

阳光城集团股份有限公司 2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：应治亚 zyying@ccxi.com.cn

项目组成员：白 茹 rbai@ccxi.com.cn

王钰莹 yywang01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 15 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0657 号

阳光城集团股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为正面；

维持“17 阳光城 MTN001”、“17 阳光城 MTN004”、“16 阳城 01”、“16 阳城 02”、“18 阳城 01” 的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十五日

评级观点：中诚信国际维持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+**，评级展望为正面；维持“17 阳光城 MTN001”、“17 阳光城 MTN004”、“16 阳城 01”、“16 阳城 02”、“18 阳城 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了 2020 年公司销售业绩稳步增长并具有较好的持续性，区域竞争优势较为明显，经营获现能力逐步强化，公司加强财务纪律性使得净负债率逐步下降且债务结构有所优化，以及公司第二大股东变更有助于其经营策略的实施等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业政策、盈利能力偏弱、偿债能力有待进一步加强以及股东股权受限情况等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

阳光城（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	2,633.97	3,075.52	3,523.02	3,602.68
所有者权益合计（亿元）	410.30	508.99	592.57	606.78
总负债（亿元）	2,223.67	2,566.53	2,930.45	2,995.89
总债务（亿元）	1,132.27	1,153.95	1,106.72	1,102.71
营业总收入（亿元）	564.70	610.49	821.71	75.23
净利润（亿元）	39.06	43.21	54.91	4.79
EBITDA（亿元）	73.06	79.55	99.63	--
经营活动净现金流（亿元）	218.31	153.96	213.54	1.47
营业毛利率(%)	26.06	26.58	20.06	20.87
净负债率(%)	183.72	144.24	102.72	106.19
总债务/EBITDA(X)	15.50	14.51	11.11	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.83	0.93	1.24	--

注：中诚信国际根据 2018-2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；为计算有息债务，中诚信国际将公司其他流动负债中有息债务调至短期债务；应付票据计入总债务。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：房地产行业住宅开发(C200100_2019_04)

阳光城集团股份有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(40%)	总资产(亿元)	3,523.02	10
	合同销售金额	10	10
	项目储备	8	8
盈利能力与效率(24%)	预收款项/营业收入(X)	0.84	8
	净利润率(%)*	6.89	7
	存货周转率(X)*	0.32	10
偿债能力(36%)	净负债率(%)	102.72	8
	货币资金/短期债务(X)	1.31	8
	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	1.36	8
	经调整 EBIT 利息倍数(X)	2.10	7
打分结果			aaa
BCA			aa+
支持评级调整			-
评级模型级别			AA+
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别、预期调整、公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件、财务政策、租赁及其他多元化产业和其他调整因素等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

正面

■ **销售业绩持续增长。**近年来公司销售业绩呈持续上升态势，全口径三年年均复合增长率为 15.70%；2020 年公司全口径签约销售金额持续增长，销售排名较为靠前。

■ **区域市场优势较为明显。**公司在福州地区保持领先的市场地位，在深耕福州的基础上，公司在中部和长三角等地区的部分城市亦形成一定的市场竞争力。

■ **加强财务纪律性，财务杠杆逐步下降。**2020 年公司继续调整投资策略，通过以销定投和高周转的投资策略，实现内部资金平衡。随着投资策略的转变和财务纪律性的加强，2020 年末公司债务规模小幅下降，净负债率持续降低。

■ **公司第二大股东变更有助于其经营策略的实施。**2020 年 10 月底公司第二大股东变更为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”），2021 年 4 月公司第二大股东关联企业与合作股东就项目、资金、物业等领域的合作签订《战略合作框架协议》，公司第二大股东变更或将有有助于优化公司治理水平、增强资源整合能力和融资能力。

关注

■ **房地产行业政策。**在“房住不炒”行业政策的基调下，房地产企业在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，同时加上宏观经济增速下滑及行业竞争加剧的影响，房地产企业盈利空间不断收窄，行业环境及政策的变化或将将对房地产企业经营战略的实施提出更高要求。

■ **盈利能力偏弱，偿债能力有待进一步加强。**受土地成本、融资成本和周转效率等因素影响，公司盈利能力偏弱。公司债务规模较大，偿债能力有待继续加强。

■ **股东股权受限情况。**公司控股股东股权质押比例偏高，一定程度影响其备用流动性，2020 年以来公司控股股东及其一致行动人解押部分股权，2021 年 3 月末质押比例降至 79.81%。

评级展望

中诚信国际认为，阳光城集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内可能上升。

■ **可能触发评级上调因素。**销售业绩具有可持续性，土地储备等投资策略稳健性明显提升，财务杠杆水平下降，盈利能力增强且具有可持续性，融资环境和成本明显改善，现金流平衡能力提升，控股股东质押比例明显下降。

■ **可能触发正面展望回调为稳定的因素。**外部融资环境变化，销售业绩不及预期，投资策略及财务政策稳健性减弱，相关财务指标未得到进一步优化，控股股东股权质押比例未明显降低及其他可能导致评级展望调整为稳定的因素。

评级历史关键信息

阳光城集团股份有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AA ⁺ /正面	17 阳光城 MTN001 (AA ⁺) 17 阳光城 MTN004 (AA ⁺)	2020/6/23	王超凡、王钰莹	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 C200100_2019_04	阅读全文
AA ⁺ /稳定	17 阳光城 MTN004 (AA ⁺)	2017/10/23	陈言一、王超凡、葛孝舟	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 100100_2017_03	阅读全文
AA ⁺ /稳定	17 阳光城 MTN001 (AA ⁺)	2016/11/25	陈言一、王超凡、葛孝舟	中诚信国际房地产住宅开发行业评级方法 100100_2017_03	阅读全文

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2020 年部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	全口径签约销售金额 (亿元)	总资产 (亿元)	净负债率 (%)	货币资金/短期债务(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金 (X)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转率 (X)
荣盛发展	1,271	2,886.11	88.92	1.04	0.93	715.11	10.87	0.30
蓝光发展	1,035	2,582.64	101.47	0.88	1.25	429.57	8.56	0.22
阳光城	2,180	3,523.02	102.72	1.31	1.36	821.71	6.68	0.36

注：“荣盛发展”为“荣盛房地产发展股份有限公司”简称；“蓝光发展”为“四川蓝光发展股份有限公司”。

资料来源：中诚信国际整理。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
17 阳光城 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2020/6/23	20.00	14.70	2017/03/24~2022/03/24 (3+2)	回售，交叉违约，票面利率选择权
17 阳光城 MTN004	AA ⁺	AA ⁺	2020/6/23	12.00	11.05	2017/10/31~2022/10/31 (3+2)	回售，交叉违约，票面利率选择权
16 阳城 01	AA ⁺	AA ⁺	2020/6/23	13.00	12.60	2016/08/29~2021/08/29 (3+1+1)	回售，交叉违约，票面利率选择权
16 阳城 02	AA ⁺	AA ⁺	2020/6/23	13.00	12.87	2016/09/26~2021/09/26 (3+1+1)	回售，交叉违约，票面利率选择权
18 阳城 01	AA ⁺	AA ⁺	2020/6/23	11.00	11.00	2018/10/22~2021/10/22 (2+1)	回售，交叉违约，票面利率选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

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）（债券简称为“16 阳城 01”，债券代码为“112436”）于 2016 年 8 月 29 日起息，发行规模为人民币 13 亿元，到期日为 2021 年 8 月 29 日，票面利率 4.8%，附第 3 年末和第 4 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，于 2019 年 8 月 29 日回售 0.40 亿元，债券剩余规模为 12.60 亿元，票面利率调整为 7.28%；2020 年 8 月 29 日回售 0.34 亿元，回售部分公司已完成转售，目前债券余额为 12.60 亿元，票面利率调整至 6.50%。

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（第二期）（债券简称“16 阳城 02”，债券代码“112452”）于 2016 年 9 月 26 日起息，发行规模为人民币 13 亿元，到期日为 2021 年 9 月 26 日，票面利率 4.5%，附第 3 年末和第 4 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，于 2019 年 9 月 26 日回售 0.11 亿元，债券剩余规模为 12.89 亿元，票面利率调整为 7.28%；2020 年 9 月 26 日回售 0.02 亿元，目前债券余额为 12.87 亿元，票面利率调整至 6.30%。

阳光城集团股份有限公司 2018 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“18 阳城 01”，债券代码为“112770”）于 2018 年 10 月 22 日完成起息，发行规模为人民币 11 亿元，到期日为 2021 年 10 月 22 日，附第 2 年发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为 7.5%。2020 年 10 月 22 日回售 0.52 亿元，回售部分公司已完成转售，目前债券余额为 11 亿元，票面利率调整至 6.50%。

截至本报告出具日，上述债券均已按照募集说明书上列明的用途使用。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的

利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺

畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

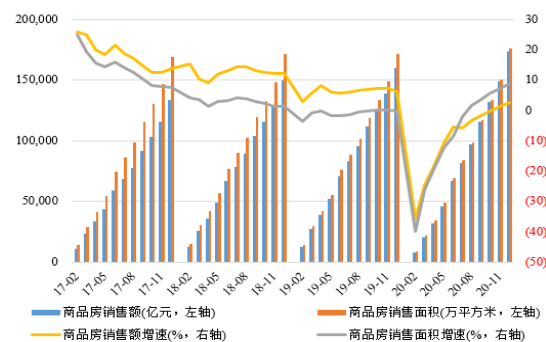
近期关注

2020年4月以来房地产行业逐步从疫情影响中恢复并于9月恢复至上年同期水平，在房企年底加速去化的带动下全年商品房销售超越上年水平，房地产行业展现出较强韧性

2020年第一季度全国房地产销售受疫情冲击较大，全国商品房销售额和面积分别同比下降24.70%和26.30%，均降至2017年以来同期最低水平。4月以来，市场需求不断释放叠加房企加快推盘节奏，商品房销售逐月恢复，并于9月恢复至2019年同期水平。进入四季度以来，房企加速去化，带动全年销售面积和金额超越上年，全年商品房销售额和面积分别同比增长2.6%和8.7%；房地产行业表现出较强韧性。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房去化情况看，近年来我国商品房整体库存周期处于较低水平，2020年疫情爆发初期商品房去化速度受到显著影响，待售面积环比增幅明显提升，2020年二、三季度疫情得到控制后，去化明显提速，商品房待售面积逐月下降并快速恢复至上年同期水平。但值得注意的是此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市库存压力仍然较大。

中诚信国际认为，2020年上半年受新冠疫情冲

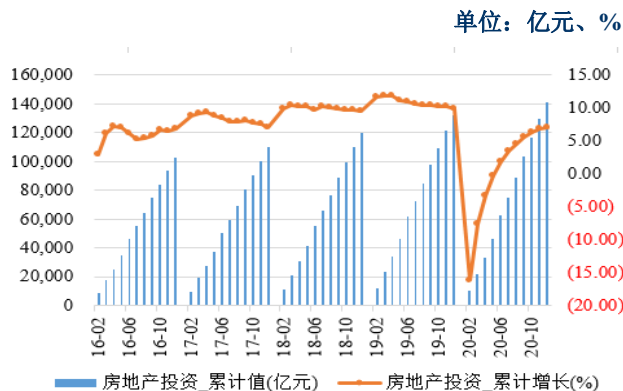
击，房地产销售增速大幅受挫，但随着国内疫情逐步得到控制叠加房企加速去化，全年销售已超过2019年全年水平，房地产行业展现出较强韧性。

2020年在疫情影响下房地产投资短期内呈先抑后扬的态势，下半年在房企追赶开发进度推动下，全年房地产投资额同比增长

2020年初在疫情影响下，多地发布了延迟复工通知，导致开发受阻，新开工面积自2016年以来首次出现负增长；4月以来随着疫情得到有效控制，各地逐步复工、土地供应力度增加、叠加房企追赶开发进度及拿地需求逐步释放，全国新开工面积降幅逐月回落，全国新开工面积同比下降1.2%。

建设投资方面，主要受新开工规模同比下降影响，1~5月房地产开发投资额增速出现负增长；6月以来，在房企逐步恢复投资的推动下，房地产开发投资额同比增速由负转正，全年房地产开发投资额同比实现7%增长。

图 2：近年来全国房地产开发投资情况

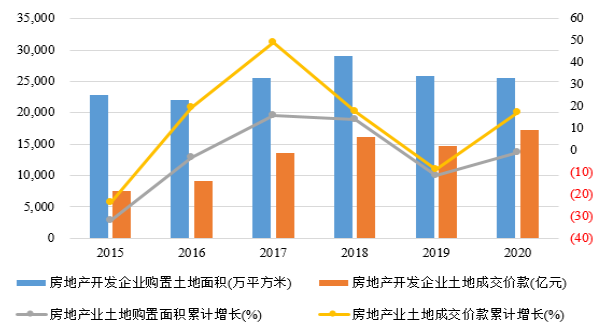


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2020年1~5月，在疫情影响下国内土地市场购置价款同比增速为负；4月以来土地供给力度明显加大，叠加热点城市优质地块集中入市，房企拿地逐步恢复，6月以来国内土地市场购置

价款增速由负转正，全年国内土地市场购置价款同比增长17%。

图 3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额 (万平方米、亿元、%)



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

在“房住不炒”行业政策的基调下，房企在土地获取、融资、销售等环节面临较为频繁的政策环境变化，对其经营战略的实施提出更高的要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是用来住的、不是用来炒的”，随后三年的中央经济工作会议中均反复强调“房住不炒”的定位。各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控。本轮调控力度严厉、参与调控的城市范围不断扩大且表现出很强的政策延续性。从坚持住房居住属性的政策大基调来看，未来严监管的政策环境或将延续，但部分地方政府或将根据当地市场情况对调控政策进行调整。

2020年上半年，在国内疫情爆发的背景下，货币政策放松带来流动性宽裕，房地产行业融资环境有所改善；下半年房地产行业融资政策明显收紧，尤其在8月“三道红线”¹出台后，国内贷款增速明显回落。中诚信国际认为，如“三道红线”按照行业预期全面执行，将对未来几年房地产行业融资环

¹ 2020年8月20日，住房和城乡建设部和中国人民银行在北京召开重点房地产企业座谈会，研究进一步落实房地产长效机制并提出资金监测和融资管理规则（简称“三道红线”）。“三道红线”是指将剔除预收款后的资产负债率大于70%、净负债率大于100%、货币资金短债比小于1倍三个阈值设置为“三条红线”，根据房企财务指标对“三道红线”“踩线”的数量不同，将其分为“红、橙、黄、绿”四档，每降低一档，融资规模上限增加5%。

境形成较为深远的影响，一方面由于对新增融资的限制和表内外融资渠道的全面监控，高度依赖杠杆发展的房地产行业在未来几年内行业竞争格局将较难发生重大改变；另一方面，在融资环境趋严的条件下，马太效应将愈发凸显，全行业集中度或将进一步提升。

2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”，《通知》明确对7家中资大型银行、17家中资中型银行、中资小型银行和非县域农合机构、县域农合机构、村镇银行，共5档机构分类分档设置明确的房地产贷款占比上限、个人住房贷款占比上限，《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。**中诚信国际认为**，未来银行资源将进一步向优质房企集中，资质偏弱的房企或将面临较大融资及回款压力。

此外，2021年2月自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市或将实施住宅供地“两集中”政策，中诚信国际将对未来土地供应政策的变化保持关注。

房地产行业梯队分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势

随着房地产行业调控政策和融资环境持续收紧，市场竞争加剧，行业内的兼并购项目增加，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度持续提升，房地产行业梯队分化格局持续凸显。

2020年疫情加剧房企间分化，房地产行业集中度进一步提升。TOP30房企竞争力增强，集中度稳中有升；相比之下TOP50房企的增速更为显著。在

目前的市场背景下，规模房企的竞争优势日益凸显，随着资源加速向头部企业集聚，行业集中度将继续走高。而对于100强之后的房企而言，面对激烈的行业竞争，该梯队房企的增长空间或将进一步受限。

表 1：2017-2020 年国内房企权益销售金额集中度

	2017	2018	2019	2020
TOP 3	9.4%	9.8%	9.5%	9.8%
TOP 10	19.5%	21.3%	21.4%	21.3%
TOP 30	31.0%	35.1%	35.7%	36.1%
TOP 50	37.3%	43.4%	43.5%	44.7%
TOP 100	46.1%	53.7%	53.0%	54.4%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信国际整理

中诚信国际认为，在行业增速放缓及调控政策持续的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

公司第二大股东将部分股权转让予泰康人寿和泰康养老，或将有助于优化公司治理水平、增强资源整合能力和融资能力

2020年9月和10月，公司分别发布相关公告，称泰康人寿及泰康养老与公司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13.53%的股份，其中泰康人寿受让8.53%的股份，泰康养老受让5.00%的股份，转让价款33.78亿元。此外，公司控股股东福建阳光集团有限公司（以下简称“福建阳光”）、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%²；若任一会计年度的业绩承诺未达成，则福建阳光应对公司进行现金补偿。10月26日，相关股票过户登记手续已完成，公司控股股东未发生变化。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、一致行动人福建康田实业集团有限公司合计持有公司43.56%股份，其中已质押股份占其所持股的比例为79.81%。

2021年4月5日，阳光控股有限公司（以下简称“阳光控股”）与泰康保险集团股份有限公司（以下简称“泰康保险”）签订《战略合作框架协议》，落实双方在项目、资金、物业等领域的合作。中诚信国际认为，公司二股东变更及与二股东关联单位的合作事项或将有助于优化公司治理水平、增强公司资源整合及获取能力，并扩展融资渠道、提升市场认可度。

近年来，公司保持较强的销售业绩增长态势，2020年公司销售业绩持续增长，维持行业较为领先的地位；优势区域深耕的同时，城市分布进一步多元化

2020年公司进一步聚焦品质，精细管理，行业地位保持稳定。根据克尔瑞，2020年度公司在福州（六区）全口径商品房销售金额及面积均位列第一；在南宁、长沙销售面积均位于第三名。公司在福州地区保持领先的市场地位，同时在中部和长三角等地区部分城市亦形成一定的市场竞争力。

项目建设方面，2020年公司新开工面积同比小幅增长，随着前期大规模的新开工项目建设推进，2020年竣工面积持续增长。

表 2：近年来公司房地产开发情况

项目	单位：万平方米		
	2018	2019	2020
全口径新开工面积	1,715	1,722	1,972
并表口径竣工面积	399	845	896

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司销售业绩呈持续上升态势，全口径

²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、2025~2029 年承诺归母净利润数分别为 101.72 亿元、111.90 亿元、123.08 亿元、129.24 亿元和 135.70 亿元。

三年年均复合增长率为 15.70%，2020 年公司销售业绩保持增长态势，全口径销售金额同比增长 3.3%，完成全年销售目标，其中权益销售金额亦同比增长 3.3% 至 1,396 亿元，当期权益比例为 64%，同比基本持平。受益于公司重点布局区域较高的景气度，2020 年以来销售均价有一定提升。根据公司年报，2021 年公司计划实现超过 2,200 亿的销售目标，2021 年一季度签约销售金额同比增长 71.57%，已完成全年目标的 22%。

表 3：近年来公司销售情况

单位：万平方米、亿元、万元/平方米

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
销售面积	1,266.38	1,713.27	1,528.52	287.56
销售金额	1,628.56	2,110.31	2,180.11	486.10
销售单价	1.29	1.23	1.43	1.69
结算面积	382.27	454.10	691.49	68.68
结算金额	555.01	587.53	788.89	63.94
结算单价	1.45	1.29	1.14	0.93

注：销售为全口径数据；结算为并表口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

区域分布方面，长三角、大福建³仍为公司核心销售贡献地区，2020年分别贡献销售金额758.65亿元和377.81亿元，其中长三角区域销售规模持续提升，占比接近35%，整体区域销售贡献较为稳定。从销售分布来看，2020年公司签约销售前十大城市销售占比48.59%，前二十大城市销售占比69.23%，同比保持稳定，城市分布仍较为分散。

表 4：2020 年公司全口径销售城市分布情况

单位：亿元、万平方米

城市	签约金额	销售面积	金额占比
福州市	196.08	118.26	8.99%
杭州市	179.40	73.38	8.23%
南宁市	111.18	104.90	5.10%
长沙市	106.89	103.58	4.90%
重庆市	97.42	85.59	4.47%
绍兴市	90.28	31.42	4.14%
昆明市	72.83	53.33	3.34%
泉州市	72.32	74.00	3.32%

³ 大福建区域包含福州、南平、宁德、莆田、乐清、温州、厦门、龙岩、漳州、泉州等城市。

苏州市	67.42	30.38	3.09%
佛山市	65.51	31.09	3.00%
宁波市	65.45	33.58	3.00%
金华市	62.13	32.72	2.85%
沈阳市	54.20	35.53	2.49%
南通市	48.64	30.27	2.23%
嘉兴市	45.19	24.34	2.07%
温州市	41.35	18.36	1.90%
台州市	38.71	25.55	1.78%
合肥市	34.72	15.47	1.59%
太原市	30.91	28.11	1.42%
无锡市	28.73	12.87	1.32%
西安市	28.59	21.42	1.31%
东莞市	27.88	8.68	1.28%
天津市	25.37	13.04	1.16%
上海市	24.39	5.86	1.12%
厦门市	23.84	14.59	1.09%
北京市	22.27	10.85	1.02%
黔南州	21.45	22.49	0.98%
大连市	21.22	10.38	0.97%
蚌埠市	21.15	17.15	0.97%
成都市	21.10	9.72	0.97%
其他城市	433.48	431.59	19.88%
合计	2,180.11	1,528.52	100.00%

注：公司其他销售城市包括南京、湖州、乌鲁木齐、广州、昆山、上饶等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，2020年公司结算金额仍保持增长态势，其中前五大结算城市分别为杭州、西安、佛山、长沙和绍兴，受结转结构影响，结算单价有所下降。

2020 年公司仍采用以销定投和高周转的投资策略，加大对长三角地区投资力度，土地储备权益占比有所提升

从土地投资方式来看，公司加强多渠道拓展土地，2020 年公司通过招拍挂和收并购形式新增土储面积的占比分别为 56%和 44%。此外，公司选择成熟旧改项目，在项目运作后期进入，实现短期确权和供货，2020 年公司在广州、昆明等地确权多宗旧改项目。

从拿地节奏来看，2020 年公司仍坚持以销定投

和高周转的投资策略，以实现内部资金平衡，全口径新增土地储备建筑面积为 1,114.64 万平方米（权益占比 65%），权益口径投资金额 402 亿元，同比下降 18%，投资策略相对谨慎。从区域布局来看，公司加大对长三角和珠三角地区的布局力度，投资金额占比分别为 32.7%和 15.1%。

表 5：近年来公司全口径新增土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、万元/平方米

	2018	2019	2020	2021.1~3
新拓展项目	80	69	68	7
新增土地储备建筑面积	1,332.52	1,268.65	1,114.64	178.16
新增项目投资款	560.25	655.62	707.43	83.91
新增土地储备楼面地价	0.42	0.52	0.63	0.47

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2020年末，公司全口径未售土地储备面积为4,251.97万平方米，权益比例为67.21%，同比有所提升。公司全口径土地储备为2020年销售面积的2.78倍，储备规模较为适中。公司土地储备分布较为分散，前十大城市占比46.34%，前二十大城市占比65.96%。从城市能级来看，公司一线和二线城市⁴土地储备占比分别为11.57%和40.97%，同比有所提升。从区域分布来看，大福建、长三角、珠三角、京津冀占比分别为11.24%、15.41%、17.30%和4.18%。公司土地储备楼面均价0.44万元/平方米，相较于当期销售均价仍处于较为合理水平。此外，中诚信国际关注公司大体量收并购项目的周转效率情况。

表 6：截至 2020 年末公司前二十大城市土地储备情况

单位：万平方米

城市	全口径未售面积	占比
广州	340.81	8.02%
长沙	330.95	7.78%
福州	222.97	5.24%
西安	217.35	5.11%
重庆	201.28	4.73%
沈阳	158.03	3.72%
佛山	148.88	3.50%
昆明	125.95	2.96%

⁴ 二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州 22 个城市。

遵义	117.91	2.77%
南宁	106.14	2.50%
太原	102.83	2.42%
北京	97.87	2.30%
漳州	94.45	2.22%
杭州	94.01	2.21%
苏州	82.36	1.94%
北海	81.09	1.91%
泉州	77.82	1.83%
菏泽	74.43	1.75%
天津	66.45	1.56%
汕尾	63.12	1.48%
合计	2,804.67	65.96%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2018~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司财务数据采用各期审计报告期末值。中诚信国际将公司其他流动负债中有息债务调至短期债务。

在结算收入增长、期间费用管控能力提升的带动下，2020 年经营性业务利润同比增长，加之参股项目中结利对当期利润总额形成补充，但主要受存货跌价影响，当期公司净利润率同比下滑，净利润率处于行业较低水平

2020 年公司收入规模同比增长 34.60%，其中房地产销售业务仍为公司收入核心构成。毛利率方面，受土地成本、融资成本和周转效率等因素影响，公司整体毛利率水平相对偏低。截至 2021 年 3 月末，公司合同负债为 2020 年房地产结算收入的 1.02 倍，对未来收入结转保障度尚可。

表 7：近年来公司主要板块收入和毛利率构成

单位：亿元、%				
收入	2018	2019	2020	2021.1~3
房地产销售	555.01	587.53	788.89	63.94
其他	9.69	22.96	32.82	11.29
合计	564.70	610.49	821.71	75.23
毛利率	2018	2019	2020	2021.1~3
房地产销售	25.65	25.53	18.88	17.99
其他	49.74	53.32	48.40	37.19

营业毛利率	26.06	26.58	20.06	20.87
--------------	--------------	--------------	--------------	--------------

注：其他收入包括建工、酒店及其他非主营业务收入等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2020 年公司期间费用同比下降 6.61%，其中受益于公司组织结构调整、管理提效等措施，销售费用和管理费用均同比下降；此外债务规模下降带动利息支出有所降低。在期间费用下降的情况下，加之结转收入增长，期间费用率显著下降，费用控制能力处于行业内较优水平。

表 8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	17.57	25.69	24.02	5.45
管理费用（含研发费用）	15.77	21.88	20.45	4.87
财务费用	6.14	9.06	8.40	1.83
期间费用合计	39.49	56.62	52.88	12.15
期间费用率(%)	6.99	9.27	6.43	16.15
经营性业务利润	68.59	66.89	75.95	0.96
资产减值损失合计	4.32	6.69	9.51	0.12
公允价值变动收益	-0.50	-0.09	1.13	--
投资收益	0.55	8.14	23.91	7.73
利润总额	63.89	67.71	88.20	8.93
净利润	39.06	43.21	54.91	4.79
净利润率(%)	6.92	7.08	6.68	6.36

注：资产减值损失含信用减值损失。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，受益于结算规模扩大及费用管控能力提升，2020 年经营性业务利润同比增长 13.54%。此外，2020 年非并表项目结算带来的投资收益同比大幅增长，对当期利润贡献明显提升。但受限价政策影响，2020 年公司对部分开发产品计提 7.97 亿元存货跌价损失。2020 年公司净利润同比增长 27.08%，但净利润率仍处于行业较低水平。

公司资产规模保持增长，同时加强财务纪律性，控制有息债务规模，财务杠杆有所下降，但仍处于相对高位

随着业务规模的扩张，2020 年末公司资产规模持续增长。受益于公司销售业绩增长及较高的回款率，2020 年末公司货币资金增至 498.05 亿元，其中受限资金及预售监管资金分别为 92.90 亿元和 60.21 亿元。随着土地投资及项目建设持续推进，公司存

货规模亦保持增长态势。其他应收款方面，由于公司对并表项目少数股东的资产拆借款增长，2020年末其他应收款同比有所上升，其中应收合联营企业款和应收合作方经营往来款分别为196.04亿元和101.08亿元。非流动资产方面，随着合作项目的增多，2020年末长期股权投资同比大幅增长；投资性房地产相对保持稳定。

表 9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	378.48	419.78	498.05	458.34
存货	1,421.72	1,758.39	1,886.13	1,992.19
其他应收款	417.44	379.92	408.40	428.12
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
总资产	2,633.97	3,075.52	3,523.02	3,602.68
预收款项	621.21	801.06	689.41	803.69
应付账款	158.14	173.22	252.51	254.93
其他应付款	215.39	310.68	662.41	614.40
总负债	2,223.67	2,566.53	2,930.45	2,995.89
少数股东权益	180.51	241.54	285.64	294.66
所有者权益	410.30	508.99	592.57	606.78
资产负债率	84.42	83.45	83.18	83.16
净负债率	183.72	144.24	102.72	106.19

注：合同资产计入存货，合同负债计入预收款项计算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着预收房款和往来拆借规模的增加，公司总负债有所增长。公司预收款项主要为预售房产收款，2020年末受结转规模较大影响而有所下降，2021年3月末随回款增加较上年末回升。应付账款主要为应付及预提工程款，随业务规模扩大亦有所增长。其他应付款随合作项目增多而增长，2020年末公司其他应付款中应付关联方往来款为328.94亿元，应付合作方款项203.20亿元，由于合联营项目公司回款的增多，导致其他应付款快速增长。

所有者权益构成方面，截至2020年末，公司实收资本、其他权益工具（永续债）、未分配利润和少数股东权益占所有者权益的比重分别为6.98%、6.75%、28.23%和48.20%，年末所有者权益规模的增长主要来自利润的累积和少数股东权益的增加。此外，2020年公司现金分红金额（含税）增至15.67亿元，占当期归属于上市公司普通股股东的净利润

比例由上年的20.19%升至30.03%。根据《关于阳光城集团股份有限公司之合作协议书》，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%，在业绩承诺期，公司分红比例及金额将保持上述水平，中诚信国际将对公司业绩承诺的完成情况保持关注。

财务杠杆方面，2020年以来公司继续控制有息债务规模，随着权益和货币资金的累积，公司净负债率有所下降。但若将其他权益工具调整至债务，公司净负债率仍处于较高水平。

2020年末存货规模持续增长，受项目竣工节点影响开发产品比重有所上升，周转效率同比提升

公司资产以流动资产为主，其中存货、货币资金和其他应收款合计占流动资产的比重在90%以上。

表 10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
流动资产/总资产	89.36	88.60	85.58	85.31
存货/流动资产	60.40	64.53	62.56	64.82
货币资产/流动资产	16.08	15.40	16.52	14.91
其他应收款/流动资产	17.74	13.94	13.55	13.93
（存货+货币资金）/流动资产	76.48	79.93	79.08	79.73
开发产品	202.45	190.67	270.50	--
开发产品/存货	14.24	10.84	14.34	--
开发成本	1,195.54	1,539.28	1,576.77	--
开发成本/存货	84.09	87.54	83.60	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

存货方面，随着公司业务体量的增长，存货规模亦呈现较快增长态势。在公司高周转经营策略的带动下，公司存货中开发产品占比相对较低，2020年末受竣工转入规模增加有所上升；同时开发成本保持增长态势，较大规模的在建及拟建项目为公司未来销售业绩增长提供支撑的同时，亦使得公司面临一定资本支出压力。资产周转效率方面，公司保持较高的项目周转速度，2020年运营效率整体有所提升。

表11：近年来公司周转率相关指标

	2018	2019	2020
存货周转率（次/年）	0.31	0.28	0.36
总资产周转率（次/年）	0.24	0.21	0.25

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

得益于债务总量控制，2020 年公司偿债指标持续优化，但有待进一步改善，且融资成本亦有下降空间

2020年公司并表项目销售回款小幅下降，但受益于合联营企业销售款回流增加，公司经营活动净现金净流入规模同比增长38.70%。受房地产收并购项目投资支出增加影响，投资活动净现金流有所下降。公司持续控制净融资规模，加之合作方投入增加，筹资活动现金流转为净流入状态。

表 12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	218.31	153.96	213.54	1.47
销售商品、提供劳务收到的现金	793.63	833.49	816.36	201.35
投资活动净现金流	-158.72	-64.19	-177.21	9.15
筹资活动净现金流	-62.91	-48.61	6.23	-19.04
总债务	1,132.27	1,153.95	1,106.72	1,102.71
短期债务	488.25	366.23	381.64	362.12
EBITDA	73.06	79.55	99.63	--
总债务/EBITDA	15.50	14.51	11.11	--
EBITDA 利息倍数	0.83	0.93	1.24	--
货币资金/短期债务	0.78	1.15	1.31	1.27
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	1.43	1.38	1.36	1.37*
经调整 EBIT 利息倍数	1.72	1.79	2.10	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020年以来公司调整投资节奏，控制有息债务总量，债务规模小幅下降。截至2021年3月末，公司短期债务占比为32.84%，债务期限结构仍有待改善。从融资渠道来看，2020年公司银行贷款、债券（境内外）和非银行类贷款占比分别为42%、37%和20%，平均融资成本下降30个基点至7.42%，仍有下降空间。

2020年公司盈利能力小幅提升，得益于债务和

融资成本的控制，公司EBITDA偿债指标有所提高，但仍有待进一步改善。此外，公司货币资金对短期债务的覆盖能力持续提高，且处于良好水平。

公司对外担保规模较大，关注或有负债风险；公司控股股东股份质押比例高，关注其备用流动性情况

财务弹性方面，截至2020年末，公司取得的银行授信总额为1,177.19亿元，未使用授信余额为548.50亿元。

受限资产方面，截至2020年末，公司受限资产规模为1,258.94亿元，占同期末资产总额比重为35.73%，受限资产比例较高，主要为货币资金、存货和投资性房地产。

此外，截至2021年3月末，公司控股股东福建阳光集团有限公司及其全资子公司和一致行动人持有公司43.56%的股权，其中79.81%已被质押，中诚信国际关注公司控股股东的备用流动性情况。

或有负债方面，截至2020年末，公司对外担保168.77亿元，主要为对合联营企业的担保。此外，当期末公司不存在重大未决诉讼⁵。

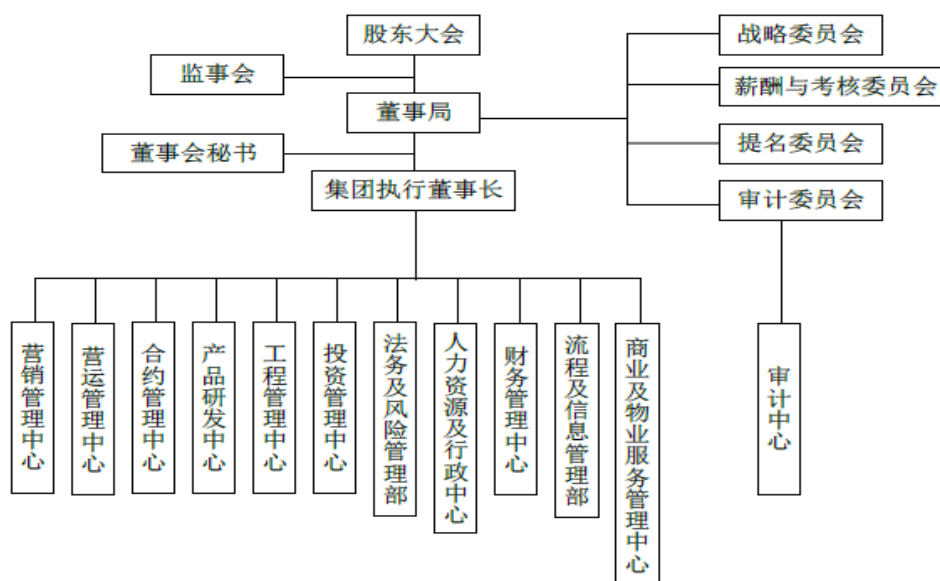
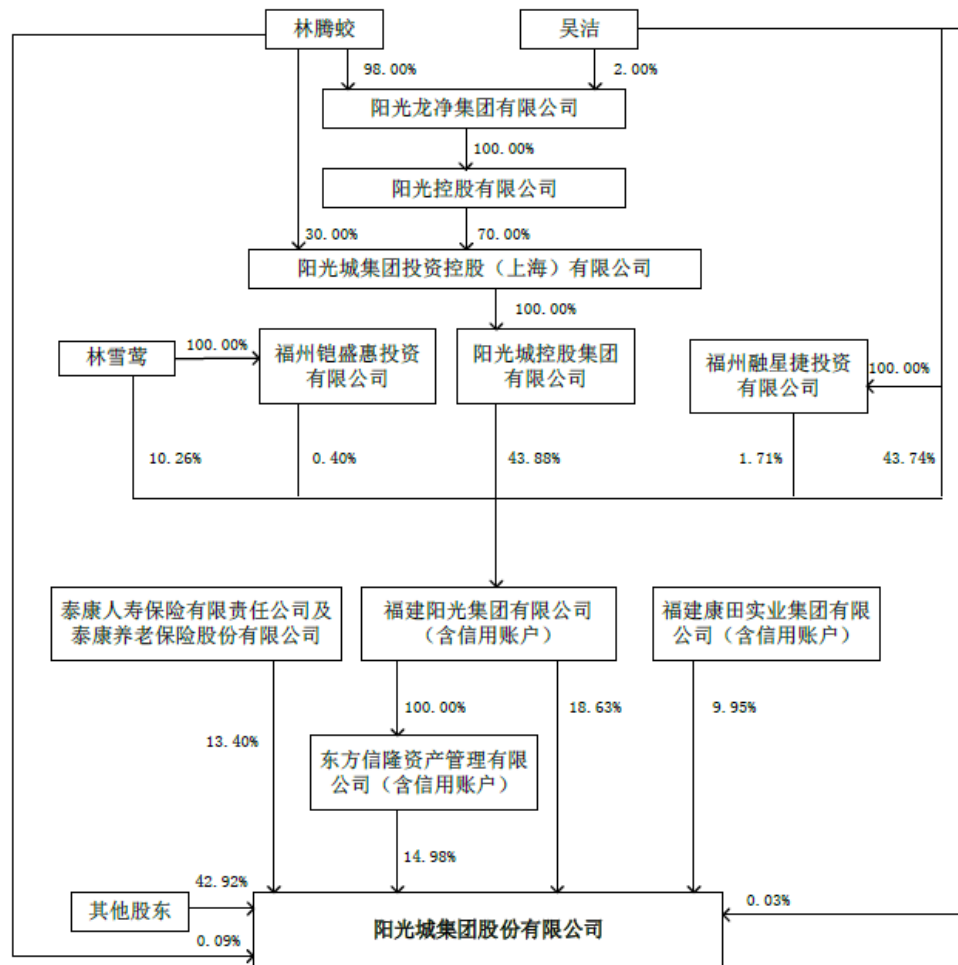
过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021年3月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持阳光城集团股份有限公司主体信用等级为AA⁺，评级展望为正面；维持“17阳光城MTN001”、“17阳光城MTN004”、“16阳城01”、“16阳城02”、“18阳城01”的债项信用等级为AA⁺。

⁵ 公司涉案金额超过公司最近一期经审计合并报表归属母公司净资产10%以上的事项视为重大诉讼仲裁事项。

附一：阳光城集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：阳光城集团股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	3,784,831.79	4,197,819.58	4,980,457.78	4,583,433.17
其他应收款	4,174,419.14	3,799,216.99	4,084,029.30	4,281,170.95
存货净额	14,217,168.62	17,583,853.00	18,861,307.10	19,921,908.53
长期投资	972,808.63	1,507,197.39	3,032,397.03	3,193,711.51
固定资产	333,604.38	414,944.56	426,863.42	424,421.10
在建工程	1,630.36	4,726.41	3,197.62	3,893.82
无形资产	82,198.25	99,362.68	97,578.26	77,350.18
投资性房地产	857,495.18	1,162,071.42	1,216,117.53	1,216,120.53
总资产	26,339,662.64	30,755,188.39	35,230,185.31	36,026,750.18
预收款项	6,212,070.18	8,010,633.04	6,894,122.95	8,036,927.27
其他应付款	2,153,942.81	3,106,767.11	6,624,148.03	6,143,953.99
短期债务	4,882,480.34	3,662,277.85	3,816,357.69	3,621,229.75
长期债务	6,440,228.07	7,877,180.43	7,250,834.54	7,405,850.12
总债务	11,322,708.40	11,539,458.28	11,067,192.23	11,027,079.87
净债务	7,537,876.61	7,341,638.69	6,086,734.45	6,443,646.69
总负债	22,236,682.20	25,665,310.45	29,304,459.80	29,958,939.02
费用化利息支出	67,343.39	99,768.18	93,956.74	--
资本化利息支出	816,014.31	759,000.00	708,486.98	--
所有者权益合计	4,102,980.44	5,089,877.94	5,925,725.51	6,067,811.17
营业总收入	5,647,009.07	6,104,937.13	8,217,124.45	752,269.27
经营性业务利润	685,881.09	668,940.97	759,541.73	9,566.07
投资收益	5,453.86	81,408.85	239,095.01	77,303.18
净利润	390,636.40	432,136.07	549,134.54	47,857.08
EBIT	706,262.86	776,830.47	975,996.26	--
EBITDA	730,635.48	795,509.72	996,339.43	--
销售商品、提供劳务收到的现金	7,936,321.61	8,334,864.87	8,163,612.02	2,013,519.88
经营活动产生现金净流量	2,183,111.41	1,539,602.24	2,135,351.27	14,657.83
投资活动产生现金净流量	-1,587,186.11	-641,921.34	-1,772,144.85	91,528.67
筹资活动产生现金净流量	-629,108.06	-486,136.75	62,314.27	-190,414.93
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	26.06	26.58	20.06	20.87
期间费用率(%)	6.99	9.27	6.43	16.15
EBITDA 利润率(%)	12.94	13.03	12.13	--
净利润率(%)	6.92	7.08	6.68	6.36
总资产收益率(%)	2.96	2.72	2.96	--
存货周转率(X)	0.31	0.28	0.36	0.12*
资产负债率(%)	84.42	83.45	83.18	83.16
总资本化比率(%)	73.40	69.39	65.13	64.51
净负债率(%)	183.72	144.24	102.72	106.19
短期债务/总债务(%)	43.12	31.74	34.48	32.84
经营活动净现金流/总债务(X)	0.19	0.13	0.19	0.01*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.45	0.42	0.56	0.02*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.47	1.79	2.66	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	1.43	1.38	1.36	1.37*
总债务/EBITDA(X)	15.50	14.51	11.11	--
EBITDA/短期债务(X)	0.15	0.22	0.26	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.83	0.93	1.24	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	1.72	1.79	2.10	--

注：将研发费用计入管理费用；将合同负债计入预收款项；公司 2021 年 1~3 月报表未经审计；因缺乏相关数据，2021 年 1~3 月部分指标无法计算；加“*”数据已经年化处理；中诚信国际将公司其他流动负债中有息债务调至短期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
净利润率	=净利润/营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

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

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

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

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。