



信用等级通知书

信评委函字[2017]跟踪080号

天地源股份有限公司：

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已发行的“天地源股份有限公司2016年非公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA，评级展望稳定；维持本次债券信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一七年四月二十八日

天地源股份有限公司 2016 年非公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2017）

发行主体	天地源股份有限公司		
发行年限	3 年期		
发行规模	10 亿元		
存续期限	2016/8/30-2019/8/30		
上次评级时间	2016/6/1		
上次评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别	AA	
	主体级别	AA	评级展望 稳定

概况数据

天地源	2014	2015	2016
所有者权益（亿元）	26.15	27.38	28.95
总资产（亿元）	140.18	173.45	191.23
总负债（亿元）	114.03	146.07	162.28
总债务（亿元）	71.09	98.01	97.31
营业收入（亿元）	32.17	29.75	37.25
营业毛利率（%）	27.51	24.95	23.19
EBITDA（亿元）	4.22	3.06	3.35
所有者权益收益率（%）	11.07	7.43	7.83
资产负债率（%）	81.34	84.22	84.86
总债务/EBITDA（X）	16.86	31.98	29.09
EBITDA 利息倍数（X）	0.63	0.41	0.45

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

唐启元 qytang@ccxr.com.cn

米五元 yym@ccxr.com.cn

吴振华 zhwh@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2017 年 4 月 28 日

基本观点

2016 年，在国家继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导，推进房地产去库存的背景下，天地源股份有限公司（以下简称“天地源”或“公司”）契合政策导向，调整销售政策，加大去库存力度，销售业绩大幅提升，且待结算资源丰富，为其未来业务发展提供有力保障。但是，中诚信证评也关注到公司财务杠杆水平较高、盈利水平下降及资本支出压力较大等因素可能对公司经营及整体信用状况产生影响。

综上，中诚信证评维持发行主体天地源主体信用等级为 AA，评级展望稳定，维持“天地源股份有限公司 2016 年非公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 AA。

正 面

- 销售业绩大幅增长。2016 年公司契合政策导向，调整销售政策，销售业绩大幅提升，全年实现合同销售面积 47.16 万平方米，合同销售金额 53.95 亿元，同比分别增长 77.76%和 75.05%。
- 待结算资源丰富，对未来业绩形成有力保障。截至 2016 年末，公司已售未结算房源形成的预收款项余额为 35.67 亿元，同比上升 66.37%，为其未来业绩形成有力保障。
- 总债务规模小幅下降，债务期限结构持续改善。2016 年公司销售回款规模较大，弥补部分项目建设资金需求，使得总债务规模有所下降；同时，随着本次债券的成功发行，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由上年末 0.42 倍降至 0.17 倍，债务期限结构持续改善。

关 注

- 公司财务杠杆比率较高。公司主要依靠债务融资进行项目开发，财务杠杆比率长期维持较高水平，截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产负债率和总资本化比率分别为 84.86%和 77.07%。

- 盈利水平持续下滑。2016 年公司抢抓去库存市场政策机遇，采取以价换量的市场营销政策，同时受结算房源区域位置影响，当年营业毛利率为 23.19%，较上年下降 1.76 个百分点。
- 资本支出压力。截至 2016 年末，公司在建项目计划总投资 284.29 亿元，尚需投资 114.02 亿元；同时，公司计划于 2017 年年度股东大会召开前，通过土地竞拍方式储备土地约 235 亩，预计将支付土地款约 58 亿元，在建项目的推进及储备土地资源，使得短期内公司面临一定的资本性支出压力。

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委托方构成委托关系外，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 and 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）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，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次债券到期兑付日有效；同时，在本次债券存续期内，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。

本次债券募集资金使用情况

经上海证券交易所“上证函【2016】1494 号文”批准，公司于 2016 年 8 月 29 日至 30 日，面向合格投资者非公开发行 10 亿元债券，募集资金扣除发行费用后，用于补充流动资金和调整公司债务结构。截至 2017 年 3 月 31 日，公司按照募集说明书中列明的募集资金使用计划，在扣除必要的发行费用后，3.50 亿元用于偿还公司部分银行贷款，剩余部分用于补充公司的流动资金。

公司已按照本次公司债券发行申请文件中关于“本次募集资金运用计划”的约定使用本次公司债券募集资金，募集资金的使用符合《发行管理办法》、《募集资金管理规定》等相关法规的规定。

重大事项

2016 年 4 月 22 日，公司发布重大事项停牌公告，因公司正在筹划非公开发行 A 股股票，经公司申请，公司股票自 2016 年 4 月 22 日起停牌。2016 年 5 月 9 日，公司公告非公开发行 A 股股票预案，拟非公开发行股票数量不超过 4.99 亿股，募集资金总额不超过 25.00 亿元，扣除发行费用后的募集资金净额将用于苏州太湖颐景项目、苏州拾锦香都项目、苏州金山项目、苏州七里香都项目和天津一里项目五个房产项目，及偿还金融机构借款。本次非公开发行相关事项已经在 2016 年 5 月 6 日召开的公司第八届董事会第七次会议审议通过，并于 2016 年 7 月 5 日收到陕西省国资委“陕国资产权发【2016】196 号文”批复同意。2016 年 8 月 11 日，公司发布《关于非公开发行股票申请获得中国证监会受理公告》（以下简称“《受理公告》”）。《受理公告》称，中国证监会依法对公司提交的《上市公司非公开发行股票》行政许可申请材料进行了审查，认为该申请材料齐全，符合法定形式，决定对该行政许可申请予以受理，并出具《中国证监会行政许可申请受理通知书》（161995 号）。2016 年 9 月 21 日，公司发布《2016 年度非公开发行 A 股股票预案（修订稿）》，本次非公开发行股票数量调整为不超过 3.55 亿股，募集资金总额不超过 17.50 亿元。但本次非公开发行股票事项尚需中国证监会核

准，若能成功发行，公司资本实力将得到进一步增强。

基本分析

受益于宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产投资增速上涨，商品房销售呈现量价齐升态势，待售面积出现近年首次下降，但区域分化更趋明显。

得益于持续宽松的行业政策环境，2016 年我国房地产市场处于明显上升周期。根据国家统计局数据显示，2016 年房地产企业累计完成房地产开发投资 102,581 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年上涨 5.9 个百分点；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，同比分别增长 22.4% 和 34.8%。从价格来看，2016 年 1~11 月全国百城住宅均价呈现逐月增长的态势，2016 年 11 月全国百城住宅成交均价达 12,938 元/平方米，较年初增长 17.34%；其中一线城市住宅均价达 40,441 元/平方米，较年初增长 20.60%；同期二线城市住宅均价达 11,697 元/平方米，较年初增长 17.03%；三线城市住宅均价达 7,359 元/平方米，较年初增长 8.82%。良好的商品房成交使得商品房库存出现近年来首次下降，2016 年末全国商品房待售面积 69,539 万平方米，同比减少 3.22%；但需关注到房地产市场区域分化现状，部分二线及三四线城市仍存在去库存压力，价格上行动力不足，不同等级城市的商品住宅市场分化明显。

图1：2014~2016年全国商品房销售情况



土地市场方面，在去库存的大背景下，2016 年全国房地产用地供给继续收紧，但土地成交金额上涨明显，区域亦有所分化。2016 年全国房地产建

设用地供应面积为 10,750 万平方米，同比下降 10.19%；同年房企购置的土地面积 22,025 万平方米，同比下降 3.45%，但由于土地均价上升、溢价率持续高位，同期土地成交款约 9,129 亿元，同比上涨 19.77%。其中，一线城市 2016 年的土地成交均价同比增加 15.98%，涨幅较上年增加 1.4 个百分点，平均溢价率约 47.06%；二线城市土地成交均价则同比上涨 70.2%，涨幅较上年提升了 56.2 个百分点，平均溢价率达 52.55%；而三线城市成交土地均价同比增加 13.50%，平均溢价率为 19.85%。

2016年以来房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导，部分重点城市调控政策升级，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

2016 年全国依旧维持去库存的房地产政策目标，继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导。具体来看，2016 年初中国人民银行、银监会宣布降低非限购城市的首付比例，同时财政部、国家税务总局、住房城乡建设部调整契税税率以降低购房成本；6 月国务院办公厅出台《关于加快培育和发展住房租赁市场的若干意见》指出，实行购租并举，培育和发展住房租赁市场，促进住房租赁市场健康发展，进一步推动房地产市场的去化进程。在全国层面陆续出台宽松的房地产政策同时，部分重点城市率先推出了严格的楼市调控政策以抑制房价的过快上涨，一线城市中以上海和深圳最为严厉；而去库存压力较大的部分二线及三四线城市则始终维持宽松的房地产政策。2016 年 3 月，上海及深圳率先提高购房首付比例并提高购房资格要求；十一期间，全国二十多个城市相继出台了限购限贷政策；11 月以来，部分重点城市继续加大了调控力度；进入 2017 年，房地产调控政策进一步趋紧，在限购限贷的基础上，厦门市、杭州市、福州市、广州市、青岛市、启东市、保定市徐水区、保定白沟新城、长乐市、常州市、惠州市、珠海市、东莞市、扬州市、成都市和海南省等还先后加入限售条款，新购住房取得产权证未满一定年限，不可上市交易，进一步抑制房地产投机炒作。持续的调控政策使得部分城市短期内购房需求得到抑制，市场成交

量收缩明显，行业政策仍是短期内影响房地产市场的重要因素。

房地产企业利润空间持续收窄，行业兼并收购的趋势明显，集中度进一步上升，优质资源将向具有规模优势的房地产企业倾斜。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。据不完全统计，2016 年 300 亿元以上百亿房企已完成及正在进行的并购案例已近 100 起，占行业并购数量的 70% 以上，资金、项目及资源等逐步向大型房企聚集。与此同时，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均进一步提升。2016 年 TOP100 房企入榜金额门槛从 2015 年的 104 亿元提高至 157 亿元，同比上升 51%，销售金额集中度亦提升 3.87 个百分点至 43.92%，占比近一半；TOP20 销售门槛提升最快，由 2015 年的 358 亿大幅增至 647 亿，同比提升了 81%，销售金额集中度则上升 1.67 个百分点至 24.73%；而 TOP10 房企销售金额门槛达到 1,100.2 亿元，同比上涨 51.73%，占全国销售额的比重达到 18.35%，较上年提升 1.27 个百分点，千亿房企已达 12 家。

业务运营

2016年公司充分研判市场，契合政策导向，及时调整销售策略，加大库存去化力度，销售业绩大幅提升。

2016 年全国继续落实“分类调控、分地施策”的政策引导，推进房地产去库存。在此背景下，公司充分研判市场，及时调整开发节奏和销售策略，加大去库存力度，促使当年经营业绩大幅增长。公司全年实现合同销售面积 47.16 万平方米，较上年同期增长 77.76%；合同销售金额 53.95 亿元，较上年同期增长 75.05%。从销售区域来看，公司房地产销售主要来自于苏州和西安两地，2016 年公司在上述两地实现的合同销售金额分别为 27.00 亿元和 15.96 亿元，占当年合同销售总额的比重分别为 50.05%和 29.59%。销售价格方面，2016 年，公司销售均价约为 11,440 元/平方米，同比下降 1.53%。

表 1: 2014~2016 年公司项目销售和结算情况

单位: 万平方米、亿元

指标	2014 年	2015 年	2016 年
签约面积	30.96	26.53	47.16
签约金额	32.08	30.82	53.95
结转面积	35.43	22.74	33.49
结转金额	30.96	28.43	35.70

数据来源: 公司提供, 中诚信证评整理

从结算情况来看, 受益于待结算资源的增长, 公司 2016 年实现房地产项目结算面积 33.49 万平方米, 同比增长 47.27%; 结算金额 35.70 亿元, 同比增长 25.57%。从结算区域来看, 2016 年公司结算项目集中在苏州和西安地区, 结算金额占当年结算总金额的比重分别为 50.27% 和 32.48%。结算均价方面, 受结算项目区域位置影响, 2016 年公司结算均价约为 10,660 元/平方米, 同比下降 12.79%。

项目运营方面, 2016 年公司以去库存为主, 延缓开发节奏, 同时西安丈八项目、天津一里项目、深圳龙华项目以及西安丹轩梓园项目部分楼栋未能按计划实现开工, 使得公司当年新开工面积同比下滑 67.38%, 为 40.78 万平方米。截至 2016 年末, 公司在建项目共 11 个, 在建面积合计为 271.78 万平方米, 同比增长 30.73%。

表 2: 2014~2016 年公司开工竣工情况

单位: 万平方米

指标	2014 年	2015 年	2016 年
新开工面积	63.57	125.00	40.78
竣工面积	44.20	53.43	36.54
项目数量 (个)	11	11	11
在建面积	208.37	207.89	271.78

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

可供出售面积方面, 截至 2016 年末, 公司在建项目可供出售面积合计 317.62 万平方米, 已预售面积 103.13 万平方米, 实际可供出售面积 214.49 万平方米。此外, 公司尚有部分已竣工项目未实现完全销售, 较大规模的实际可供出售面积, 为公司后期业务的稳定发展提供了一定基础, 但亦使得公司面临去库存压力。

跟踪期内, 公司无新增土地储备, 土地储备量随着新项目的开工而减少, 后期面临一定的土地储备压力。

在土地获取方面, 2016 年土地成本大幅上扬,

公司为控制成本和降低运营风险, 全年无新增土地储备。截至 2016 年末, 公司持有待开发土地总面积 19.25 万平方米, 规划计容总建筑面积 61.97 万平方米, 分别较 2015 年末减少 38.13% 和 47.53%。公司储备土地分别位于西安雁塔区、西安曲江新区和天津河西区, 储备土地面积占比分别为 46.35%、42.78% 和 10.87%, 其中雁塔区为西安最大的城市核心区, 曲江新区为近年西安商品住宅供应热点区域, 较好的区位优势有利于后期项目的销售。

表 3: 2016 年末公司土地储备情况

单位: 平方米

待开发土地区域	土地面积	规划计容建筑面积
西安市雁塔区	89,241.81	335,208.30
西安市曲江新区	82,373.95	247,121.85
天津市河西区	20,928.90	37,400.00
合计	192,544.66	619,730.15

数据来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

随着土地储备减少, 公司短期内面临一定的土地储备压力, 且在土地成交价格上升的现状下, 土地储备成本上升。公司 2016 年年度报告显示, 2017 年年度股东大会召开前, 公司计划通过土地竞拍方式储备土地约 235 亩, 预计成交金额为 58 亿元左右, 短期内面临一定的资本支出压力。

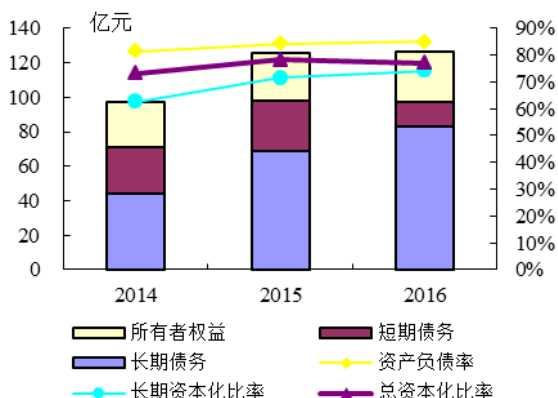
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经希格玛会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计, 并出具标准无保留意见的 2014~2016 年度审计报告。

资本结构

截至 2016 年 12 月 31 日, 公司总资产为 191.23 亿元, 总负债为 162.28 亿元, 均在上年末基础上大幅增长, 主要系项目建设投资所致。从公司所有者权益增长情况看, 截至 2016 年 12 月 31 日, 公司所有者权益 (含少数股东权益) 为 28.95 亿元, 同比增长 5.76%, 系经营盈余累积所致。从财务杠杆比率来看, 当年末公司资产负债率和总资本化率分别为 84.86% 和 77.07%, 同比分别提升 0.64 和 -1.10 个百分点。

图 2：2014~2016 年末公司资本结构

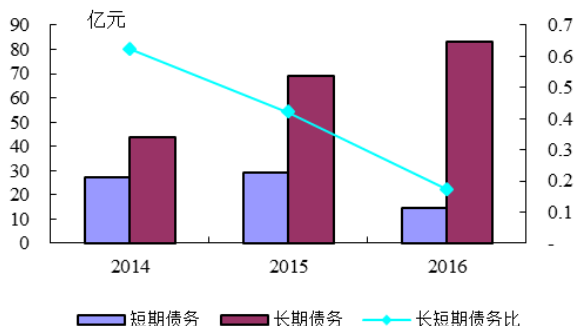


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务规模来看，由于当年公司实现销售回款 52.81 亿元，弥补部分项目建设资金需求，使得总债务规模有所下降。截至 2016 年末，公司总债务规模为 97.31 亿元，同比下降 0.72%；长期债务和短期债务分别为 82.95 亿元和 14.36 亿元，其中长期债务增加 13.95 亿元，主要系当年新发行的公司债券，短期债务规模则下降 14.66 亿元。从债务期限结构看，随着债券的发行，2016 年公司债务期限结构明显改善，长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2015 年末的 0.42 倍降至 0.17 倍。

未来资本支出方面，公司 2016 年年度报告显示，2017 年年度股东大会召开前，公司将通过土地竞拍方式储备土地约 235 亩，预计将支付土地款约 58 亿元；同时，截至 2016 年末公司在建项目计划总投资 284.26 亿元，累计已投资 170.27 亿元，尚需投资 114.02 亿元。总的来看，在建项目及计划储备土地投资规模较大，短期内公司面临一定的资本性支出压力。

图 3：2014~2016 年末公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，近年公司资产和负债规模均大幅增长，财务杠杆比率处于较高水平，但融资渠道多元

化且较为通畅，债务期限结构明显改善，整体债务风险可控。

流动性

公司流动资产规模持续保持增长，2016 年末流动资产合计为 184.98 亿元，较上年末增长 11.21%，占总资产的比重为 96.73%。从流动资产的构成来看，公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2016 年末两项占流动资产的比重为 92.12%，同比下降 0.11 个百分点，其中货币资金占比 14.05%，存货占比 78.07%。

存货方面，公司 2016 年在建规模大幅提升，年末存货相应增长，当年末存货账面价值为 144.44 亿元，同比增长 7.72%。从存货的构成来看，公司存货去化压力有所增长，当年末房地产开发产品 30.32 亿元，较上年末上升 17.79%，占年末存货账面价值的比重为 20.99%，同比上升 1.79 个百分点；房地产开发成本为 113.97 亿元，同比增长 5.33%，占年末存货账面价值的 78.90%，同比下降 1.81 个百分点。较大规模的在建项目给公司未来经营业绩提供保障的同时，也对公司后续的开发资金提供了较高要求。此外，值得注意的是，截止 2016 年末，公司共计 75.19 亿元的存货用于抵押贷款，占存货总额的 52.06%。

表 4：公司 2014~2016 年周转率相关指标

业务板块	2014 年	2015 年	2016 年
存货周转率（次/年）	0.29	0.20	0.21
总资产周转率（次/年）	0.25	0.19	0.20

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产周转率来看，2016 年，公司的存货周转率和总资产周转率分别为 0.21 次和 0.20 次，均较上年度上升 0.01 次。

现金流方面，公司充分研判市场，及时调整销售策略，销售金额大幅增长，2016 年经营性现金流由负转正，为 13.65 亿元，经营活动净现金/短期债务为 0.95 倍，能对短期债务形成一定保障。

货币资金方面，随着房产销售回款规模的大幅增长，2016 年末公司的货币资金余额同比增长 34.38%，达到 25.99 亿元，加之公司短期债务大幅降低，公司年末货币资金/短期债务为 1.81 倍，同比上升 1.14 倍，能对其短期债务形成覆盖。

表 5：2014~2016 年公司部分流动性指标

业务板块	2014	2015	2016
货币资金（亿元）	16.65	19.34	25.99
经营活动现金流净额（亿元）	-5.83	-13.99	13.65
经营净现金流/短期债务（X）	-0.21	-0.48	0.95
货币资金/短期债务（X）	0.61	0.67	1.81

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体看，公司资产以流动资产为主，存货及总资产周转效率均有所提升，同时经营性现金流好转，货币资金较为充裕，均能对短期债务形成覆盖。但同时应关注到，公司存货中开发产品占比有所提升，存货去化压力加大。

盈利能力

公司营业收入主要来源于房产开发和物业管理，其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。2016 年公司实现营业收入 37.25 亿元，同比增长 25.23%。同时，2016 年末公司预收款项余额为 35.67 亿元，同比增长 66.37%，为其未来业绩形成有力保障。从毛利水平来看，2016 年公司营业毛利率为 23.19%，当年公司抢抓去库存市场政策机遇，采取以价换量的市场营销政策，同时受结算房源区域位置影响，当年公司产品毛利率较上年下降 1.76 个百分点。同时，中诚信证评关注到，国内房地产市场区域分化继续，一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，中诚信证评对公司后期房地产开发业务的盈利能力保持关注。

期间费用方面，2016 年公司销售费用和管理费用随着业务规模的扩大而进一步增长；随着签约面积的增长，公司销售回款规模大幅增加，利息收入同比增长 162.50%，公司的财务费用支出规模得以降低。2016 年公司期间费用合计 2.52 亿元，当期三费收入占比为 6.76%，较上年下降 1.09 个百分点。

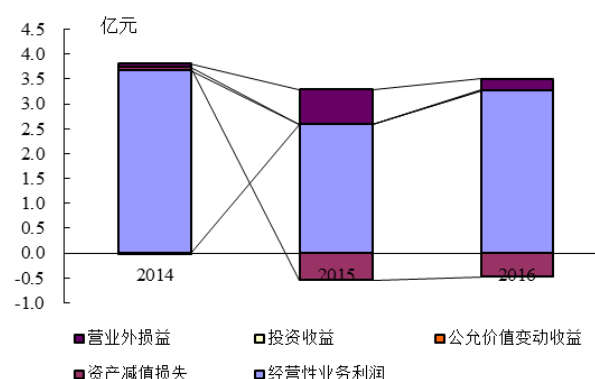
表 6：2014~2016 年公司三费分析

	2014	2015	2016
销售费用	1.25	1.29	1.40
管理费用	0.86	0.92	1.01
财务费用	0.09	0.13	0.10
三费合计	2.19	2.33	2.52
营业总收入	32.17	29.75	37.25
三费收入占比	6.80%	7.85%	6.76%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额来看，公司利润主要由经营性业务利润和营业外损益构成。2016 年，受业务规模大幅扩张影响，公司经营性业务利润规模同比增长 26.19%至 3.26 亿元；当期营业外损益规模为 0.23 亿元，主要系天津市地方税收返还款。此外，当年公司分别计提坏账准备和存货跌价准备 0.07 亿元和 0.41 亿元，共发生资产减值损失 0.48 亿元。2016 年公司实现利润总额 3.02 亿元，同比增长 9.99%。

图 4：2014~2016 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，较大规模的已售待结算资源及可供出售面积，为公司未来业绩形成有力保障。但同时我们也关注到，受房地产行业景气度波动、土地成本持续上升及公司以价换量去库存影响，公司近年盈利水平下滑。

偿债能力

从债务规模来看，2016 年公司实现销售回款 52.81 亿元，弥补了部分项目建设资金需求，使得总债务规模有所下降。截至 2016 年末，公司总债务规模为 97.31 亿元，同比下降 0.72%；长短期债务比（短期债务/长期债务）降至 0.17 倍，债务期限结构进一步改善。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额和利息支出构成，2016 年公司利润总额增长 9.99%，促使当年 EBITDA 规模上升，总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 29.09 倍和 0.45 倍，其中总债务/EBITDA 较上年下降 2.90 倍，EBITDA 利息保障倍数较上年上升 0.04 倍。总的来看，随着盈利规模的增长，公司 EBITDA 对债务的保障能力有所提升。

表 7：2014~2016 年公司偿债能力分析

	2014	2015	2016
总债务（亿元）	71.09	98.01	97.31
长期债务（亿元）	43.81	69.00	82.95
短期债务（亿元）	27.28	29.01	14.36
EBITDA（亿元）	4.22	2.95	3.24
EBITDA 利息倍数（X）	0.63	0.41	0.45
总债务/EBITDA（X）	16.86	31.98	29.09
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.87	-1.86	1.82
经营活动净现金/总债务（X）	-0.08	-0.14	0.14
资产负债率（%）	81.34	84.22	84.86
总资本化比率（%）	73.11	78.17	77.07

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与兴业银行、渤海银行等商业银行及华融信托等信托机构建立了良好的合作关系，间接融资渠道畅通。截至 2016 年末，公司商业银行及信托机构合计授信额度 85.97 亿元，未使用额度 22.97 亿元。同时，作为 A 股上市公司，公司可有效利用资本市场获取资金支持。整体来看，公司备用流动性充足，具备的财务弹性较强。

或有负债方面，截至 2016 年末，公司无对外担保，为下属子公司未清担保余额合计 46.38 亿元。

受限资产方面，截至 2016 年末，公司受限资产账面价值共计 75.44 亿元，占期末总资产的 39.45%。此外，公司以其持有的西安天地源房地产开发有限公司 100%股权（对应出资额为 3.00 亿元）、陕西东方加德建设开发有限公司的 100%股权（对应出资额 1.40 亿元）和天津天地源置业投资有限公司的 100%股权（对应出资额 2.00 亿元）进行质押，自华融国际信托有限责任公司、西部信托有限公司和苏州信托有限公司取得质押贷款，截至 2016 年末，该部分质押贷款余额为 24.30 亿元。

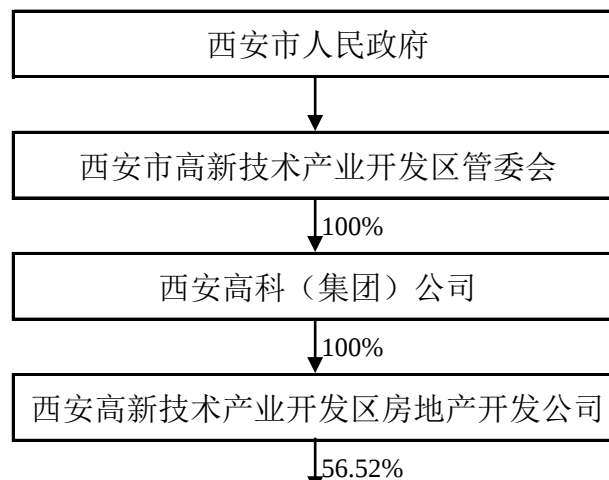
综合来看，公司的经营模式对财务杠杆依赖程度较高，且仍面临较大的资本支出压力，但考虑到公司较大规模的已售待结算资源及可供出售面积，对公司未来经营业绩形成有力保障，亦可对其债务的偿还形成保障。

结 论

综上，中诚信证评维持天地源股份有限公司主

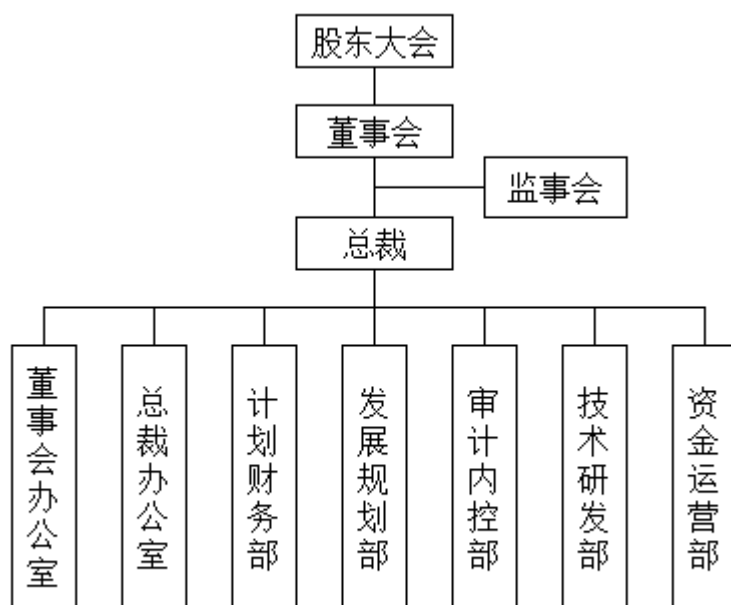
体信用等级 **AA**，评级展望为稳定；维持“天地源股份有限公司 2016 年非公开发行公司债券（第一期）”信用等级 **AA**。

附一：天地源股份有限公司股权结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



天地源股份有限公司			
主要下属子公司	持股比例	主要下属子公司	持股比例
西安天地源房地产开发有限公司	100%	深圳天地源房地产开发有限公司	100%
西安天地源曲江房地产开发有限公司	100%	惠州天地源房地产开发有限公司	100%
西安明正房地产开发有限公司	100%	深圳西京实业发展有限公司	100%
西安天地源物业服务管理有限责任公司	100%	深圳天地源物业服务有限公司	100%
西安天地源不动产代理有限公司	100%	西安创典文化传媒广告有限责任公司	70%
陕西深宝水电开发有限责任公司	51%	西安报业广告信息有限责任公司	100%
陕西东方加德建设开发有限公司	100%	宝鸡市融兴置业有限公司	60%
陕西蓝天御坊置业有限公司	100%	陕西天投房地产开发有限公司	100%
上海天地源企业有限公司	100%	榆林天投置业有限公司	60%
苏州天地源房地产开发有限公司	100%	苏州天地源木渎置业有限公司	100%
苏州平江天地源置业有限公司	100%	深圳天地源中房豪杰置业有限公司	51%
苏州天地源香都置业有限公司	100%	苏州天地源金山置业有限公司	95%
苏州天地源香湖置业有限公司	100%	天津天地源唐城房地产开发有限公司	100%
天津天地源置业投资有限公司	100%	苏州天地源香城置业有限公司	100%

附二：天地源股份有限公司组织结构图（截至 2016 年 12 月 31 日）



附三：天地源股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2014	2015	2016
货币资金	166,529.89	193,406.24	259,907.21
应收账款净额	1,696.60	2,073.67	1,899.34
存货净额	858,452.31	1,340,599.39	1,444,119.45
流动资产	1,663,308.13	1,663,308.13	1,849,784.57
长期投资	5,944.82	27,107.26	8,472.72
固定资产合计	12,025.96	11,377.10	10,909.18
总资产	1,401,834.02	1,734,498.72	1,912,305.93
短期债务	272,830.94	290,125.60	143,550.00
长期债务	438,103.36	690,016.58	829,507.95
总债务	710,934.30	980,142.18	973,057.95
总负债	1,140,318.32	1,460,726.81	1,622,775.82
所有者权益（含少数股东权益）	261,515.70	273,771.91	289,530.11
营业总收入	321,746.56	297,453.49	372,507.73
三费前利润	58,634.87	49,240.63	57,874.13
投资收益	-0.73	12.44	32.98
净利润	28,937.35	20,329.11	22,670.32
EBITDA	42,154.75	30,644.11	33,453.29
经营活动产生现金净流量	-58,340.17	-139,907.31	136,511.75
投资活动产生现金净流量	-4,858.18	-3,398.44	-2,171.08
筹资活动产生现金净流量	14,622.83	214,331.10	-69,075.94
现金及现金等价物净增加额	-48,575.52	71,025.35	65,264.73
财务指标	2014	2015	2016
营业毛利率（%）	27.51	24.95	23.19
所有者权益收益率（%）	11.07	7.43	7.83
EBITDA/营业总收入（%）	13.10	10.30	8.98
速动比率（X）	0.71	0.42	0.51
经营活动净现金/总债务（X）	-0.08	-0.14	0.14
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.21	-0.48	0.95
经营活动净现金/利息支出（X）	-0.87	-1.86	1.82
EBITDA 利息倍数（X）	0.63	0.41	0.45
总债务/EBITDA（X）	16.86	31.98	29.09
资产负债率（%）	81.34	84.22	84.86
总资本化比率（%）	73.11	78.17	77.07
长期资本化比率（%）	62.62	71.59	74.13

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

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

存货周转率=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

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

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