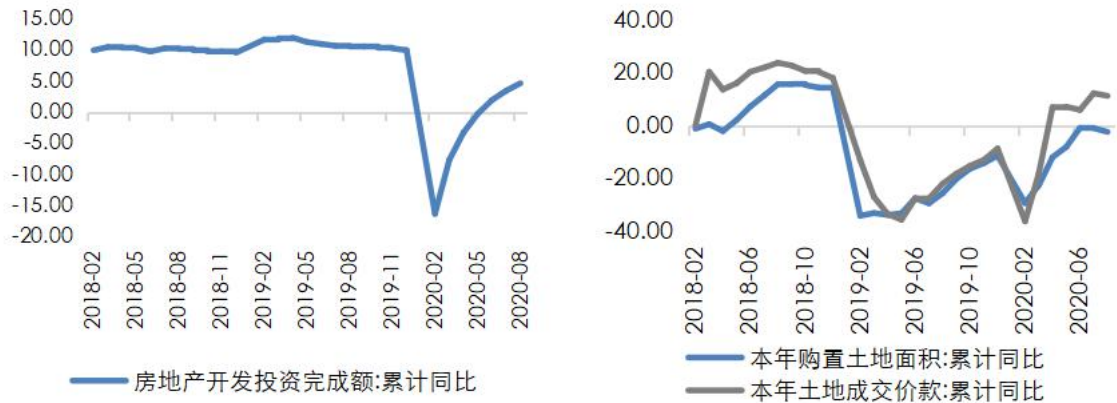
疫情对新开工及施工形成拖累，行业投资增速下滑，预计四季度房企融资环境难有显著改善，融资规模增速放缓，但投资增速仍将在项目开复工的提升以及销售回款增长下稳中回升

疫情对房地产行业新开工及施工进度产生不利影响，制约行业投资增速，但在疫情逐步缓解的背景下，房地产行业自4月份以来已陆续实现复工复产，新开工及补库存积极，施工保持增长，对房地产开发投资规模实现了拉动。2020年1~8月，国内房地产开发投资完成额88454.1亿元，同比增长4.6%，增速同比减少5.9个百分点。

从房企资金来源看，1~8月，房地产开发企业到位资金11.7万亿元，累计同比增长3.0%，增幅同比减少3.3个百分点。其中，国内贷款、自筹资金、定金及预收款分别为1.8万亿元、3.7万亿元和3.9万亿元，累计同比增速分别为4.0%、3.6%和1.2%，受益于整体流动性宽松，银行信贷和自筹资金均有所改善，外部融资依然是房企投资资金的重要来源。2020年8月，住房城乡建设部、人民银行在北京召开了重点房企座谈会，对重点房企资金检测和融资管理规则进行了讨论。总体来看，在房企融资规模逐年增长、债务负担有所增加的背景下，对于房地产企业融资渠道和融资规模的监管趋严，或将对房地产企业融资产生不利影响。

预计四季度，房企复工及赶工进度加快对新开工和施工进度产生促进作用，销售回款的提升将对房企施工及拿地提供资金支持，房企土地购置、施工及竣工进度预计进一步改善，但房企融资环境短期内难有显著改善，融资规模增速的下滑将影响房企拿地及建安支出，对投资带来负面影响，总体看，房地产企业投资增速将稳中回升。

图表2 全国房地产开发投资及土地购置情况 (%)



数据来源: Wind

业务运营

经营概况

公司营业收入和毛利润主要来源于房地产开发业务,近年来保持增长,毛利率稳步提升。阳光城主要从事房地产开发业务,辅以酒店运营、商业管理及建筑施工等其他业务。近年来,公司营业收入和毛利润均逐年显著增长,主要是房地产项目结转收入增多及利润提升所致;毛利率水平稳步提升。

图表3 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况(单位:亿元、%)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

房地产开发

公司房地产业务布局大福建、长三角、珠三角、京津冀等区域的一二线城市和中西部核心二线城市,项目开发经验丰富,具有很强的市场竞争力;公司产品体系完善,同时注重产品品质的提升,自主研发“绿色智慧家”标准以增强产品附加值及用户认可度。

阳光城具有房地产开发一级资质,具备多业态综合开发能力,项目业态以住宅产品为主,涉及少量商业、写字楼等。公司房地产业务始于福州,2012年总部由福州搬至上海后,项目分

布从福建向长三角、珠三角和京津冀地区以及中西部核心二线城市拓展，逐步实现了长三角、珠三角、京津冀+大福建+战略城市点的“3+1+X”的多元化城市布局。2017年，公司提出“三全”投资战略，即全地域发展、全方式拿地、全业态发展，加大二线城市的覆盖，并战略性布局核心城市周边城市，区域分布更加广泛。截至2019年末，阳光城的房地产项目已布局国内的福州、杭州、上海、绍兴、佛山、广州、长沙、重庆、南宁、郑州、乌鲁木齐、天津、湖州、成都、西安等97个城市，以一二线城市和中西部核心二线城市为主，并选择性地布局核心一二线城市周边的部分三线城市。

2019年阳光城位列中国房地产开发企业500强榜单第14位，位居2019中国房地产上市公司A股十强。在克而瑞研究中心发布的《2019年度中国房地产企业销售TOP200排行榜》和《2020年1~10月中国房地产企业销售榜TOP100排行榜》，阳光城全口径合同销售金额分别位列第13位和第17位，市场竞争地位稳固。

公司房地产项目开发经验丰富，已形成了较为成熟的满足不同层次需求的产品体系，主要针对用户刚需、刚改及商用需求，拥有包括“城市新筑”、“浪漫城邦”、“时尚公寓”和“生态住宅”等住宅系列以及商务办公、商业综合体、星级酒店等商业系列。2017年来，公司提出“规模上台阶，品质树标杆”战略，加强产品品质管控，建立室内装修绿色材料体系，推出“绿色智慧家”产品品牌。2019年4月，成立绿色智慧家研究院，自主研发“绿色智慧家”标准，有序推动绿色智慧家战略落地，以硬装体系升级为例，公司与供应商共同研发新材料，实现典型示范区样板房空气质量优于国标。截至2019年末，全国落地授牌的“绿色智慧家”项目44个，总建筑面积530万平方米，总共服务15万阳光城业主。

公司依托高周转经营策略，同时坚持区域深耕，集中优势资源加大核心城市群的推盘销售进度，以此实现项目快速开发，近年合同销售金额及销售面积显著增长，疫情对短期销售及回款形成负面影响，但在疫情缓解后，公司销售情况有所回升

公司实施提升销售规模、提高周转速度、提升产品品质和降低开发成本的“三升一降”策略，着力提升运营效率，同时提高产品适销性，实现项目的快速开发和高周转。目前，公司福建地区项目从拿地到开盘的周期为6~8个月，上海地区开发周期为12个月左右。同时公司坚持区域深耕策略，集中优势资源及力量在大福建、长三角、珠三角等核心城市群的推盘销售进度。

随着区域业务的深耕和布局的扩张，2017年~2019年，公司全口径合同销售面积及合同销售金额年均复合增长率分别为61.19%和51.84%，权益合同销售面积及销售金额年均复合增长率分别为34.39%和26.68%，均保持快速增长；合同销售价格有所波动，2018年以来有所下降，主要系单价相对较低的二三线城市销售占比提升及一线城市限价影响，2020年前三季度销售均价有所回升。

销售回款方面，2017年~2019年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为573.66亿元、793.63亿元和833.49亿元，分别为同期合并口径合同销售金额的82.40%、80.30%和80.50%，总体销售回款速度尚好。新冠疫情对公司短期销售及回款带来不利影响，但随着疫情

得到有效缓解，公司销售业绩有所修复，2020年1~9月，公司全口径合同销售面积为1070.51万平方米，同比下降11.26%，全口径合同销售金额1472.36亿元，同比变动不大。

图表4 公司房地产开发业务合同销售及回款情况（单位：亿元、%、万平方米、元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年1~9月
	全口径合同销售面积	659.40	1266.40	1713.27
其中：权益合同销售面积	606.67	895.11	1095.61	703.22
全口径合同销售金额	915.30	1628.56	2110.31	1472.36
其中：权益合同销售金额	842.10	1183.25	1351.43	942.70
平均合同销售价格（全口径）	13880.80	12859.86	12317.43	13753.82
合并口径合同销售金额	696.19	988.33	1035.39	-
销售商品、提供劳务收到的现金/合并口径合同销售金额	82.40	80.30	80.50	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理



公司房地产项目销售区域主要集中在大福建、长三角、珠三角、京津冀等区域的一二线城市。近年来，公司项目布局向中西部城市拓展，在长沙、重庆、南宁、郑州、西安等中西部内地区的销售金额占比有所提高；在以福州、厦门为代表的福建地区以及长三角区域合同销售金额比重有所下降，但占比仍较高。截至2020年9月末，公司全口径已完工项目合计136个，主要位于福州、厦门、上海、杭州、广州、宁波、嘉兴、郑州、成都等城市，总建筑面积2623.45万平方米，剩余可售面积368.81万平方米，去化率约84%。

图表5 公司全口径房地产开发项目分区域销售情况（单位：亿元、%）

区域	2019年			2020年1~9月		
	金额	面积	金额占比	金额	面积	金额占比
大福建	387.15	322.17	18.35	270.89	191.39	18.40
长三角	709.18	388.78	33.61	509.55	248.29	34.61
珠三角	182.64	136.31	8.65	93.83	63.18	6.37
京津冀	55.60	41.20	2.63	43.25	26.58	2.94
战略城市	775.74	824.80	36.76	554.84	541.07	37.68
合计	2110.31	1713.27	100.00	1472.36	1070.51	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建及拟建项目中位于广州、长沙、北京、福州和重庆等一二线城市的项目占比较高，未来可售面积充足，对未来房地产业务持续发展提供支撑，但部分项目位于三四线城市，项目销售去化及回款将面临一定压力

截至 2020 年 9 月末，公司房地产全口径项目剩余可售面积⁴4259.56 万平方米，预估剩余可售货值 5612.66 亿元，权益剩余可售面积 2961.43 万平方米，预估权益剩余可售货值 3704.56 亿元，主要位于一、二线城市⁵，业态以住宅为主。其中在建项目合计 239 个，在建项目全口径剩余可售面积 3396.00 万平方米，预估剩余可售货值 4371.15 亿元，其中权益剩余可售面积 2326.36 万平方米，预估权益剩余可售货值 2845.45 亿元，以长沙、北京、重庆、广州、福州和昆明等代表的一二线城市项目权益剩余可售货值占比约 74%，比重较高，以北海、汕尾、绍兴等为代表的三四线及以下城市项目权益剩余可售货值约 26%。

截至 2020 年 9 月末，公司全口径拟建项目合计 30 个，总可售面积 494.75 万平方米，其中权益可售面积 379.26 万平方米，预估权益可售货值 657.69 亿元，业态以住宅为主，以一二线城市项目居多，其中以广州、深圳等为主的一线城市项目未来权益可售货值约占 44%，以昆明、西安、福州、杭州等为主的二线城市项目未来权益可售货值约 44%；一二线城市合计占比约 88%。

图表 6 2020 年 9 月末公司房地产全口径可售项目情况及开工进度（单位：万平方米、亿元）



类别	剩余可售面积 ⁶	剩余可售货值	权益剩余可售面积	权益剩余可售货值
完工项目	368.81	310.42	255.82	201.42
在建项目	3396.00	4371.15	2326.36	2845.45
拟建项目	494.75	931.09	379.26	657.69
合计	4259.56	5612.66	2961.43	3704.56

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1~9 月
新开工面积（全口径）	736.91	2721.75	1722.00	1644.66
竣工面积	203.43	398.88	528.56	1092.31

数据来源：公司提供，东方金诚整理

整体来看，公司剩余可售面积较为充足，其中广州、长沙、北京、福州和重庆等一二线城市项目占比较高，对未来销售提供支撑，但部分位于三四线城市项目销售去化面临一定挑战。

近年公司房地产开发业务收入和毛利润持续提升，业务获利能力很强，近三年土地获取规模总体有所下降，但充裕的土地储备及较大规模的预收款项仍可对未来业绩实现提供有力支撑

2017 年~2019 年，受益于结算面积的持续提升，阳光城房地产开发业务收入和毛利润均逐年增长，业务毛利率总体提高，业务获利能力很强，受结算项目中三线城市占比有所提升影响，平均结算价格总体有所下降。2019 年房地产开发业务收入 587.53 亿元，同比增长 5.86%；毛利润 150.02 亿元，同比增长 5.40%；毛利率 25.53%，相对稳定。截至 2019 年末，公司预收

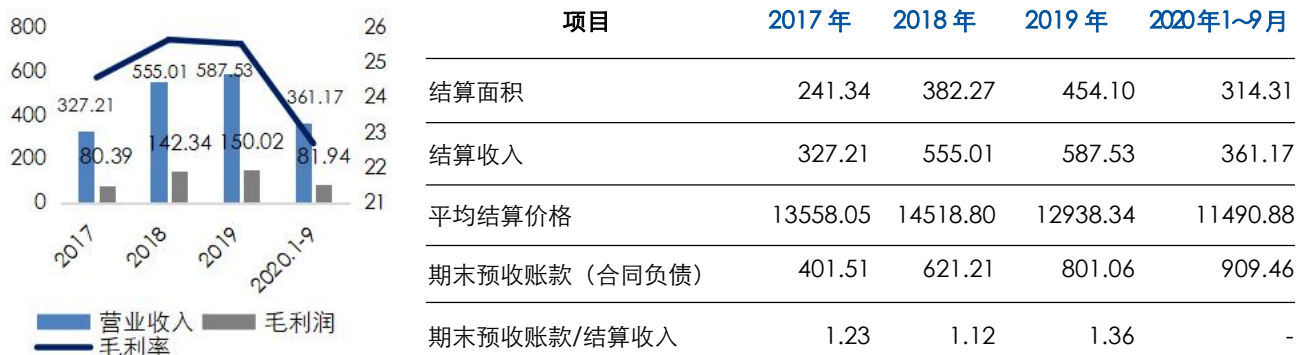
⁴ 土地储备统计中未包含代建代销项目。

⁵ 依据东方金诚统计口径，一线城市 4 个，为北京、上海、广州、深圳；二线城市 35 个，为杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、济南、长春、哈尔滨、天津、重庆、苏州、无锡、佛山、东莞、福州、海口、石家庄、兰州、南宁、贵州、呼和浩特、银川、西宁、乌鲁木齐、昆明、合肥、郑州、长沙、南昌、太原、青岛、宁波、大连、厦门。其余城市为三线及以下城市。

⁶ 其中已完工项目和在建项目剩余可售面积包括已开工项目待售面积和尚未开工待开发地块面积。

款项 801.06 亿元，预收款项是当期结算收入的 1.36 倍，为未来收入及毛利润的实现提供了有力支撑。

图表 7 公司房地产开发业务收入及结算情况（单位：亿元、%、万平方米、元/平方米）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

为了实现房地产业务规模的快速扩张，公司通过招拍挂、合作开发、收并购、一二级联动等多元化方式获得土地。2018 年以来，公司调整拿地策略，拿地节奏相对放缓。2017 年~2019 年和 2020 年 1~9 月，公司是全口径新增计容建筑面积分别为 2021.63 万平方米、1332.52 万平方米、1268.65 万平方米和 978.14 万平方米；平均楼面地价⁷分别为 5684.86 元/平方米、4204.42 元/平方米、5167.86 元/平方米和 6429.65 元/平方米，2019 年以来有所增长；项目获取以一二线城市为主，其中 2020 年 1~9 月公司获取项目中，以长沙、重庆、沈阳、杭州为主的二线城市新增计容建筑面积占比约 68%。

图表 8 2017 年~2019 年及 2020 年 1~9 月公司拿地概况（单位：个、万平方米、亿元）

指标	2017年	2018年	2019年	2020年1~9月
项目数量	120	80	69	60
计容建筑面积	2021.63	1332.52	1268.65	978.14
其中：公开招拍挂	947.34	823.70	568.24	599.07
权益土地出让金	723.63	306.48	491.77	416.04
其中：公开招拍挂	217.66	193.98	348.16	334.12

资料来源：公司提供，其中 2020 年前三季度拿地情况根据公司月度经营公告加总计算，东方金诚整理

公司在建及拟建项目未来投资规模较大，在房地产市场调控政策和融资环境趋紧的背景下，面临较大的资金压力

截至 2020 年 9 月末，阳光城合并口径在建项目计划总投资额 3201.15 亿元，已累计投入 1802.64 亿元，尚需投资额 1398.51 亿元，未来投资资金来源主要为自有资金、商品房预售款、银行贷款和债券等其他外部融资。

同期末，公司合并范围内的拟建项目计划总投资额 496.85 亿元，已累计投资 198.59 亿元，尚需投资额 298.26 亿元。总体来看，公司在建及拟建房地产项目未来投资规模较大，在房地产

⁷ 楼面地价=拿地支出/计容建筑面积。

市场调控政策和融资环境趋紧背景下，面临较大的资金压力。

对外投资

公司合作对象主要为行业内知名房企，2017年以来合作开发项目规模增长较快，投资收益增长明显，未来可售面积充足，楼面地价相对较低，整体风险可控

2017年以来，公司提高合作开发项目的比例，参股房地产项目规模增长较快。公司合作对象主要为全国及区域性房地产行业排名靠前房企，包括上海龙湖地产置业有限公司、四川蓝光发展股份有限公司、上海保利房地产开发有限公司、上海融创房地产开发有限公司、碧桂园控股有限公司、正荣地产控股股份有限公司、浙江德信置业有限公司等。公司按照对房地产项目的权益比例分摊土地及建安等成本，核算投资收益。

截至2020年9月末，公司未纳入合并报表范围的参股在建项目105个，总可售面积2436.93万平方米，权益剩余可售面积513.96万平方米，权益剩余可售货值733.97亿元，其中以福州、南宁和重庆为主的一二线城市未来权益可售面积占比约60%，以清远、绍兴和台州等为主的三四线城市未来权益可售面积占比约40%，平均楼面地价⁸为5593.85元/平方米。

截至2020年9月末，公司未纳入合并报表范围的参股拟建房地产项目9个，总可售面积合计134.93万平方米，权益剩余可售面积55.72万平方米，权益剩余可售货值为123.06亿元。

2017年~2019年及2020年1~9月，公司对联营和合营企业的投资收益分别为-0.74亿元、-0.03亿元、7.07亿元和12.08亿元，随着参股公司项目逐渐进入结转，2019年以来投资收益增长明显。考虑到公司参股在建项目较多且未来可售面积充足，随着合作开发在建项目的逐步完工和结转，预计公司投资收益在未来1~2年内有望进一步提升。

公司治理与战略

公司建立了较为完善的法人治理结构，管理团队稳定；公司第二大股东将部分股权转让予泰康人寿和泰康养老，将有利于优化公司治理水平、增强资源整合能力和融资能力

公司建立了由股东大会、董事局、监事会和高级管理层组成的较为完善的法人治理结构体系，采用董事局、经营层、监事会各司其职，又相互监督的管理模式。公司现有经营管理团队主要来自于大型房企，从业经验丰富，团队分工明确，协作稳定。

公司实施充分授权和激励的管理机制。授权方面，董事局对经营层充分授权以高效发挥其治理职能，总部通过“授权体系”实施区域公司的扁平化管理。公司根据经营规模、团队等将区域公司划分为成熟区域、发展区域和新区域，对于成熟区域充分授权，对发展区域适度授权，对仍处于业务孵化阶段的新区域公司成立新区域管理中心协助其快速落地完善组织。激励方面，公司建立了从集团到区域、从全局到项目、从股权激励到经营评价、项目共赢（员工项目跟投计划）等多维度、多层次的激励考评体系，调动员工积极性，提升管理运营效率。

2020年9月10日，公司发布《关于控股股东与泰康人寿及泰康养老签署合作协议相关事

⁸ 楼面地价为以权益总可售面积为权重的各项目楼面地价的平均值，剔除了代建代售项目。

项的公告》及《简式权益变动报告书》，10月21日，公司发布《关于股东间协议转让的进展公告》及《简式权益变动报告书（修订稿）》，根据相关公告内容，泰康人寿及泰康养老与阳光城第二大股东上海嘉闻签订《股份转让协议》，约定泰康人寿及泰康养老通过协议受让的方式，从上海嘉闻受让公司13.46%的股份，其中泰康人寿受让8.49%的股份，泰康养老受让4.98%的股份，转让价款33.78亿元。此外，公司控股股东阳光集团、实际控制人吴洁女士和林腾蛟先生，与上海嘉闻、泰康人寿及泰康养老签署了《关于阳光城集团股份有限公司之合作协议书》，就公司治理安排、未来业绩承诺及管理激励等方面进行约定，主要包括：选举泰康人寿及泰康养老提名的两名董事候选人成为公司董事；公司每年至少进行一次现金分红、每年度以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的30%；以2019年公司归属于上市公司股东的净利润40.2亿元为基础，前5年公司归母净利润每年年均复合增长率不低于15%且前5年累积归母净利润数不低于340.59亿元、2025年承诺归母净利润数为101.72亿元、2026年承诺归母净利润数为111.90亿元、2027年承诺归母净利润数为123.08亿元、2028年承诺归母净利润数为129.24亿元、2029年承诺归母净利润数为135.70亿元，若任一会计年度的业绩承诺未达成，则阳光集团应对阳光城进行现金补偿；此外，阳光集团公开承诺促成上市公司成立覆盖核心管理团队的员工持股计划受让上海嘉闻所持有上市公司8000万股份，并将向员工持股计划提供部分资金支持。10月26日，相关股票过户登记手续已完成，过户后泰康人寿和泰康养老分别持有公司8.49%的股份和4.98%的股份，此次股权转让事项预计将有利于优化公司治理水平、增强公司资源整合能力，有助于扩展公司融资渠道，提升融资能力。

公司发展战略上聚焦房地产主业，注重产品品质提升和财务实力的增强

未来几年，公司将继续聚焦主业，深耕房地产业务，提升产品品质及改善财务指标，实现高品质的发展和有质量的增长。投资策略方面，公司以核心省会城市和地级市作为首要投资对象，在确保现金流安全的前提下，因城施策，通过招拍挂、收并购、一二级联动等多种方式获取项目，积极审慎地增加土地储备，同时加大投后项目管理，盘活资产。公司将调整激励体系，加大品质考核与利润考核，健全品质管理体系，提升产品力，同时做好增收节支、全面预算的管理工作，通过运营提速、优化管理来提升利润。

截至2020年9月末，公司全部债务1100.97亿元，货币资金/短期债务为1.43倍，剔除预收账款的资产负债率⁹和净负债率¹⁰分别为73.29%和113.22%。未来，公司一方面将加大销售回款，增加现金储备，力保回款率达到80%；另一方面，将严格控制拿地支出，提升货币资金余额，以此来控制有息债务规模，减轻债务负担，公司计划在2020年末将净负债率降低至100%。

财务分析

阳光城提供了2017年~2019年经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标

⁹ 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。

¹⁰ 净负债率=(全部债务-货币资金)/所有者权益*100%。

准无保留意见的合并财务报告和 2020 年 1~9 月未经审计的合并财务报表。截至 2020 年 9 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共 1057 家。

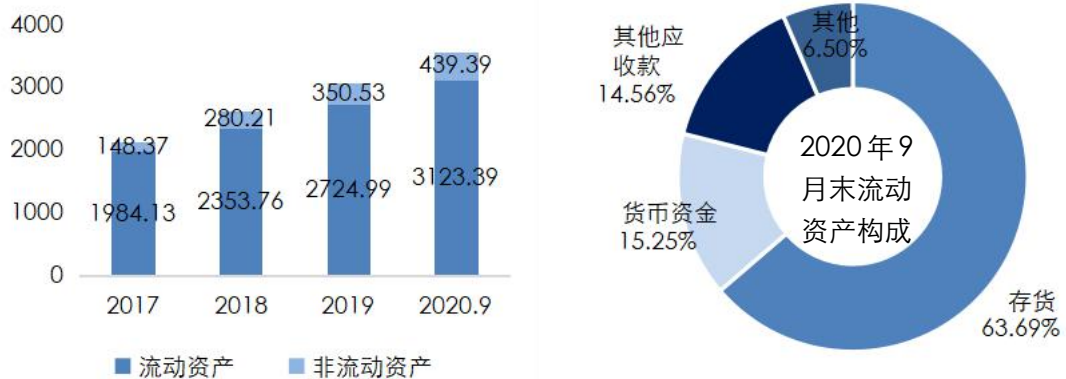
资产构成与资产质量

公司资产总额逐年增长，资产构成以存货等流动资产为主，受房地产合作开发项目增多影响，其他应收款和长期股权投资增长明显且规模较大，资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成一定不利影响

近年来公司资产总额逐年增长，资产构成以流动资产为主。2019 年末，公司资产总额 3075.52 亿元，同比增长 16.76%，其中流动资产占比 88.60%。2020 年 9 月末，公司资产总额 3562.79 亿元，较期初增长 15.84%，流动资产占比 87.67%。

公司流动资产持续增长。2019 年末，公司流动资产 2724.99 亿元，主要由存货、其他应收款和货币资金等构成。随着经营规模扩大、房地产开发项目不断增多，公司存货规模逐年增长，2019 年末存货账面余额为 1758.39 亿元，已计提 7.42 亿元跌价准备；2018 年和 2019 年，公司存货周转次数分别为 0.31 次和 0.28 次，周转效率有所下降；2020 年 9 月末公司存货为 1989.44 亿元，较期初增长 13.14%。2019 年末，公司货币资金 419.78 亿元，其中受限货币资金 52.87 亿元，包括贷款保证金、房地产开发保证金等；2020 年 9 月末，公司货币资金进一步增至 476.32 亿元，受限比例为 19.40%。

图 9 公司资产构成情况（单位：亿元）



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
货币资金	363.74	378.48	419.78	476.32
其他应收款	212.17	417.44	379.96	454.73
存货	1264.91	1421.72	1758.39	1989.44
流动资产合计	1984.13	2353.76	2724.99	3123.39
长期股权投资	18.75	93.00	148.48	234.09
投资性房地产	55.29	85.75	116.21	116.21
非流动资产合计	148.37	280.21	350.53	439.39
资产总额	2132.50	2633.97	3075.52	3562.79

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司其他应收款主要由应收联营/合营企业款、合作方经营往来款、收购股权项目意向金等

构成。因合作开发项目增多，近年来其他应收款总体有所增长且规模较大。2019年末，其他应收款379.96亿元，同比下降8.98%，系合作方经营往来款及项目意向金下降所致，已计提3.16亿元跌价准备；前五位应收单位上海汀业企业管理有限公司、广州当代腾欣投资有限公司、广西阳唐房地产有限公司、天津隽达企业管理有限公司和重庆协信远涪房地产开发有限公司，合计65.27亿元，占期末余额的17.04%；2020年9月末，公司其他应收款454.73亿元，较期初增长19.68%，前五大欠款单位合计60.51亿元，占比13.22%，主要为房地产合作开发导致的应收联营及合营企业欠款。公司未纳入合并报表范围的参股在建及拟建项目的未来权益可售面积主要集中于二线城市，部分位于三四线城市。

图表 10 2020年9月末公司其他应收款前五大客户情况（单位：亿元、%）

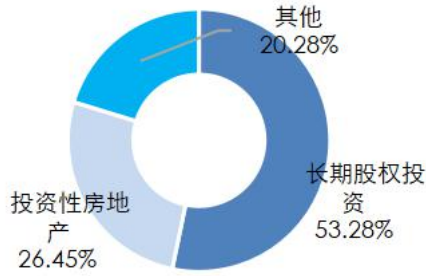
名称	款项性质	账龄	账面余额	占比
上海汀业企业管理有限公司	应收联营、合营企业款	1年以内	12.95	2.83
佛山市锦汇隆光房地产开发有限公司	应收联营、合营企业款	1年以内	12.26	2.68
遵义市永和城置业有限公司	合作项目经营保证金	1年以内、1-2年	12.18	2.66
福建登云房地产开发有限公司	应收联营、合营企业款	1年以内、1-2年	11.60	2.53
苏州康阳房地产开发有限公司	应收联营、合营企业款	1年以内	11.52	2.52
合计			60.51	13.22

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司非流动资产逐年增长，2019年末和2020年9月末分别为350.53亿元和439.39亿元，主要由长期股权投资和投资性房地产等构成。长期股权投资主要为对合营企业和联营企业的投资，2019年末和2020年9月末分别为148.48亿元和234.09亿元，主要系房地产合作开发项目增多所致。投资性房地产主要为用于对外出租的房屋和建筑物等，均以公允价值计量，业态以商业和办公为主，位于上海、广州、福州、重庆等一二线城市，2020年9月末账面价值为116.21亿元，较2019年末保持不变。

从资产受限情况来看，截至2020年9月末，公司受限资产951.18亿元，主要由存货、投资性房地产、货币资金、固定资产等构成，占资产总额的比例为26.70%，是净资产的1.72倍。资产受限比例较高，对资产流动性和再融资能力形成一定不利影响。

图表 11 2020年9月末非流动资产构成及资产受限情况(单位:亿元、%)



科目	受限金额	账面价值	受限比例
货币资金	92.41	476.32	19.40
存货	793.04	1989.44	39.86
投资性房地产	19.09	116.21	16.43
固定资产	40.12	44.47	90.20
无形资产	6.51	9.75	66.76
合计	951.18	2636.19	36.02

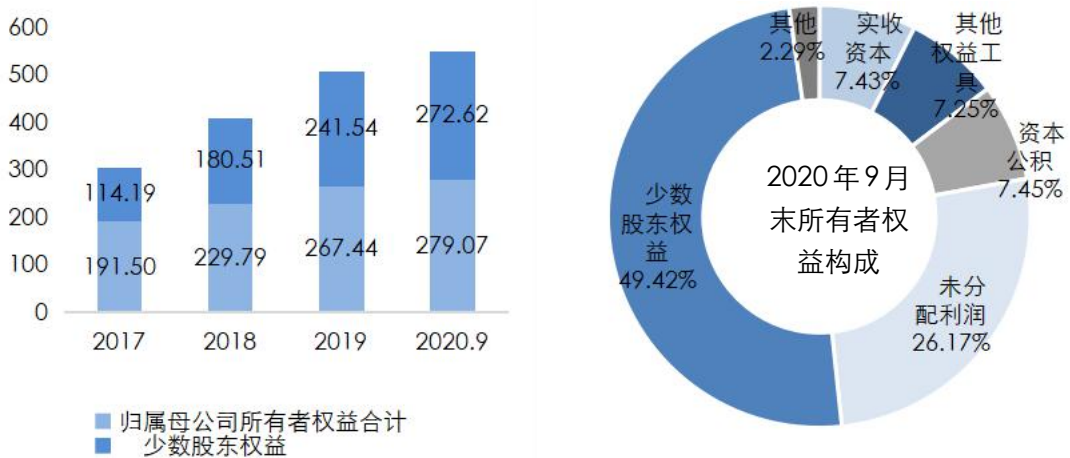
资料来源:公司提供,东方金诚整理

资本结构

受永续债发行、未分配利润积累以及少数股东权益增加等因素影响,公司所有者权益显著增长,少数股东权益及未分配利润占比较高

2017年~2019年末及2020年9月末,公司所有者权益显著增加,主要来自于近年受永续债的发行、未分配利润的积累以及少数股东权益增加等因素的影响。2019年末,阳光城所有者权益为508.99亿元,同比增长24.05%。从所有者权益构成看,其他权益工具为50.00亿元,系公司2017年发行的10.00亿元的永续中票“17阳光城MTN003”及30.00亿元的可续期信托贷款,以及2018年发行10.00亿元的永续中票“18阳光城MTN001”;受益于公司的经营积累,2019年末未分配利润为125.87亿元,同比增长37.60亿元;少数股东权益为241.54亿元,同比增长33.81亿元,主要系合作开发项目增加及公司收购、设立的非全资子公司增加所致。2020年9月末,公司所有者权益551.70亿元,较2019年末增长8.39%,主要系少数股东权益和未分配利润的增长所致。

图表 12: 公司所有者权益情况(单位:亿元)



资料来源:公司提供,东方金诚整理

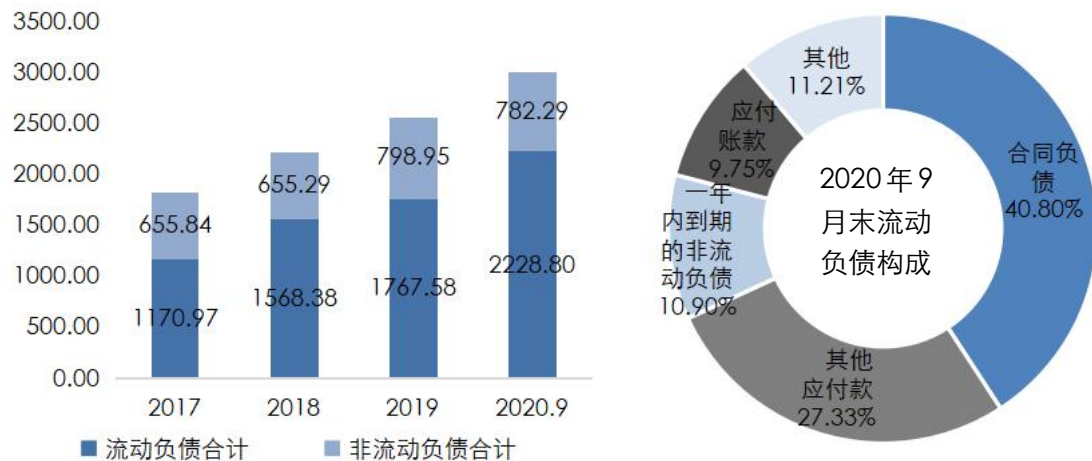
公司有息债务规模较大，债务结构以长期有息债务为主，存在一定集中偿付压力，在行业融资环境总体偏紧的情况下，公司有息债务增长或将受到一定限制

公司业务规模的快速扩张使得外部融资需求持续上升，近年来公司负债总额逐年增长，负债结构以流动负债为主。2019年末，公司负债总额2566.53亿元，同比增长15.42%，其中流动负债占比68.87%。2020年9月末，公司负债总额3011.09亿元，较2019年末增长17.32%，流动负债占比74.02%。

近年公司流动负债增长明显，其中预收款项、其他应付款和一年内到期非流动负债占比较高。公司预收款项主要是已售未结算的房屋预售款，2019年末为801.06亿元，较期初增长28.95%；2020年9月末，公司房屋预收款909.46亿元，计入合同负债。公司其他应付款主要为应付合作方款项、应付关联方往来款和购房意向金等，近年增长显著，2019年末和2020年9月末分别为310.68亿元和609.17亿元。2019年末，一年内到期的非流动负债为241.74亿元，同比下降20.15%，主要为一年内到期的长期借款和应付债券；2020年9月末为242.99亿元。公司短期借款波动下降，主要是公司大幅减少非标短期融资所致，其中2019年末为77.46亿元，同比下降56.11%，2020年9月末为62.16亿元，继续下降。

公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。公司的长期借款总体呈现增长态势且规模较大，2019年末，长期借款为665.19亿元，同比增长29.37%，主要为项目开发贷以及并购贷；2020年9月末为608.89亿元，较期初下降8.46%。公司应付债券持续增长，截至2020年9月末，公司应付债券160.04亿元，较期初增长30.62%，截至2020年9月末，公司境内市场存续债券的期末余额235.69亿元；在境外市场存续债券11笔，共计160.33亿元。

图表 13: 公司负债构成情况 (单位: 亿元)



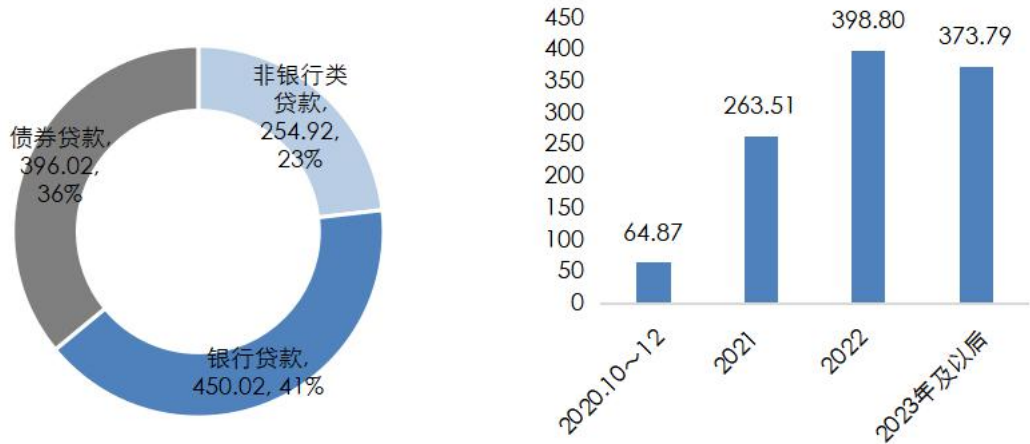
项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
短期借款	174.07	176.47	77.46	62.16
预收款项	401.51	621.21	801.06	0.27
合同负债	-	-	-	909.46
其他应付款	135.56	215.39	310.68	609.17
一年内到期的非流动负债	311.14	302.73	241.74	242.99
流动负债合计	1170.97	1568.38	1767.58	2228.80
长期借款	562.75	514.18	665.19	608.89
应付债券	85.77	129.85	122.53	160.04
非流动负债合计	655.84	655.29	798.95	782.29
负债总额	1826.80	2223.67	2566.53	3011.09

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2017 年以来, 公司有息债务规模较大但总体稳定, 债务结构以长期有息债务为主, 长期有息债务规模总体增长, 且占比逐年提升。截至 2019 年末, 公司全部债务¹¹为 1123.21 亿元, 较 2018 年末增长略有下降, 其中银行贷款 531.06 亿元, 利率在 3.40%~9.50%之间; 债券(境内外) 312.05 亿元, 利率在 4.50%~12.00%之间; 非银行类贷款 280.10 亿元, 利率在 3.60~12.50%之间。截至 2020 年 9 月末, 公司全部债务 1100.97 亿元, 较期初略有下降, 其中银行贷款、债券融资和非银行类贷款占比分别为 41%、36%和 23%。

¹¹ 未计算应付票据。

图表 14：截至 2020 年 9 月末公司全部债务构成及期限结构情况（单位：亿元，%）



项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 9 月末
短期有息债务	486.36	482.11	335.49	332.04
长期有息债务	648.52	644.02	787.72	768.93
全部债务	1134.89	1126.13	1123.21	1100.97
资产负债率	85.66	84.42	83.45	84.52
剔除预收账款的资产负债率	77.81	73.69	70.98	73.29
净负债率	252.26	182.22	138.20	113.22
长期债务资本化比率	67.96	61.08	60.75	58.22
全部债务资本化比率	78.78	73.30	68.82	66.62

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年受所有者权益显著增加的影响，资产负债率和全部债务资本化比率均总体略有下降，净负债率持续显著下滑，但依然处于高位。2019 年末，公司资产负债率为 83.45%，全部债务资本化比率为 68.82%，较 2018 年末分别下降 0.97 个百分点、2.71 个百分点和 4.48 个百分点。若将其他权益工具中的 50.00 亿元永续中票和可续期信托计划作为有息债务考虑，2019 年末，公司资产负债率为 85.08%，长期债务资本化比率为 64.60%，全部债务资本化比率为 71.88%。2020 年 9 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 84.52%和 66.62%。

此外，截至 2019 年末，公司货币资金/短期债务为 1.43 倍，剔除预收账款的资产负债率和净负债率分别为 73.29%和 113.22%。公司有息债务规模较大，部分财务指标相对偏高，在当前房地产行业融资整体偏紧的情况下，未来有息债务规模的增速或将受到一定限制。

以 2020 年 9 月末公司全部有息债务为基础，公司 2020 年 10~12 月、2021 年和 2022 年到期的有息债务分别为 64.87 亿元、263.51 亿元和 398.80 亿元；若假设债券全部回售，公司 2020 年 10~12 月、2021 年和 2022 年到期的有息债务将分别为 112.80 亿元、250.49 亿元和 391.80 亿元，其中 2022 年债务到期较为集中，届时公司将面临一定债务集中偿付压力。

对外担保方面，截至 2020 年 9 月末，公司对外担保余额 954.68 亿元，其中下属子公司按照房地产经营惯例为商品房承购人向银行申请按揭贷款提供阶段性担保余额为 805.74 亿元；对合营、联营公司的融资提供担保的担保余额为 148.95 亿元，扣除按揭贷款提供阶段性担保外，

担保比例为 27.00%。被担保企业主要为房地产项目公司，行业集中度很高，若未来被担保企业的经营出现异常状况导致流动性不足或偿债能力减弱，无法按期偿还相关债务，公司将面临一定代偿风险。

盈利能力

受益于房地产项目结转规模扩大，公司营业收入和利润总额持续增长，盈利能力较强，充裕的土地储备以及推盘销售力度的加大，预计公司未来收入及盈利水平有望继续增长

2017 年以来，公司营业收入和利润总额逐年增长，主要是房地产项目结转规模扩大所致，营业利润率持续提升，主营获利能力有所增强。2019 年，公司营业收入 610.49 亿元，同比增长 8.11%；利润总额 67.71 亿元，同比增长 5.97%；净利润 43.21 亿元，同比增长 10.62%；营业利润率和总资本收益率分别为 20.17%和 3.26%，同比分别增长 1.13 个百分点和 0.28 个百分点，净资产收益率为 8.49%，同比下降 1.03 个百分点。

公司期间费用以销售费用和管理费用为主。受业务规模的扩大和融资规模的上升影响，公司期间费用逐年增长。2019 年，公司期间费用 56.62 亿元，其中销售费用和管理费用分别为 25.69 亿元和 21.88 亿元，期间费用占同期营业收入的比重 9.27%，较 2018 年上升 2.28 个百分点，对利润造成一定挤占。

2017 年~2019 年，公司资产减值损失分别为-0.19 亿元、4.32 亿元和 5.88 亿元，2018 年和 2019 年，公司对部分项目计提了存货跌价损失，对利润形成一定侵蚀；投资收益分别为 0.70 亿元、0.55 亿元和 8.14 亿元，2019 年部分合作开发项目进入结算期，期内权益法核算的长期股权投资收益 7.07 亿元。

2020 年 1~9 月，公司营业收入 380.64 亿元，同比增长 18.85%；利润总额为 47.00 亿元，同比增长 18.00%；净利润为 30.28 亿元，同比增长 20.42%。随着公司推盘和销售力度的加大，同时考虑到公司充裕的土地储备以及较大规模的房屋预售款，预计未来公司房地产开发业务收入及盈利水平有望继续增长。

图表 15: 公司收入及盈利能力 (单位: 亿元、%)



项目	阳光城	金科股份	融信集团	正荣地控	时代控股
2019 年营业收入	610.49	677.73	516.47	320.43	425.51
2019 年毛利率	26.58	28.84	25.01	21.51	31.03
2019 年净利润	43.21	63.57	69.47	30.10	62.28
2019 年净资产收益率	8.49	22.46	21.70	14.75	22.36

数据来源: 公司提供, Wind、东方金诚整理

现金流

受益于项目销售回款的增加和公司对收支现金流和债务新增的严格管控, 2017 年以来经营性净现金流持续呈现净流入, 投资活动现金流持续净流出但有所下降, 业务规模扩大对资金需求使公司对外部融资仍将保持较高的依赖度

2017 年~2019 年, 公司经营性净现金流分别为 88.19 亿元、218.31 亿元和 153.96 亿元, 随着房地产项目销售回款增加, 同时公司加大现金流收支管控, 2017 年以来经营性现金流持续表现为净流入。同期, 销售回款方面, 公司销售商品、提供劳务收到的现金与同期权益合同销售金额的比重呈波动上升趋势, 销售回款速度有所增加, 经营获现能力有所提升。

2017 年~2019 年, 公司投资性净现金流持续表现为净流出, 但规模有所下降, 主要系 2017 年公司股权收并购拿地及合作开发项目投资增加; 2018 年后收并购速度放缓, 支付收购股权及相关承担债务、预付投资款、投资意向金、收购保证金等大幅减少所致。受偿付到期债务以及对债务新增的严格管控影响, 2018 年公司筹资活动净现金流由净流入转为净流出, 鉴于公司在建及拟建项目未来投资规模较大, 预计公司短期内对外部融资依赖程度仍较高。

2020 年 1~9 月, 公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资性净现金流分别为 218.15 亿元、-119.48 亿元和 -80.00 亿元。

图表 16：公司现金流情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，近年来公司流动比率和速动比率总体有所下降。2020年9月末，公司流动比率和速动比率分别为140.14%和50.88%。经营性净现金流对流动负债保障程度有所波动。得益于债务的控制及回款提升，货币资金对短期债务的覆盖程度逐步提高，2020年9月末货币资金/短期债务为1.43倍，保障程度较好。

从长期偿债能力指标来看，公司EBITDA利息倍数有所提升，2019年为0.93倍；全部债务/EBITDA逐年下降，长期偿债能力有所改善。

图表 17：公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
流动比率	169.44	150.08	154.17	140.14
速动比率	61.42	59.43	54.69	50.88
经营现金流动负债比	7.53	13.92	8.71	-
EBITDA 利息倍数	0.58	0.83	0.93	-
全部债务/EBITDA	27.78	15.41	14.12	-
货币资金/短期债务	0.75	0.79	1.25	1.43

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2020年9月末，公司合并口径的银行授信总额为1174.94亿元，其中未使用额度485.50亿元。

根据东方金诚测算，截至2020年9月末，公司将于未来一年内到期的刚性有息债务¹²本金233.76亿元，其中到期及回售债券约180亿元，非银行金融机构借款约54亿元。预计公司销

¹² 刚性有息债务本金统计口径为到期及回售债券及非银行金融机构借款余额。

售回款对刚性债务的覆盖程度较好。

图表 18 截至 2020 年 9 月末公司未来一年内到期或回售的债券（单位：亿元、%）

债券简称	9 月末余额	票面利率	到期日	回售日
16 阳城 01	12.58	7.28	2021-08-28	2020-08-31
16 阳城 02	12.84	7.28	2021-09-25	2020-09-28
18 阳城 01	11.00	7.50	-	2020-10-22
17 阳光城 MTN004	11.98	7.00	-	2020-10-31
18 阳光城 MTN003	4.00	7.50	-	2020-11-02
18 阳光 04	16.98	7.80	-	2020-11-19
18 阳城 02	14.97	7.50	-	2020-12-25
20 阳光城 CP001	9.00	6.20	2021-05-27	-
19 阳城 01	14.96	7.50	2022-02-28	2021-02-28
19 阳城 02	7.97	7.50	2022-04-12	2021-04-12
Project Joy I	13.32	-	2020-10-29	-
Project Joy IV	16.91	-	2021-04-03	-
Project Joy IV tap	10.18	-	2021-04-03	-
Project Cornerstone	12.73	-	2021-03-11	-
Project rise II	6.10	-	2020-11-18	-
Project Joy IV tapII	4.06	-	2021-04-03	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

同业比较

与行业对比组企业进行对比，公司资产规模、营业收入和合同销售金额处于较好水平，盈利能力在对比企业中处于中下游水平，负债率相对较高。

图表 19 同行业主要指标对比（亿元、%）

项目	阳光城	金科股份	融信集团	正荣地控	时代控股
资产总额	3075.52	3216.05	2001.90	1539.27	1539.69
营业收入	610.49	677.73	516.47	320.43	425.51
全口径合同销售金额	2110.3	1803.4	1413.2	1408.0	783.6
净资产收益率	8.49	22.46	21.70	14.75	22.36
净利润	43.21	63.57	69.47	30.10	62.28
剔除预收款项的资产负债率	70.98	64.49	59.77	66.33	71.15

注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定，数据来源自各企业公开披露的 2019 年数据，东方金诚整理。

总体来看，公司资产规模逐年增长，资产结构以流动资产为主，受限规模较大；有息债务规模较大，面临一定债务集中偿付压力。受益于房地产项目结转规模扩大，公司营业收入和利润总额持续增长，盈利能力很强。同时，公司项目布局较好，在建及拟建项目主要集中在福州、上海、杭州、长沙等一二线城市，未来可售面积充足，有助于未来盈利能力的提升。

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 2020 年 11 月 3 日，

公司本部在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。截至本报告出具日，公司已到期债务均按期还本付息，存续期债券均按期偿还利息。

本期债券偿债能力

本期债券拟发行规模不超过 15 亿元（含 15 亿元），按 15 亿元计算，为公司 2020 年 9 月末全部债务和负债总额的 1.36%和 0.50%，对公司现有资本结构产生一定影响。

截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 84.52%和 66.62%。本期债券发行后，发行金额若按 15 亿元计算，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别为 84.58%和 66.92%，由于本期债券募集资金拟全部用于偿还到期或回售的公司债券，在不考虑其他因素情况下，本期债券发行后公司新增有息债务风险可控。

以公司 2019 年的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 5.30 倍、79.06 倍、10.26 倍和 5.98 倍。

图表 20 本期债券偿债能力指标（倍）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/本期债券发债额度	2.72	4.87	5.30
经营活动现金流入偿债倍数	43.33	65.25	79.06
经营活动现金流量净额偿债倍数	5.88	14.55	10.26
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-15.47	3.97	5.98

资料来源：公司提供，东方金诚整理

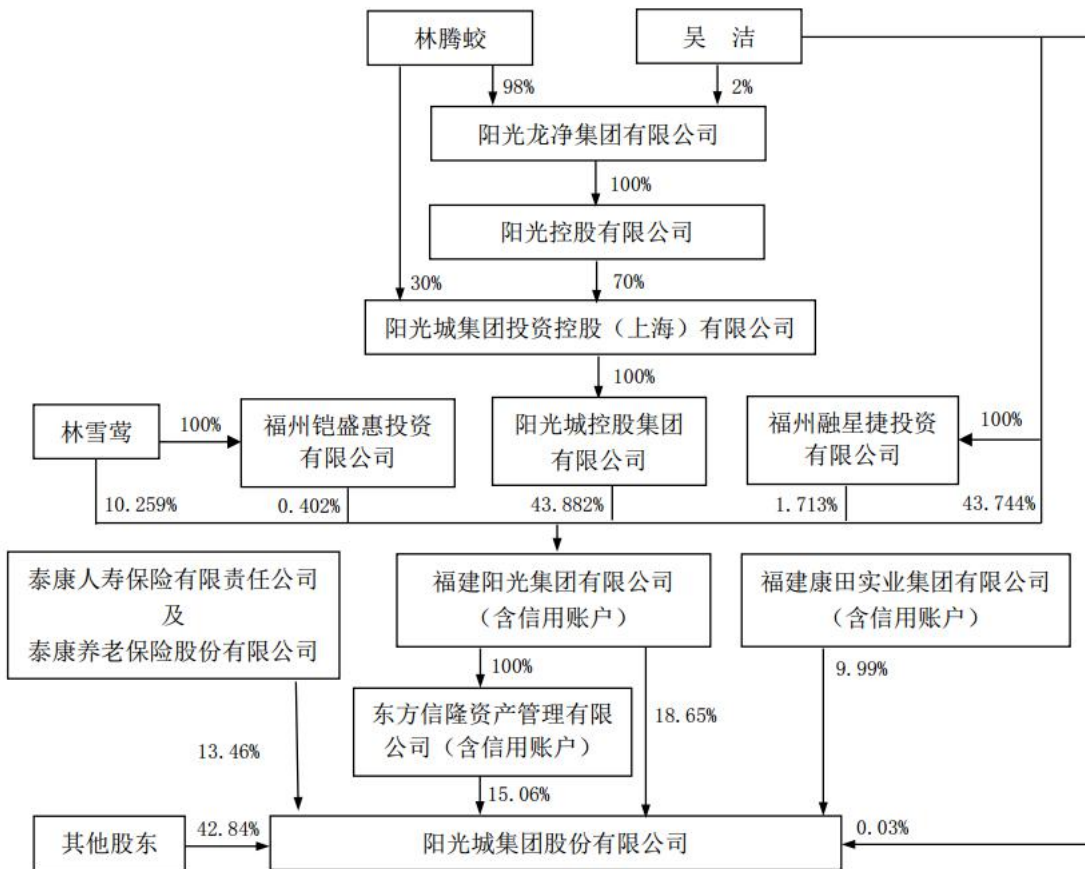
抗风险能力及结论

公司房地产业务布局福建、长三角、珠三角、京津冀等区域的一二线城市和中西部核心二线城市，项目开发经验丰富，具有很强的市场竞争力；公司依托高周转经营策略，集中优势资源加大核心城市群的推盘销售，近年合同销售金额及销售面积显著增长，房地产开发业务收入和毛利润持续提升；公司在建及拟建项目中位于广州、长沙、北京和福州等一二线城市的项目占比约 76%，未来可售面积充足，其中 2020 年 9 月末全口径剩余可售货值约 5613 亿元；公司产品体系完善，可满足刚需、刚改及商用等不同用户需求，同时注重产品品质的提升，自主研发“绿色智慧家”标准，增强产品附加值及用户认可度。

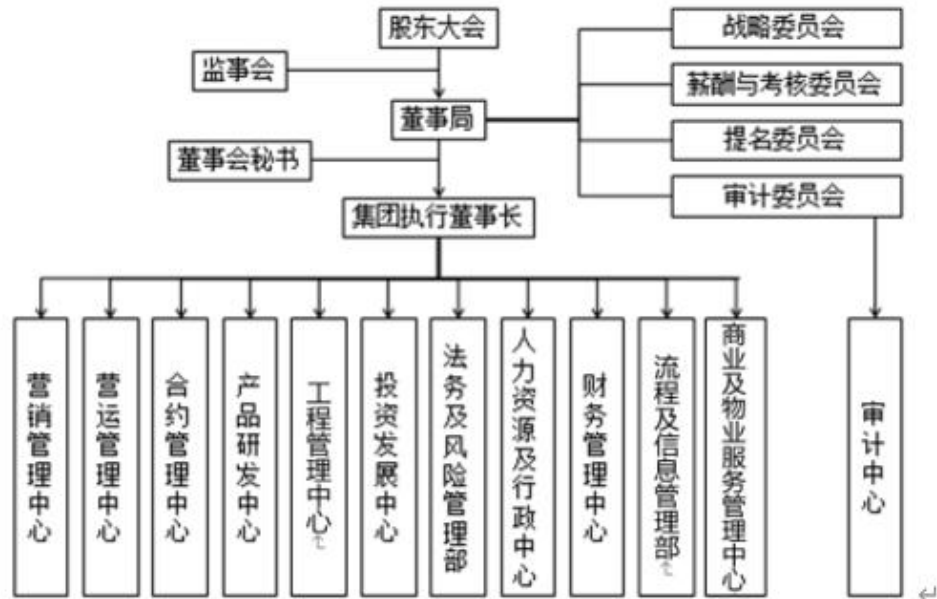
同时，东方金诚也关注到，公司在建及拟建的部分房地产项目位于三四线城市，或将面临销售去化压力；公司在建及拟建项目未来投资规模较大，在房地产市场调控政策和融资环境趋紧背景下，面临资金压力；公司资产受限比例较高，有息债务规模较大且存在一定集中偿付压力。

综上所述，东方金诚评定阳光城主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还保障，到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2020 年 10 月末公司股权结构图



附件二：截至 2020 年 9 月末公司组织结构图



附件三：公司主要财务数据及指标

项目名称	2017年	2018年	2019年	2020年9月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	2132.50	2633.97	3075.52	3562.79
所有者权益 (亿元)	305.70	410.30	508.99	551.70
负债总额 (亿元)	1826.80	2223.67	2566.53	3011.09
短期债务 (亿元)	486.36	482.11	335.49	332.04
长期债务 (亿元)	648.52	644.02	787.72	768.93
全部债务 (亿元)	1134.89	1126.13	1123.21	1100.97
营业收入 (亿元)	331.63	564.70	610.49	380.64
利润总额 (亿元)	36.04	63.89	67.71	47.00
净利润 (亿元)	22.28	39.06	43.21	30.28
EBITDA (亿元)	40.85	73.06	79.55	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	88.19	218.31	153.96	218.15
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-320.18	-158.72	-64.19	-119.48
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	397.13	-62.91	-48.61	-80.00
毛利率 (%)	25.08	26.06	26.58	23.55
营业利润率 (%)	17.26	19.04	20.17	19.04
销售净利率 (%)	6.72	6.92	7.08	7.96
总资本收益率 (%)	1.82	2.98	3.26	-
净资产收益率 (%)	7.29	9.52	8.49	-
总资产收益率 (%)	1.04	1.48	1.41	-
资产负债率 (%)	85.66	84.42	83.45	84.52
长期债务资本化比率 (%)	67.96	61.08	60.75	58.22
全部债务资本化比率 (%)	78.78	73.30	68.82	66.62
货币资金/短期债务 (%)	74.79	78.51	125.12	143.45
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	-20.44	5.29	7.99	-
流动比率 (%)	169.44	150.08	154.17	140.14
速动比率 (%)	61.42	59.43	54.69	50.88
经营现金流动负债比 (%)	7.53	13.92	8.71	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.58	0.83	0.93	-
全部债务/EBITDA (倍)	27.78	15.41	14.12	-
应收账款周转率 (次)	-	63.65	50.49	-
销售债权周转率 (次)	-	63.46	50.34	-
存货周转率 (次)	-	0.31	0.28	-
总资产周转率 (次)	-	0.24	0.21	-
现金收入比 (%)	172.98	140.54	136.53	155.59

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=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+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。

跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚的评级业务制度，东方金诚将在“阳光城集团股份有限公司2021年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”的存续期内密切关注阳光城集团股份有限公司的经营管理状况、财务状况及可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在阳光城集团股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向阳光城集团股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，阳光城集团股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如阳光城集团股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站(<http://www.dfratings.com>)和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2020年11月19日

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以任何方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以任何方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。