

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】150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根据跟踪评级安排对贵公司“20 阳城 01”、“20 阳城 02”、“20 阳城 03”及“21 阳城 01”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，同时维持“20 阳城 01”、“20 阳城 02”、“20 阳城 03”及“21 阳城 01”信用等级为 AAA。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二一年六月九日

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

2021年6月9日



阳光城集团股份有限公司主体及 相关债项 2021 年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AAA/稳定	2021/6/9	AAA/稳定	谷建伟	谢笑也

债项信用			评级模型			
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型			
			一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
20 阳城 01	AAA	AAA	企业规模	资产总额	15.00	15.00
20 阳城 02	AAA	AAA		合同销售金额	15.00	15.00
20 阳城 03	AAA	AAA	市场竞争力	土地储备及区域多样性	12.50	12.50
21 阳城 01	AAA	AAA		业态多样性	2.50	2.50
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。			盈利能力和运营效率	预收账款/营业收入	10.00	8.97
				净资产收益率	7.50	5.67
				净利润	10.00	8.90
				存货周转率	2.50	2.06
			债务负担和保障程度	剔除预收账款的资产负债率	10.00	4.86
货币资金/短期有息债务	7.50	5.28				
			EBITDA 利息倍数	7.50	5.19	
主体概况			2.基础模型参考等级			
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。			3.评级调整因素			
			4.主体信用等级			
			5.增信措施			
			6.本期债券信用等级			
			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。			
			AAA			
无						
AAA						
无						
AAA						

评级观点

跟踪期内，公司房地产业务坚持布局以长三角、珠三角和大福建等区域为主的一二线城市，在国内房地产市场仍具有很强的市场竞争力；公司合同销售金额有所增长，平均销售价格同比提升，同时房地产结转收入保持增长；公司未来可售面积充足，一二线城市占比较高，有助于未来项目销售去化的实现；公司产品体系完善，同时注重住宅品质提升；另一方面，公司部分房地产项目位于三四线城市，仍将面临一定的销售去化压力；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；公司合作开发项目大幅增加导致少数股东权益及关联方往来款较多，有息债务规模较大且存在一定集中偿付压力。

综合分析，东方金诚维持阳光城主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“20 阳城 01”、“20 阳城 02”、“20 阳城 03”和“21 阳城 01”信用等级为 AAA。

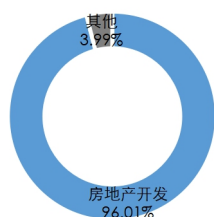
同业比较

项目	阳光城	金科地产集团股份有限公司	融信（福建）投资集团有限公司	正荣地产控股股份有限公司	广州市时代控股集团有限公司
资产总额	3523.02	3811.58	2202.72	2097.09	1847.58
预收账款/营业收入	0.84	1.54	1.33	1.69	0.56
净利润	54.91	97.04	32.38	30.30	56.19
净资产收益率	9.27	13.20	5.67	6.57	13.26
存货周转率	0.36	0.30	0.33	0.26	0.39
剔除预收款项的资产负债率	79.09	70.19	63.27	69.12	74.04

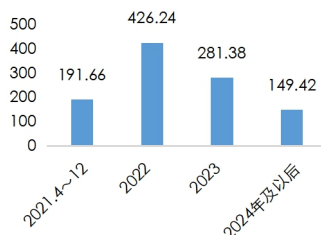
注：以上企业最新主体信用等级均为 AAA/稳定，数据来自各自企业公开披露的 2020 年数据；东方金诚整理。

主要指标及依据

2020 年收入构成



2021 年 3 月末债务期限结构 (单位: 亿元)



主要数据和指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	2633.97	3075.52	3523.02	3602.68
所有者权益(亿元)	410.30	508.99	592.57	606.78
全部债务(亿元)	1132.27	1153.95	1116.72	1112.46
营业总收入(亿元)	564.70	610.49	821.71	75.23
利润总额(亿元)	63.89	67.71	88.20	8.93
经营性净现金流(亿元)	218.31	153.96	213.54	1.47
营业利润率(%)	19.04	20.17	15.55	17.42
资产负债率(%)	84.42	83.45	83.18	83.16
剔除预收账款的资产负债率(%)	79.62	77.62	79.09	78.32
净负债率(%)	183.72	144.24	104.40	107.80
货币资金/短期有息债务	0.78	1.15	1.31	1.27
流动比率(%)	150.08	154.17	138.27	138.26
全部债务/EBITDA(倍)	15.50	14.51	11.21	-
EBITDA 利息倍数(倍)	0.83	0.93	1.24	-

注：数据来源于公司 2018 年~2020 年经审计的合并财务报告和 2021 年 3 月末未经审计的合并财务报表。

优势

- 跟踪期内，公司房地产业务坚持布局以长三角、珠三角和大福建等区域为主的一二线城市，项目开发经验丰富，在国内房地产市场仍具有很强的市场竞争力；
- 依托高周转经营策略，公司合同销售金额有所增长，平均销售价格同比提升，同时房地产结转收入保持增长；
- 公司未来可售面积充足，2021 年 3 月末全口径剩余可售货值约 5585 亿元，其中以广州、长沙、北京、昆明和福州为代表的一二线城市占比较高，有助于未来项目销售去化的实现；
- 公司产品体系完善，同时注重住宅品质提升，跟踪期内加大了绿色科技建筑的研发力度，自主研发的“绿色智慧家”标准实现进一步升级，有助于增强产品的用户认可度。

关注

- 公司部分房地产项目位于三四线城市，仍将面临一定的销售去化压力；
- 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；
- 公司合作开发项目大幅增加导致少数股东权益及关联方往来款较多，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，同时预收账款可对未来业绩提供一定支撑，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 (RTFC010202011) 》

历史评级信息

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
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
AAA/稳定	AAA	2020/11/19	谷建伟、张沙沙	《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），阳光城主体信用等级未发生变化，均为 AAA/稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额（亿元）	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
20 阳城 01	2020/6/19	12	2020/4/24- 2024/4/24	无	-
20 阳城 02	2020/6/19	8	2020/4/24- 2024/4/24	无	-
20 阳城 03	2020/6/19	10	2020/8/24- 2024-8/24	无	-
21 阳城 01	2020/11/19	10	2021/1/22- 2026/1/22	无	-

注：“20 阳城 01”、“20 阳城 03” 附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，“20 阳城 02” 附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，“21 阳城 01” 附第 2 年末和第 4 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权

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，经过股权分置改革、股权转让、多次定向增发和配股，截至2021年3月末，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33.61%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9.95%的股份，因此，福建阳光合计享有公司43.56%的表决权。阳光城实际控制人仍为自然人吴洁。

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，转让价款合计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。

跟踪期内，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，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《2020年度中国房地产企业销售TOP200排行榜》，2020年阳光城全口径和权益合同销售金额分别排名第13位和第14位。

截至2021年3月末，阳光城资产总额3602.68亿元，所有者权益606.78亿元，资产负债率为83.16%，纳入合并报表范围直接及间接控股子公司共882家。2020年及2021年1~3月，公司实现营业总收入分别为821.71亿元和75.23亿元，利润总额分别为88.20亿元和8.93亿元。

公司债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2020〕468号”文核准，公司获准公开发行不超

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。

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 24 日发行，分为两种品种。其中品种一即“20 阳城 01”，票面利率 6.95%，到期日为 2024 年 4 月 24 日，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，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；品种二即“20 阳城 02”，票面利率 7.30%，到期日为 2025 年 4 月 24 日，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，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。

第二期 10 亿元已于 2020 年 8 月发行，即“20 阳城 03”，票面利率 7.00%，到期日为 2024 年 8 月 24 日，附第 2 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，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。第三期（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））即“21 阳城 01”，发行金额 10 亿元，已于 2021 年 1 月发行，票面利率 6.90%，到期日为 2026 年 1 月 22 日，附第 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，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。

截至本报告出具日，上述债券所募集资金已全部用于偿还公司到期和回售公司债券本金，上述债券均未到本金偿付日，到期利息均正常兑付。

经营环境

宏观经济和政策环境

在低基数和经济修复作用下，2021 年一季度 GDP 增速大幅冲高，短期内物价呈抬头之势

一季度 GDP 同比增速达到 18.3%，两年复合增速为 5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前 6.0% 的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中 3 月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度 GDP 增速将回落至 8.0% 左右，两年复合增长率则升至 5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3 月 PPI 同比达到 4.4%，CPI 同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2 和社融增速在 3 月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调 1 到 2 个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021 年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆

率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

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。

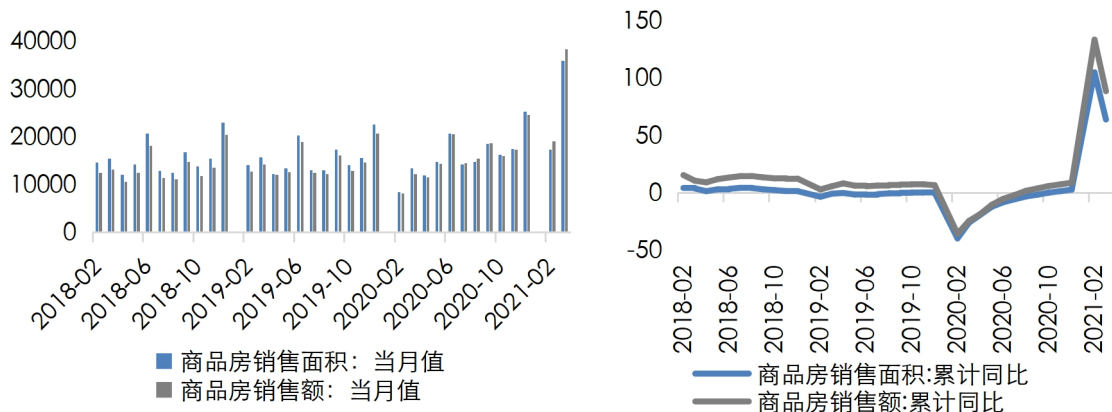
房地产行业

国内房地产长效机制趋势确定，预计 2021 年在置业人口触顶、居民杠杆趋稳、城镇化和都市圈推进、抗全球通胀属性等影响下，销售面积持平或微增

2020 年，疫情对房地产行业销售及回款均产生不利影响，但随着国内疫情好转复工深化，供需双向改善助力销售修复，全年商品房销售面积为 17.61 亿平方米，累计同比增长 2.6%，累计增速同比增加 2.7 个百分点；商品房销售额 17.36 万亿元，累计同比增长 8.7%，累计增速同比增加 2.2 个百分点。同期，商品房销售均价为 9859.5 元/平方米，总体呈小幅上涨态势。2021 年 1~3 月，国内商品房销售面积 3.60 亿平方米，同比增长 63.8%，较 2019 年同期增长 20.7%；商品房销售金额 3.84 万亿元，同比增长 88.5%，较 2019 年同期增长 41.9%，疫情恢复后需求端显著向好，一是源于去年疫情基数低，且受到多地政府“就地过年”号召以及多数售楼处春节期间“不打烊”影响；二是在融资政策收紧前，地产开发资金来源、按揭超预期，有利于项目推盘销售；此外，国际疫情不确定下，中国房地产抗通胀保值的属性增强。

预计 2021 年，随着国内疫情的影响减弱，政策维稳、都市圈发展提速及需求回补将支撑房地产销售增速，同时“三道红线”影响下，房企将以销售回款作为降低杠杆和业务扩张的主要动力，短期内加快推盘回款以降低项目建设及土地购置对外部融资的依赖程度；但另一方面，棚改货币化渐弱、置业人口触顶下滑影响下，销售增速将受到一定抑制。总体来看，2021 年销售面积预计持平或微增。

图表 1 全国商品房销售情况（万平方米、亿元、%）



数据来源: Wind, 东方金诚整理

2020 年房地产开发投资保持较强韧性，预计 2021 年在信贷资金严格管控及房企降杠杆、建安及拿地支出增速放缓下，投资增速高位趋缓

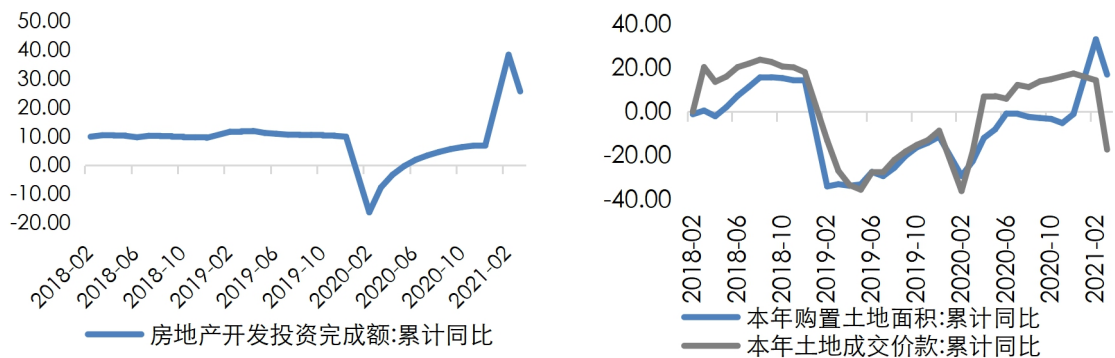
2020 年，疫情对房地产行业短期内新开工及施工进度、政府土地供应等产生不利影响，制约行业投资增速，随着国内房地产项目有序复工，上半年宽信用下房企到位资金降幅收窄，土

地市场供需端均体现回暖态势，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，全年国内房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，同比增长 7.00%，累计增速同比下降 2.90 个百分点。2021 年 1~3 月，国内房地产开发投资额 2.76 万亿元，同比增长 25.6%，系推盘节奏加快带动房企新开工节奏，对投资产生了显著拉动，同时去年同期基数较低所致。

一季度房企到位资金改善明显，2021 年 1~3 月，房地产开发企业到位资金 4.75 万亿元，累计同比增长 41.1%，较 2019 年同期增长 21.9%。其中，国内贷款、自筹资金、定金及预收款分别为 0.7 万亿元、1.3 万亿元和 1.8 万亿元，累计同比增速分别为 7.5%、21.0%和 86.1%，外部融资依然是房企投资资金的重要来源，但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 2021 年，作为链接国内大循环的关键齿轮，在房企销售回款回暖及补库存需求带动下，同时新开工及施工进度将有所加快，对投资规模产生支撑；但另一方面，融资管理的长效机制对房地产投资影响将较为显著，融资收紧将抑制房企拿地意愿、拿地能力及建安投资等，土地市场预计将出现降温，整体溢价率有望下行，将对投资增速的持续高增长形成拖累。总体来看，2021 年房地产开发投资增速将高位趋缓。

图表 2 全国房地产开发投资及土地购置情况 (%)



数据来源: Wind, 东方金诚整理

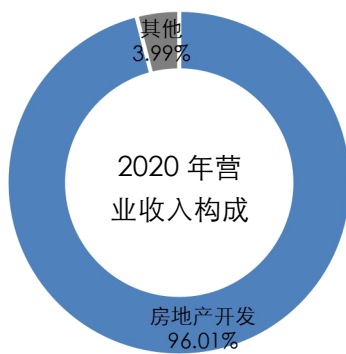
业务运营

经营概况

跟踪期内，公司营业收入和毛利润仍主要来源于房地产开发业务，营业收入及毛利润均保持增长，但毛利率有所下降

阳光城仍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。2020 年，公司营业收入和毛利润均保持增长，主要是房地产项目结转收入增多及利润提升所致；毛利率水平同比有所下降，系结转项目成本上升所致。

图表3 公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况(单位:亿元、%)



类别	2018年		2019年		2020年		2021年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房地产开发	555.01	98.28	587.53	96.24	788.89	96.01	63.94	84.99
其他	9.69	1.72	22.96	3.76	32.82	3.99	11.29	15.01
合计	564.70	100.00	610.49	100.00	821.71	100.00	75.23	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
房地产开发	142.34	25.65	150.02	25.53	148.93	18.88	11.50	17.99
其他	4.81	49.66	12.24	53.32	15.88	48.40	4.20	37.19
合计	147.15	26.06	162.26	26.58	164.81	20.06	15.70	20.87

数据来源:公司提供,东方金诚整理

房地产开发

跟踪期内,公司房地产业务坚持布局以长三角、珠三角和大福建等区域为主的一二线城市,国内房地产市场具有很强的市场竞争力;公司产品体系完善,同时注重住宅品质的提升,加大绿色科技建筑的研发力度,“绿色智慧家”标准实现进一步升级

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,跟踪期内,项目业态仍以住宅产品为主,涉及少量商业、写字楼等。公司房地产业务始于福州,经过多年发展,已经布局在全国100余个城市,跟踪期内,公司加大了长三角、珠三角和大福建等区域的城市布局,在上述区域的新增土储货值占比分别为39%、13%和11%,同时继续坚持核实一二线城市布局。在由国务院发展研究中心企业研究所、清华大学房地产研究所和中指研究院主办的2021中国房地产百强企业研究成果发布会上,公司位列“2021中国房地产百强企业”第13名,在克而瑞研究中心发布的《2020年中国房地产企业销售TOP200排行榜》和《2021年1~4月中国房地产企业销售TOP100排行榜》,阳光城全口径合同销售金额分别位列第18位和第19位,市场竞争地位较为稳固。

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,产品体系完善。

跟踪期内,公司进一步重视品质提升对公司产品竞争力的重要性,一方面,公司加大绿色、科技建筑的研发,“绿色智慧家”产品由1.0迭代升级至2.0,基本实现了绿色建筑全覆盖;通过招采全覆盖,实现主辅材全面健康管控,已在部分重点项目落地“恒温、恒湿、恒氧”及“毫米波雷达智慧家系统”技术,截至2020年末,全国落地授牌的“绿色智慧家”项目65个,总建筑面积约1000万平米;另一方面,在产品设计上,公司2020年共计摘得“地产设计大奖”“金盘奖”“REARD全球设计大奖”等158项国内外奖项。公司绿色科技建筑的研发有助于增强产品的用户认可度和产品附加值。

跟踪期内，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，合同销售金额保持增长，平均销售价格有所提升

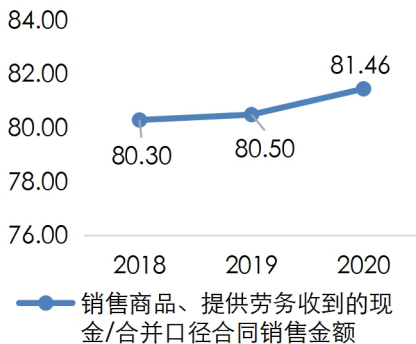
跟踪期内，公司着力提升运营效率，同时提高产品适销性，实现项目的快速开发和高周转。目前，公司福建地区项目从拿地到开盘的周期为6~8个月，上海地区开发周期为12个月左右。同时公司坚持区域深耕策略，集中优势资源及力量在大福建、长三角、珠三角等核心城市群的推盘销售进度。

2020年公司实现全口径合同销售面积为1528.52万平方米，同比减少10.78%，但受益于销售价格的提升，全口径合同销售金额为2180.11亿元，同比增长3.31%，公司平均合同销售价格为14262.91元/平方米，同比上涨15.79%，系单价相对较高的一二线城市占比上升所致。

销售回款方面，2020年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为816.36亿元，为同期合并口径合同销售金额的81.46%，同比小幅提升，销售回款处于较好水平。

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	2018年	2019年	2020年	2021年1~3月
全口径合同销售面积	1266.40	1713.27	1528.52	287.56
其中：权益合同销售面积	895.11	1095.61	1006.26	200.12
全口径合同销售金额	1628.56	2110.31	2180.11	486.10
其中：权益合同销售金额	1183.25	1351.43	1395.65	311.24
平均合同销售价格（全口径）	12859.86	12317.43	14262.91	16904.30
合并口径合同销售金额	988.33	1035.39	1002.11	243.06
销售商品、提供劳务收到的现金/合并口径合同销售金额	80.30	80.50	81.46	82.84



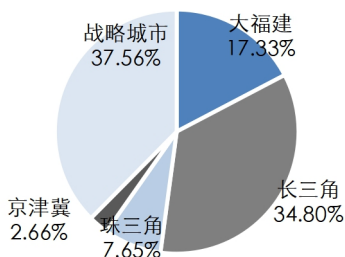
资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司房地产项目销售区域仍主要集中在大福建、长三角、珠三角等区域的一二线城市。跟踪期内，公司在长三角区域合同销售金额比重略有提升，同时，以厦门和福州为主的大福建区域的项目销售占比17.33%，比重依然较高。截至2021年3月末，公司全口径已完工项目合计187个，主要位于福州、厦门、上海、杭州等城市，其中二线城市项目占比较高，已完工项目总可售面积3079.57万平方米，剩余可售面积493.52万平方米，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		
	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	377.81	263.98	17.33
长三角	709.18	388.78	33.61	758.65	362.41	34.80
珠三角	182.64	136.31	8.65	166.76	109.05	7.65
京津冀	55.60	41.20	2.63	58.02	35.05	2.66
战略城市	775.74	824.80	36.76	818.88	758.02	37.56
合计	2110.31	1713.27	100.00	2180.11	1528.52	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理



公司土地储备中位于广州、长沙、北京、昆明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2021年3月末，公司房地产全口径项目剩余可售面积³4188.04万平方米，预估剩余可售货值5584.86亿元，权益剩余可售面积2752.27万平方米，预估权益剩余可售货值3321.90亿元，主要位于一、二线城市⁴，业态以住宅为主。其中在建项目合计203个，在建项目全口径剩余可售面积3238.58万平方米，预估剩余可售货值4365.71亿元，其中权益剩余可售面积2125.05万平方米，预估权益剩余可售货值2512.89亿元，以广州、北京为代表的一线城市权益剩余可售货值占比约16%，以长沙、重庆、昆明、福州和佛山等为代表的二线城市权益剩余可售货值占比约58%，比重相对较高；以北海、汕尾、温州等为代表的三四线及以下城市项目权益剩余可售货值占比约26%。

截至2021年3月末，公司全口径拟建项目合计28个，总可售面积455.94万平方米，其中权益可售面积324.43万平方米，预估权益可售货值594.90亿元，业态以住宅为主，以一二线城市项目居多，其中以上海、深圳等为代表的一线城市项目未来权益可售货值占约45%，以昆明、西安、武汉等为代表的二线城市项目未来权益可售货值约43%；一二线城市合计占比约88%。

图表6 2021年3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	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	493.52	382.01	302.79	214.11
在建项目	3238.58	4365.71	2125.05	2512.89
拟建项目	455.94	837.14	324.43	594.90
合计	4188.04	5584.86	2752.27	3321.90

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1~3月
新开工面积（全口径）	2721.75	1722.00	1971.68	433.27
竣工面积	398.88	528.56	895.64	143.24

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、昆明、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。

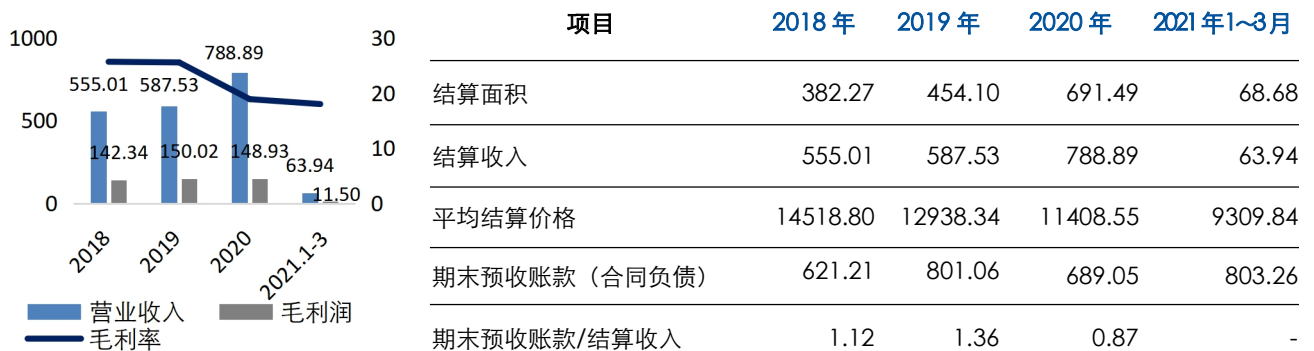
跟踪期内，公司房地产开发业务收入保持提升，土地获取规模有所下降，拿地成本上升，但充裕的土地储备仍可对未来业绩实现提供支撑

³ 土地储备统计中未包含代建代销项目。

⁴ 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。

2020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保持增长，但毛利率有所下降，主要是由于上期结算收入中一线城市占比相对较高、当期结转项目结算均价同比有所降低，盈利水平有所下降。2020年房地产开发业务收入788.89亿元，同比增长约34%；毛利润148.93亿元，同比变动不大；毛利率18.88%，同比下降6.65个百分点。截至2020年末，公司合同负债689.05亿元，为当期结算收入的0.87倍，对未来收入及毛利润的保障程度有所下降。

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

2018年以来，公司调整拿地策略，拿地节奏相对放缓。跟踪期内，公司主要通过招拍挂等方式获取土地，2020年新增房地产项目68个，全口径计容建筑面积为1114.64万平方米，同比减少12.14%，平均楼面地价为6347.00元/平方米，同比有所增长，项目获取以一、二线城市⁶为主，其中2020年获取项目中，以长沙、重庆、昆明、沈阳、杭州为主的二线城市新增计容建筑面积占比69.30%。

图表8 2018年~2020年及2021年1~3月公司拿地概况（单位：个、万平方米、亿元）

指标	2018年	2019年	2020年	2021年1~3月
项目数量	80	69	68	7
计容建筑面积	1332.52	1268.65	1114.64	178.16
其中：公开招拍挂	823.70	568.24	626.32	144.11
权益土地出让金	306.48	491.77	401.96	54.13
其中：公开招拍挂	193.98	348.16	275.72	46.43

资料来源：公司提供，其中2021年一季度拿地情况根据公司月度经营公告汇总计算，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

⁵ 楼面地价=拿地支出/计容建筑面积。

⁶ 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、贵阳、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。下同。

截至 2021 年 3 月末，阳光城合并口径在建项目计划总投资额 3058.47 亿元，已累计投入 1934.62 亿元，尚需投资额 1123.84 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 541.55 亿元，已累计投资 170.02 亿元，尚需投资额 371.53 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。

对外投资及重大事项

跟踪期内，公司房地产合作开发项目依然较多，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

跟踪期内，公司合作开发项目依然较多，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、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 2021 年 3 月末，公司未纳入合并报表范围的参股项目合计 180 个，总可售面积 3583.06 万平方米，权益剩余可售面积 492.72 万平方米，权益剩余可售货值 724.00 亿元，其中以广州、福州、深圳为主的一二线城市未来权益可售货值占比约 71%，以绍兴和金华等为主的三四线及以下城市未来权益剩余可售货值占比约 29%。

2020 年，公司权益法核算的长期股权投资收益 22.81 亿元，同比大幅增加 15.73 亿元，主要是参股公司项目集中进入结转，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 年内仍将保持较大规模。

控股股东质押公司股份比例较高，有息债务规模较大，且部分债券设置了较为严格的投资人保护条款

截至 2021 年 3 月末，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 18.04 亿股，其中已质押股份 14.39 亿股，占其所持股份比例的 79.81%，占公司总股本的 34.77%，质押比例较高。此外，公司股价有所波动，跟踪期内总体呈现波动下降态势，截至 2021 年 6 月 4 日，公司股价为 5.51 元/股，同比下降约 12.82%，若未来公司股价降幅较高，或将面临一定平仓风险。

公司有息债务规模较大，截至 2021 年 3 月末全部债务为 1112.46 亿元，其中债券融资余额为 395.57 亿元（包括美元债 146.50 亿元），以中期票据为主的部分债券设置了较为严格的投资人保护条款，包括交叉违约条款和控制权变更条款。若由于公司经营恶化导致债务逾期超过一定规模，或者是控股股东或实际控制人发生变更，则触发提前偿付等事项，会加大公司短期债务偿付风险。

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。

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层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。

财务分析

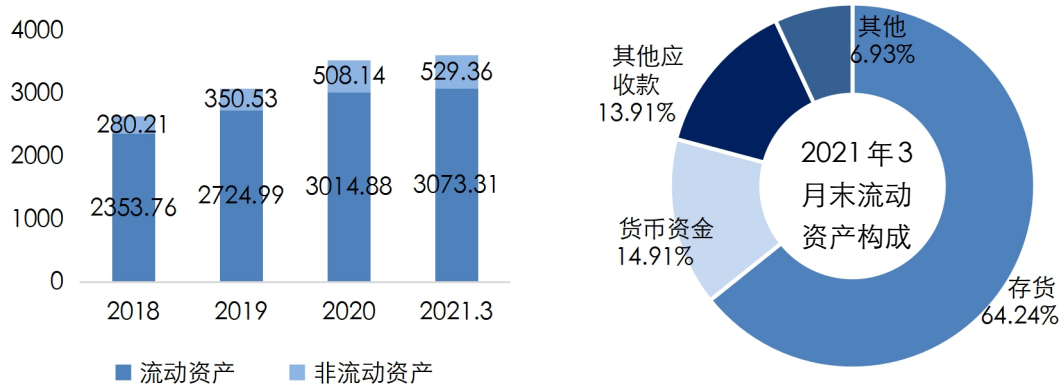
阳光城提供了 2020 年经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的合并财务报告和 2021 年 1~3 月未经审计的合并财务报表。截至 2021 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共 882 家。

资产构成与资产质量

跟踪期内，公司资产总额保持增长，资产构成仍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有所增长且规模较大，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

公司资产总额保持增长，资产构成仍以流动资产为主。2020 年末，公司资产总额 3523.02 亿元，同比增长 14.55%，其中流动资产占比 85.58%。2021 年 3 月末，公司资产总额 3602.68 亿元，较期初增长 2.26%，流动资产占比 85.31%。

图表 9 公司资产构成情况（单位：亿元）



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
货币资金	378.48	419.78	498.05	458.34
其他应收款	417.44	379.96	408.40	428.12
存货	1421.72	1758.39	1871.18	1974.22
流动资产合计	2353.76	2724.99	3014.88	3073.31
长期股权投资	93.00	148.48	301.14	317.25
投资性房地产	85.75	116.21	121.61	121.61
非流动资产合计	280.21	350.53	508.14	529.36
资产总额	2633.97	3075.52	3523.02	3602.68

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司流动资产保持增长。2020 年末，公司流动资产 3014.88 亿元，主要由存货、货币资金和其他应收款等构成。随着经营规模扩大、房地产开发项目不断增多，公司存货规模有所增长，2020 年末存货账面余额为 1871.18 亿元，已累计计提 9.87 亿元跌价准备；2020 年公司存货周转次数分别为 0.36 次，同比增加 0.08 次，存货周转效率略有提升；2021 年 3 月末公司存货进一步增至 1974.22 亿元，较期初增长 5.51%。2020 年末，公司货币资金 498.05 亿元，同比增

长 18.64%，其中受限货币资金 92.90 亿元，占比 18.65%，包括贷款保证金、房地产开发保证金、银行承兑汇票保证金等；2021 年 3 月末，公司货币资金 458.34 亿元。

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。2020 年末，其他应收款 407.61 亿元，同比增长 7.28%，其中应收联营/合营企业款 196.04 亿元，合作方经营往来款 101.08 亿元，已累计计提 4.55 亿元跌价准备，主要是部分其他应收款期限较长，按账龄计提部分坏账所致；前五位应收单位合计 54.83 亿元，占期末余额的 13.30%；2021 年 3 月末，公司其他应收款 427.63 亿元，较期初增长 4.91%。

图表 10 2020 年末公司其他应收款前五大客户情况（单位：亿元、%）

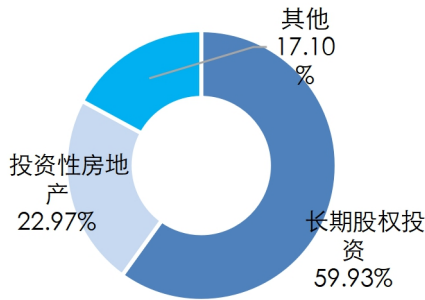
名称	款项性质	账龄	账面余额	占比
福建登云房地产开发有限公司	应收联营/合营企业款	1 年以内、1-2 年、2-3 年	12.15	2.95
上海汀业企业管理有限公司	应收联营/合营企业款	1 年以内、1-2 年	11.95	2.90
广州当代腾欣投资有限公司	应收联营/合营企业款	1 年以内、3 年以上	10.96	2.66
天津隽达企业管理有限公司	应收联营/合营企业款	2-3 年	10.36	2.51
深圳市俊领投资发展有限公司	应收联营/合营企业款	1 年以内、1-2 年、2-3 年	9.41	2.28
合计			54.83	13.30

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，2020 年末和 2021 年 3 月末分别为 508.14 亿元和 529.36 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，2020 年末为 301.14 亿元，同比大幅增加 152.66 亿元，主要系房地产合作开发项目增多所致；2021 年 3 月末长期股权投资为 317.25 亿元。公司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 年末及 2021 年 3 月末均为 121.61 亿元，较 2019 年末略有增加。

从资产受限情况来看，截至 2020 年末，公司受限资产 1258.94 亿元，主要由存货、投资性房地产、货币资金、固定资产等构成，主要用于借款的抵质押，占资产总额的比例为 35.73%，是净资产的 2.12 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	92.90	498.05	18.65
存货	1009.83	1871.18	53.97
长期股权投资	21.99	301.14	7.30
投资性房地产	84.22	121.61	69.25
固定资产	36.25	42.69	84.92
无形资产	7.21	9.76	73.93
其他非流动资产	6.55	26.91	24.34
合计	1258.94	2871.34	43.85

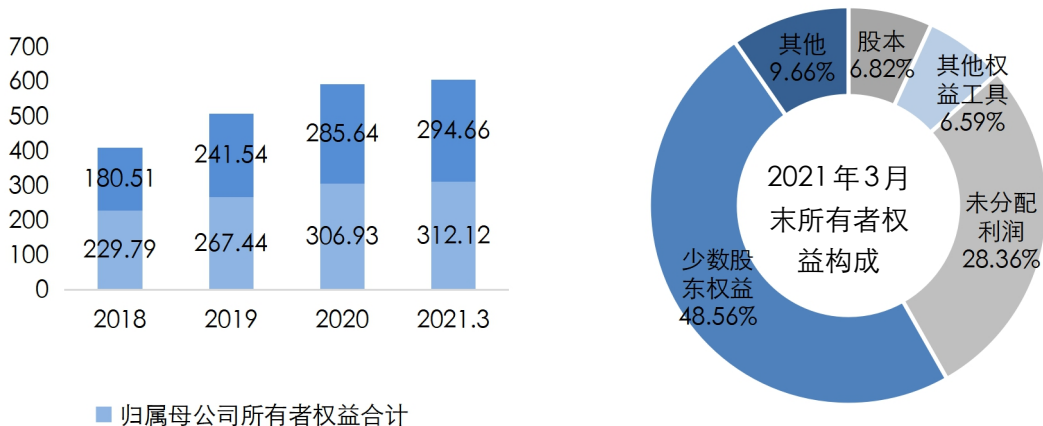
资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

资本结构

受未分配利润积累以及少数股东权益增加影响, 跟踪期内公司所有者权益有所增长, 其中合作开发项目的增多导致少数股东权益大幅增长且占所有者权益比重大

跟踪期内, 公司所有者权益持续增加, 系未分配利润及少数股东权益增加所致。2020 年末, 公司所有者权益 592.57 亿元, 同比增长 16.42%。从所有者权益构成来看, 2020 年末公司少数股东权益 285.64 亿元, 同比增长 18.26%, 系房地产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, 少数股东方主要是与房企等合作开发的房地产项目公司; 未分配利润 167.26 亿元, 同比增长 32.88%, 主要是项目结转导致净利润积累所致; 实收资本为 41.37 亿元, 同比小幅增加, 主要是股权激励实施行权; 其他权益工具 40.00 亿元, 包括 30.00 亿元的可续期信托贷款和 10.00 亿元的永续中票“18 阳光城 MTN001”。2021 年 3 月末, 公司所有者权益 606.78 亿元, 较年初增长 2.40%, 其中少数股东权益和未分配利润分别为 294.66 亿元和 172.11 亿元。

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

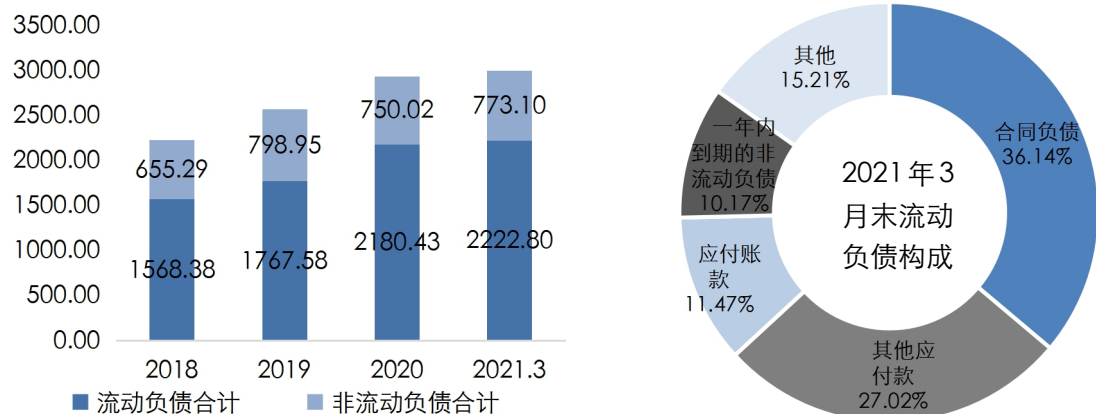
跟踪期内，公司有息债务规模依然较大，债务结构仍以长期有息债务为主，存在一定集中偿付压力，在行业融资环境偏紧的情况下，公司有息债务增长或将受到抑制

跟踪期内，公司负债总额有所增长，负债结构仍以流动负债为主。2020年末，公司负债总额2930.45亿元，同比增长14.18%，其中流动负债占比74.41%。2021年3月末，公司负债总额2995.89亿元，流动负债占比74.19%。

公司流动负债保持增长，其中合同负债、其他应付款、应付账款和一年内到期的非流动负债占比较高。公司合同负债为已售未结算的房屋预售款，2020年末及2021年3月末分别为689.05亿元和803.26亿元。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，跟踪期内增长显著，2020年末公司其他应付款为649.65亿元，同比大幅增加338.97亿元，系合作项目资金回流及投入增加所致，其中应付合作方款项、应付关联方往来款、应付押金及保证金分别为328.94亿元、203.20亿元和58.92亿元；2021年3月末公司其他应付款600.54亿元，较期初下降7.56%。公司应付账款主要是应付工程款，2020年末为252.51亿元，同比增长45.77%，系项目开发建设力度加大导致应付及预提工程款增加所致；2021年3月末较年初变动不大。2020年末，一年内到期的非流动负债为260.08亿元，同比增长7.59%，主要为一年内到期的长期借款和应付债券；2021年3月末为226.03亿元。公司短期借款波动下降，2020年末为37.13亿元，同比大幅下降52.06%，其中质押及抵押、保证借款为28.78亿元；2021年3月末公司短期借款为43.28亿元。

公司非流动负债仍主要由长期借款和应付债券构成。跟踪期内公司长期借款总体有所下降，其中2020年末长期借款期末余额532.28亿元，同比减少19.98%，其中质押及抵押、保证借款278.82亿元，抵押及保证借款147.38亿元，资产证券化借款为42.12亿元，保证借款、质押及保证借款分别为34.20亿元和19.70亿元；2021年3月末公司长期借款上升至570.33亿元，较期初增长7.15%。公司应付债券有所增长，截至2021年3月末，公司应付债券170.26亿元。

图表 13: 公司负债构成情况 (单位: 亿元)



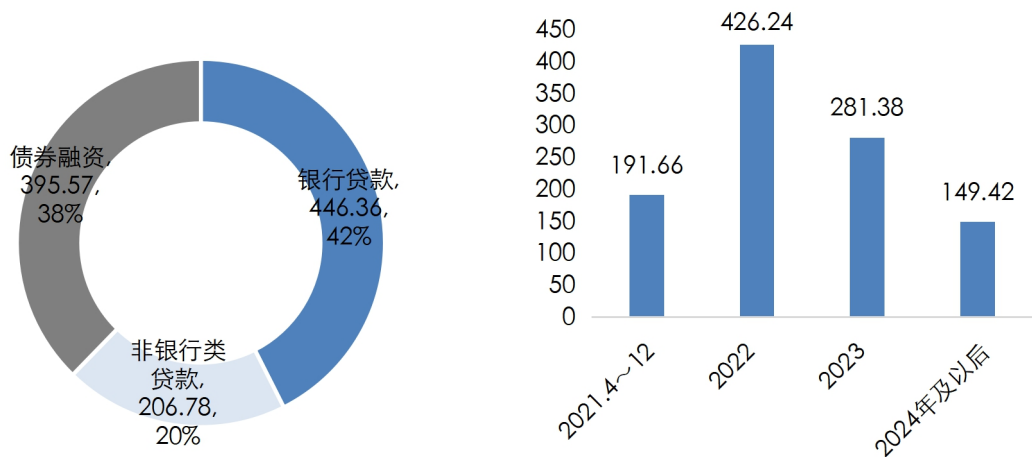
项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期借款	176.47	77.46	37.13	43.28
预收款项	621.21	801.06	0.36	0.43
合同负债	-	-	689.05	803.26
其他应付款 ⁷	224.22	323.10	662.41	614.40
一年内到期的非流动负债	302.73	241.74	260.08	226.03
流动负债合计	1568.38	1767.58	2180.43	2222.80
长期借款	514.18	665.19	532.28	570.33
应付债券	129.85	122.53	192.80	170.26
非流动负债合计	655.29	798.95	750.02	773.10
负债总额	2223.67	2566.53	2930.45	2995.89

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司控制有息债务增速, 全部债务规模略有下降, 债务结构以长期有息债务为主。截至 2020 年末, 公司全部债务为 1116.72 亿元, 同比减少 3.23%, 其中长期有息债务和短期有息债务分别为 735.08 亿元和 381.64 亿元。截至 2021 年 3 月末, 公司全部债务为 1112.46 亿元, 其中长期有息债务和短期有息债务占比分别为 67.47%和 32.53%, 其中银行贷款、债券融资和非银行类贷款占比分别为 42.56%、37.72%和 19.72% (未包含应付票据)。

⁷ 包含“应付利息”和“应付股利”。

图表 14：截至 2021 年 3 月末公司全部债务构成及期限⁸结构情况（单位：亿元，%）



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
短期有息债务	488.25	366.23	381.64	361.87
长期有息债务	644.02	787.72	735.08	750.59
全部债务	1132.27	1153.95	1116.72	1112.46
资产负债率	84.42	83.45	83.18	83.16
剔除预收账款的资产负债率	79.62	77.62	79.09	78.32
净负债率	183.72	144.24	104.40	107.80
长期债务资本化比率	61.08	60.75	55.37	55.30
全部债务资本化比率	73.40	69.39	65.33	64.71

资料来源：公司提供，东方金诚整理

跟踪期内，公司资产负债率和全部债务资本化比率有所下降，净负债率⁹较 2019 年末显著降低，但剔除预收账款的资产负债率相对较高。2021 年 3 月末，公司资产负债率和剔除预收账款的资产负债率¹⁰分别为 83.16%和 78.32%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 64.71%和 55.30%。若将其他权益工具中的 40.00 亿元永续中票和可续期信托计划作为有息债务考虑，2021 年 3 月末，公司资产负债率为 84.27%，长期债务资本化比率为 58.24%。

此外，截至 2021 年 3 月末，公司货币资金/短期债务为 1.27 倍，剔除预收账款的资产负债率和净负债率分别为 78.32%和 107.80%。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 2021 年 3 月末公司全部有息债务为基础，公司 2021 年 4~12 月、2022 年和 2023 年到期的有息债务分别为 183.68 亿元、381.87 亿元和 250.15 亿元；若假设债券全部回售，公司 2021 年 4~12 月、2022 年和 2023 年到期的有息债务分别为 191.66 亿元、426.24 亿元和 281.38 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¹¹。

⁸ 图中债务期限结构为假设信用债回售的情况。

⁹ 净负债率=（全部有息债务-货币资金）/所有者权益*100%。

¹⁰ 剔除预收账款的资产负债率=调整后的负债总额/调整后的资产总额*100%，调整后资产总额=财务报表资产总额-预收账款；调整后负债总额=财务报表负债总额-预收账款（或合同负债）。

¹¹ 有息债务期限结构未包含应付票据。

对外担保方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额 1003.20 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 834.43 亿元；对合营、联营公司的融资提供担保的担保余额为 168.77 亿元，扣除按揭贷款提供阶段性担保外，担保比例为 27.81%。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，跟踪期内公司营业收入和利润总额保持增长，合联营企业结转增多导致投资收益大幅增长，盈利能力依然较强，预计充裕的土地储备以及推盘销售力度的加大，公司未来收入及利润有望继续增长

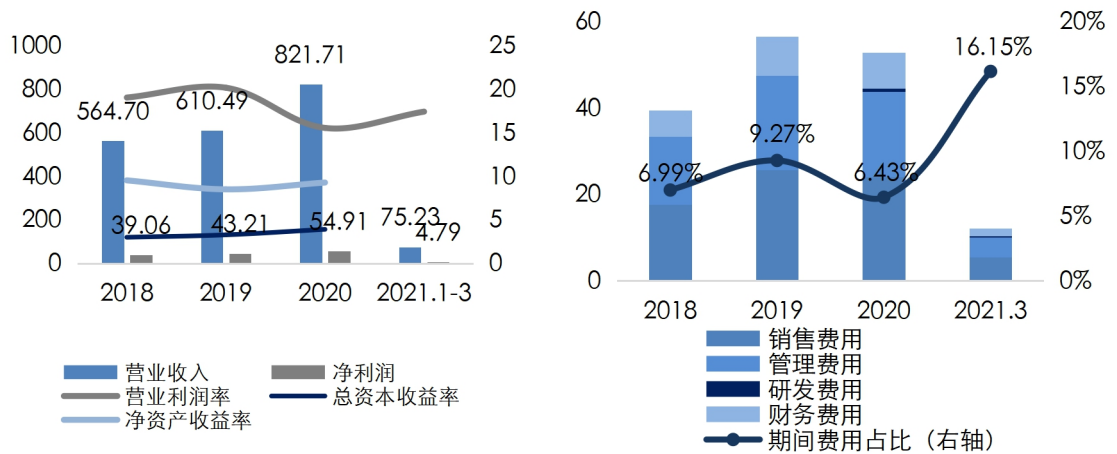
跟踪期内，公司营业收入和利润总额均有所增长，主要是房地产项目结转规模扩大所致，盈利能力依然很强。2020 年，公司营业收入 821.71 亿元，同比增长 34.60%；利润总额 88.20 亿元，同比增长 30.27%；净利润 54.91 亿元，同比增长 27.07%；营业利润率为 15.55%，同比下降 4.62 个百分点，净资产收益率为 9.27%，同比上升 0.78 个百分点。

公司期间费用以销售费用和管理费用为主。2020 年公司期间费用 52.88 亿元，同比减少 6.62%，其中销售费用和管理费用分别为 24.02 亿元和 19.78 亿元，财务费用为 8.40 亿元，期间费用占同期营业收入的比重 6.43%，同比下降 2.84 个百分点。

非经常性损益方面，2020 年公司投资收益 23.91 亿元，同比大幅增加 15.77 亿元，系合作开发项目增多导致合联营企业结转收入增加，其中权益法核算的长期股权投资收益为 22.81 亿元。同期，公司资产减值损失-7.95 亿元，同比增长 35.14%，主要为存货跌价损失，对利润形成一定侵蚀。

2021 年 1~3 月，公司营业收入 75.23 亿元，同比增长 12.03%；利润总额为 8.93 亿元，同比增长 23.57%；净利润为 4.79 亿元，同比增长 7.16%，收入及盈利能力同比均有所提升。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利润有望继续增长。

图表 15: 公司收入及盈利能力 (单位: 亿元、%)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

现金流

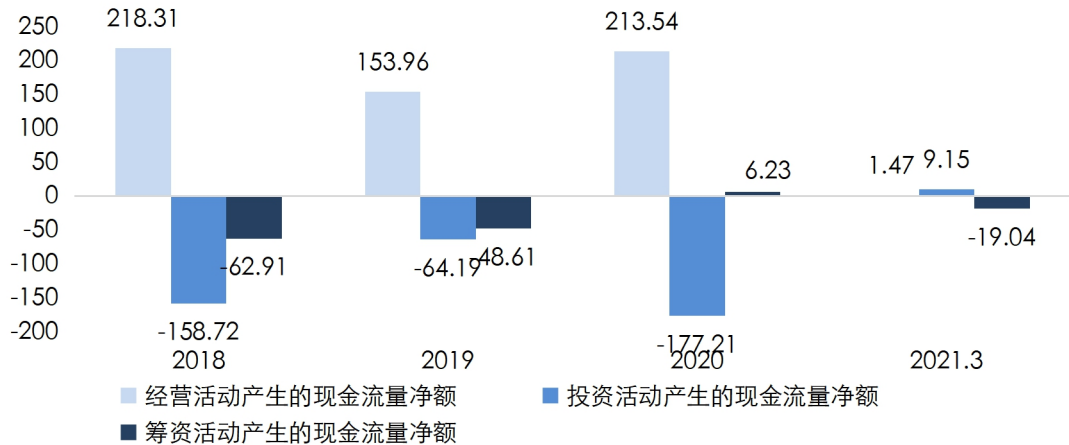
受益于项目销售回款的增加以及公司对新增债务的控制, 2020 年公司经营性现金流净流入规模增加, 投资性现金流净流出规模大幅增加, 业务规模扩大对资金需求使公司对外部融资仍将保持较高的依赖度

2020 年, 公司经营性净现金流为 213.54 亿元, 同比增长 38.69%, 主要是公司加大销售回款力度, 同时加大现金流收支管控, 控制新增债务。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有所上升, 销售回款速度有所增加, 经营获现能力提升。

同期, 公司投资性现金流仍维持净流出态势, 且净流出规模大幅增加, 2020 年投资性净现金流-177.21 亿元, 净流出规模同比增加 113.02 亿元, 主要是本期公司股权收购拿地及合作开发项目投资增加。公司筹资性净现金流为 6.23 亿元, 同比由净流出转为净流入, 主要是公司合作方加大投入所致, 公司短期内对外部融资依赖程度仍较高。

2021 年 1~3 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 1.47 亿元、9.15 亿元和-19.04 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，跟踪期内公司流动比率和速动比率总体有所下降。2021年3月末，公司流动比率和速动比率分别为138.26%和49.45%。经营性净现金流对流动负债保障程度较好。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较好，2021年3月末货币资金/短期债务为1.27倍。

从长期偿债能力指标来看，公司EBITDA利息倍数有所提升，2020年为1.24倍，同比增加0.31倍；全部债务/EBITDA有所下降，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	2018年	2019年	2020年	2021年3月
流动比率	150.08	154.17	138.27	138.26
速动比率	59.43	54.69	52.45	49.45
经营现金流动负债比	13.92	8.71	9.79	--
EBITDA 利息倍数	0.83	0.93	1.24	-
全部债务/EBITDA	15.50	14.51	11.21	-
货币资金/短期债务	0.78	1.15	1.31	1.27

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至2021年3月末，公司合并口径的银行授信总额为1153.13亿元，其中未使用额度529.52亿元。

同业比较

与行业对比组企业进行对比，公司资产规模处于较好水平，盈利能力在对比企业中处于中游水平，负债率相对较高。

图表 18 同行业主要指标对比（亿元、倍、%）

项目	阳光城	金科地产集团 股份有限公司	融信（福建）投 资集团有限公司	正荣地产控股 股份有限公司	广州市时代控股 集团有限公司
资产总额	3523.02	3811.58	2202.72	2097.09	1847.58
预收账款/营业收入	0.84	1.54	1.33	1.69	0.56
净利润	54.91	97.04	32.38	30.30	56.19
净资产收益率	9.27	13.20	5.67	6.57	13.26
存货周转率	0.36	0.30	0.33	0.26	0.39
剔除预收款项的资产负债率	79.09	70.19	63.27	69.12	74.04

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 2020 年数据，东方金诚整理。

总体来看，跟踪期内公司资产规模有所增长，资产结构仍以流动资产为主，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有所增长，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稳定。

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 2021 年 4 月 2 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。

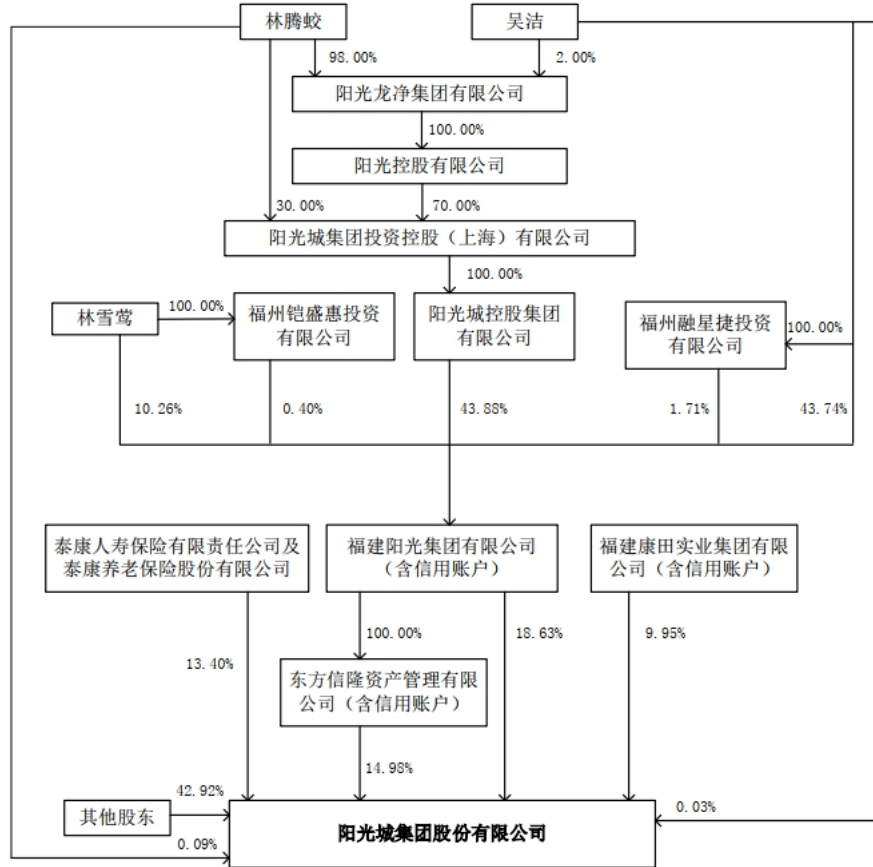
抗风险能力及结论

跟踪期内，公司房地产业务坚持布局以长三角、珠三角和大福建等区域为主的一二线城市，项目开发经验丰富，在国内房地产市场仍具有很强的市场竞争力；依托高周转经营策略，公司合同销售金额有所增长，平均销售价格同比提升，同时房地产结转收入保持增长；公司未来可售面积充足，2021 年 3 月末全口径剩余可售货值约 5585 亿元，其中以广州、长沙、北京、昆明和福州为代表的一二线城市占比较高，有助于未来项目销售去化的实现；公司产品体系完善，同时注重住宅品质提升，跟踪期内加大了绿色科技建筑的研发力度，自主研发的“绿色智慧家”标准实现进一步升级，有助于增强产品的用户认可度。

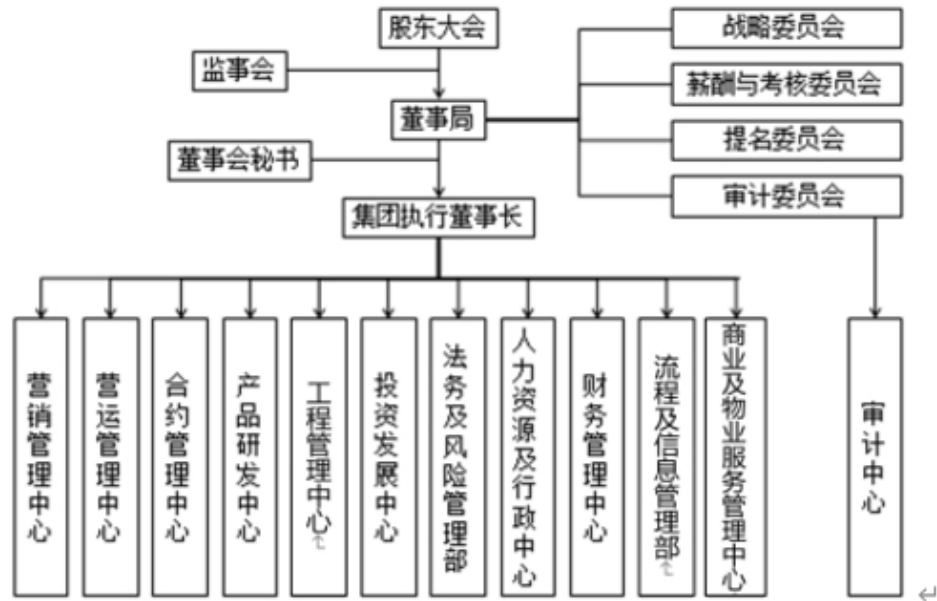
同时，东方金诚也关注到，公司部分房地产项目位于三四线城市，仍将面临一定的销售去化压力；公司在建及拟建项目未来投资规模较大，在房地产市场调控政策和融资环境趋紧背景下，面临资金压力；公司合作开发项目大幅增加导致少数股东权益及关联方往来款较多，有息债务规模较大且存在一定集中偿付压力。

综合考虑，东方金诚维持阳光城主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“20 阳城 01”、“20 阳城 02”、“20 阳城 03”和“21 阳城 01”信用等级为 AAA。

附件一：截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年 3 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	2018年	2019年	2020年	2021年3月
主要财务数据及指标				
资产总额 (亿元)	2633.97	3075.52	3523.02	3602.68
所有者权益 (亿元)	410.30	508.99	592.57	606.78
负债总额 (亿元)	2223.67	2566.53	2930.45	2995.89
短期债务 (亿元)	488.25	366.23	381.64	361.87
长期债务 (亿元)	644.02	787.72	735.08	750.59
全部债务 (亿元)	1132.27	1153.95	1116.72	1112.46
营业收入 (亿元)	564.70	610.49	821.71	75.23
利润总额 (亿元)	63.89	67.71	88.20	8.93
净利润 (亿元)	39.06	43.21	54.91	4.79
EBITDA (亿元)	73.06	79.55	99.63	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	218.31	153.96	213.54	1.47
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-158.72	-64.19	-177.21	9.15
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-62.91	-48.61	6.23	-19.04
毛利率 (%)	26.06	26.58	20.06	20.87
营业利润率 (%)	19.04	20.17	15.55	17.42
销售净利率 (%)	6.92	7.08	6.68	6.36
总资本收益率 (%)	2.97	3.20	3.76	-
净资产收益率 (%)	9.52	8.49	9.27	-
总资产收益率 (%)	1.48	1.41	1.56	-
资产负债率 (%)	84.42	83.45	83.18	83.16
长期债务资本化比率 (%)	61.08	60.75	55.37	55.30
全部债务资本化比率 (%)	73.40	69.39	65.33	64.71
货币资金/短期债务 (%)	77.52	114.62	130.50	126.66
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	5.26	7.78	3.25	-
流动比率 (%)	150.08	154.17	138.27	138.26
速动比率 (%)	59.43	54.69	52.45	49.45
经营现金流动负债比 (%)	13.92	8.71	9.79	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	0.83	0.93	1.24	-
全部债务/EBITDA (倍)	15.50	14.51	11.21	-
应收账款周转率 (次)	-	50.49	65.23	-
销售债权周转率 (次)	-	50.34	61.45	-
存货周转率 (次)	-	0.28	0.36	-
总资产周转率 (次)	-	0.21	0.25	-
现金收入比 (%)	140.54	136.53	99.35	267.66

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“20 阳城 01”、“20 阳城 02”、“20 阳城 03”和“21 阳城 01”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
2021年6月9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。