



跟踪评级公告

大公报 SD【2017】219 号

大公国际资信评估有限公司通过对阳光城集团股份有限公司及“15 阳房 01”、“15 阳房 02”的信用状况进行跟踪评级，确定阳光城集团股份有限公司的主体长期信用等级调整为 AA+，评级展望维持稳定，“15 阳房 01”、“15 阳房 02”的信用等级调整为 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一七年六月六日



阳光城集团股份有限公司

主体与相关债项 2017 年度跟踪评级报告

大公报 SD【2017】219 号

主体信用

 跟踪评级结果：**AA+** 评级展望：**稳定**

 上次评级结果：**AA** 评级展望：**稳定**

债项信用

债券简称	额度 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 阳房 01	15	5 (3+2)	AA+	AA	2016.05
15 阳房 02	13	5 (3+2)	AA+	AA	2016.05

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.3	2016	2015	2014
总资产	1,569.33	1,204.31	701.73	462.29
所有者权益	193.88	189.24	137.42	70.79
营业收入	24.23	195.98	223.80	138.94
利润总额	3.47	20.53	23.60	18.39
经营性净现金流	15.31	-25.81	-38.79	-56.41
资产负债率 (%)	87.65	84.29	80.42	84.69
债务资本比率 (%)	82.84	78.57	73.25	74.11
毛利率 (%)	28.67	23.31	25.56	29.14
总资产报酬率 (%)	0.78	1.81	3.41	4.20
净资产收益率 (%)	1.18	7.56	12.61	18.11
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.69	-0.64	-1.52	-2.63
经营性净现金流/总负债 (%)	1.28	-3.27	-8.12	-16.70

注：2017 年 3 月财务数据未经审计。

跟踪评级观点

阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城集团”或“公司”）主要从事住宅地产开发业务。评级结果反映了公司通过“高周转”模式实现销售金额及销售面积持续快速增长，通过“3+1+X”的区域布局使得区域内竞争力较强，土地储备较为充足及融资成本持续下降等有利因素；同时也反映了房地产业仍面临结构性调整压力，公司资产负债率仍处于较高水平，有息债务规模增长较快等以及有一定资金支出压力不利因素。

综合分析，大公对公司“15 阳房 01”、“15 阳房 02”信用等级调整为 AA+，主体信用等级调整为 AA+，评级展望维持稳定。

有利因素

- 公司仍坚持实施“3+1+X”的区域布局，区域内竞争力较强；
- 通过“高周转”模式，2016 年公司销售金额和销售面积持续快速增长；
- 公司土地储备持续增长，获取成本较低，现有土地储备能够支撑公司规模持续扩展；
- 公司融资渠道较为丰富，融资成本继续下降。

不利因素

- 房地产行业近期受宏观调控政策及部分城市调控政策的影响，行业面临结构性调整压力；
- 公司资产负债率持续攀升，有息债务规模增长较快；
- 公司在建拟建项目较多，保持较大投资量，面临一定资金支出压力。

评级小组负责人：张建国

评级小组成员：马映雪 于鸣宇

联系电话：010-51087768

客服电话：4008-84-4008

传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因受评主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

跟踪评级说明

根据大公承做的阳光城集团存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对公司的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合公司外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

发债主体

公司成立于 1991 年 8 月，前身为福建省石狮新发股份有限公司（以下简称“石狮新发”），由福建省新潮集团公司、石狮新潮工贸公司和石狮市开发企业（服装）有限公司三家乡镇企业联合发起，经福建省体改委闽体改【1991】010 号文和中国人民银行福建省分行闽银函（1991）118 号文批准，采用募集方式设立的股份制企业，设立时总股本为 8,000,000 股；后经多次股权转让和增资，1996 年 12 月 18 日石狮新发在深圳证券交易所上市（证券代码：000671.SZ）。2002 年 4 月 12 日，石狮新发第一大股东福建省新潮集团公司与福建阳光投资有限公司（以下简称“阳光投资”）签订《股权转让协议》，将持有的石狮新发法人股 26,369,280 股转让给阳光投资。本次股权转让后，阳光投资持有公司 26,369,280 股法人股，占上市公司总股本 27.71%，成为石狮新发第一大股东。2002 年，阳光投资更名为福建阳光集团有限公司（以下简称“阳光集团”），更名后，阳光集团持有公司股份 26,369,280 股，占公司总股本 27.71%，成为公司第一大股东。2004 年 2 月，石狮新发更名为“福建阳光实业发展股份有限公司”（以下简称“阳光发展”）。2004 年 3 月 19 日，经深圳证券交易所核准，公司股票简称由“石狮新发”变更为“阳光发展”，2009 年 6 月 1 日，经深圳证券交易所核准，公司股票简称由“阳光发展”变更为“阳光城”，股票代码不变。

截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 40.50 亿元，上海嘉闻投资管理有限公司（以下简称“上海嘉闻”）持股比例 18.04%；阳光集团通过直接和间接的方式持股 31.24%，为公司控股股东，吴洁¹直接享有阳光集团 46.07%的表决权，同时通过与林腾蛟签署的《一致行动协议》安排，合计享有阳光集团 89.34%的表决权，因此吴洁是公司的实际控制人。截至 2017 年 4 月 29 日，阳光集团累计已质押的股份数为 709,136,962 股（占公司总股本的比例为 17.51%）；阳光集团全资子公司东方信隆资产管理有限公司累计已质押的股份数为 554,349,044 股（占公司总股本的比例为 13.69%）；一致行动人²福建康田实业集团有限公司累计已质押的股份数为 411,773,423 股（公司总股本 10.17%）。

2016 年 9 月 1 日，公司发布《2016 年非公开发行 A 股股票预案》，拟募集资金不超过 70 亿元，本次非公开发行股票的行政许可申请已获

¹ 吴洁与林腾蛟为亲属关系。

² 福建阳光集团有限公司与福建康田实业集团有限公司于 2008 年 5 月 5 日签订《一致行动协议》。

得中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）受理，截至本报告出具日，该预案尚未核准。

2016年11月29日，在浙江产权交易所有限公司举办的企业产权竞价转让活动中，阳光城以13.51亿元竞得物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”）的三家全资子公司（以下统称“转让方”）挂牌出售转让的下属杭州中大圣马置业有限公司等15家子公司3股权组成的股权资产包（以下简称“股权资产包”），阳光城同时承接物产中大及其子公司截至2016年8月31日对标的资产合计91.18亿元的应收债权；截至本报告出具日，公司支付标的股权转让价款13.51亿元；公司已向转让方偿付76.68亿元（即承接债权金额的84%），公司后续将按照《借款偿还协议》和双方的进一步约定履行还款义务。公司目前已与交易对方办理标的股权变更工商过户手续，已有杭州中大圣马置业有限公司等14家标的公司相关股权完成了工商过户手续，尚剩江西中地投资有限公司股权未办理股权过户手续。

公司主营住宅地产开发业务，坚持“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，深耕沿海经济带，在重点发展福州、厦门、上海及周边地区市场的同时，特别关注京津冀地区的投资机会，扩大区域影响。根据克而瑞研究中心发布的《2016年中国房地产企业销售TOP200》，公司2016年实现签约销售额4487亿元，位列第26位。同时在福州地区连续四年取得销售额、销售面积双料冠军，市场占有率第一。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

债券简称	发行额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
15 阳房 01	15 亿元	2015.07.30~2020.07.30	补充流动资金	已按募集资金要求使用
15 阳房 02	13 亿元	2015.08.12~2020.08.12	补充流动资金	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2016年以来我国经济增长有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长增长的潜力

2016年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，

³ 15家子公司分别为：浙江中大圣马置业有限公司、浙江中大正能量房地产有限公司、武汉市巡司河物业发展有限公司、武汉市中大十里房地产开发有限公司、四川思源科技开发有限公司、成都浙中大地产有限公司、中大房地产集团南昌有限公司、宁波国际汽车城开发有限公司、富阳中大房地产有限公司、中大房地产集团上虞有限公司、江西中地投资有限公司、中大房地产集团南昌圣马房地产有限公司、南昌中大房地产有限公司、杭州中大银泰城购物中心有限公司和浙江物产良渚花苑房地产开发有限公司。

⁴ 含参股项目。

产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2016年，我国实现国内生产总值744,127亿元，同比增长6.7%，增速同比下降0.2个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2017年一季度，我国实现国内生产总值180,683亿元，同比增长6.9%，增速同比上升0.2个百分点。分产业看，第一产业增加值8,654亿元，比上年增长3.0%；第二产业增加值70,005亿元，比上年增长6.4%；第三产业增加值102,024亿元，比上年增长7.7%，占国内生产总值的比重为56.5%，高于第二产业17.7个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017年3月，中国制造业PMI终值为51.8%，较上月上升0.2个百分点，继续位于临界点之上。总的来看，2016年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2016年以来，世界经济复苏总体不及预期，世界银行于2016年6月将2017年世界经济增长预期由3.1%下调至2.4%。世界经济总体上仍处在危机后的深度调整之中，呈现出一种低增长、低物价、低利率、不平衡，且振荡加剧的特点。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016年11月9日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。继2016年12月14日后，美联储于2017年3月16日再次将联邦基金利率目标区间上调25个基点到0.75%至1.0%的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，世界经济复苏存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2015年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015年11月3日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017年3月，两会于北京召开，会议要求贯彻稳中求进工作总基调，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，依靠创新推动新旧动能转换

和结构优化升级，全面深化改革，预计在稳增长的基调下改革将成为2017年经济工作的一大重点。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

城镇化建设是我国房地产发展的长期驱动力，为房地产行业提供发展空间；在宏观经济增速下滑背景下，国内房地产行业繁荣期结束，宏观调控政策将持续推动房地产行业结构性调整

1991年，我国启动住房制度市场化改革，加之我国城镇化建设的推进，国内房地产行业的市场化速度逐步加快。城镇化进程推进了人口结构的转换，房地产的消费性需求、生产性需求和投资需求快速增长。1991~2016年，我国城镇化率从26.9%提升至57.4%，年均提升1.2个百分点；同期，我国商品房销售面积从0.3亿平方米上升至15.7亿平方米，年均增长率为17.2%。根据政府的发展规划，我国城镇化率将在2020年达到60%，2030年达到70%。城镇化水平的持续推进和质量的提升，将为房地产行业提供巨大的发展空间。

2005~2013年为房地产市场持续快速发展阶段，房价上涨过快、民众住房难、市场投机等问题愈加突出，行业“过热”迹象逐步显现。在此时期，政府开始加强对房地产市场的宏观调控，包括加快建立房地产市场发展的长效机制，推进市场配置与政府保障相结合的住房制度等。2010~2013年，房地产调控政策更趋于严厉，“国十一条”、“国十条”、“国五条”、“国八条”等政策相继出台。2014年，随着宏观经济增速下滑及调控政策的持续，房地产市场景气度明显下降，库存问题凸显。地方政府控制土地推出节奏，新入市土地大幅下降；同时，房地产企业以去库存为主要经营目标，开发新项目意愿普遍不强，商品房新开工面积显著缩小，开发投资增速快速回落。2015年，全年完成房地产开发投资95,979.0亿元，同比增长1.0%，增速同比下滑9.3个百分点。国内房地产行业长期繁荣期结束，开始步入调整期。2016年，全国房地产开发投资额为102,581.0亿元，同比增长6.9%，增速较2015年回升5.9个百分点。

长远来看，房地产行业仍将是国民经济的支柱产业，在整个国民经济体系中处于先导性、基础性地位，但部分城市房价上涨过快、住房供求结构性失衡等问题日益凸显，宏观调控政策将持续推动房地产

行业结构性调整。

2016 年以来，随着房地产销售市场及土拍市场热度持续攀升，不同城市因城施策，全国多个城市出台限购限贷等紧缩调控政策；公司债券审核新政的收紧将对房地产企业综合资质提出更高要求

作为投资的重要组成部分，稳定房地产投资成为对冲宏观经济下行压力的有力手段，房地产调控政策思路也因此出现重大调整。2014 年，政府工作报告提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性；2015 年，政府工作报告再次提出，我国房地产行业政策面将延续市场化和去行政化理念，坚持分类指导，因地施策，稳定住房消费，促进房地产市场平稳健康发展。

表 2 2015 年以来全国性房地产政策

时间	政策	主要内容
2015.03	税收政策调整	个人住房转让营业税免征年限由 5 年恢复至 2 年
	“3.30”新政	使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付款比例为 20%；拥有 1 套住房并已结清相应购房贷款的，再次申请住房公积金委托贷款购买普通自住房，最低首付款比例为 30%。拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的，再次申请商业性个人住房贷款购买普通自住房，最低首付款比例调整为不低于 40%
2015.11	公积金政策调整	提高贷款最低额度，二套房贷款时限取消，外地存缴公积金可在京买房。
2016.02	首付比例调整	在不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，最低首付比例调整为不低于 20%，对拥有 1 套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，最低首付款比例调整为不低于 30%。
	税收政策调整	首套房 144 平方米以上房屋契税由 3% 降至 1.5%；二套房契税由 3% 降至 1%（90 平米以下），由 3% 降至 2%（90 平米以上）。
2016.03	二套房贷款首付比调整	对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购二套房，最低首付款比例调整为不低于 40%。使用住房公积金贷款购买首套普通自住房，最低首付 20%；拥有一套住房并已结清贷款的家庭，再次申请住房公积金购房，最低首付 30%。
	税收政策调整	个人将购买不足 2 年的住房对外销售的，全额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的非普通住房对外销售的，按照其销售收入减去购买房屋的价款后的差额征收营业税；个人将购买 2 年以上（含 2 年）的普通住房对外销售的，免征营业税。

资料来源：根据相关网站整理

2016 年 3 月，政府工作报告提出完善支持居民住房合理消费的税收、信贷政策，适应住房刚性需求和改善性需求，因城施策化解房地产库存。从政策基调来看，以去库存为主旋律，维稳倾向明显。受房地产市场销量及价格不断攀升、土拍市场过热影响，2016 年 9 月至 10

月初，全国二十余城市先后发布新一轮楼市调控政策，多地重启限购限贷，主要涵盖如下三类：一是仅对非本市户籍购房者的购房数量进行限制，如杭州、武汉和天津；二是加大购房首付款的比例，如北京和天津等；三是对限购房屋的面积有所限定，例如郑州市限购 180 平方米以内的住房，厦门市限购 144 平方米以下的住房。此轮调控具有限购范围大、首付比例大幅提升、购房者门槛显著提高的特点。随着热点城市调控政策的加大和购房意愿的下降，预计未来房地产行业投资及销售热度将有所回落。

在货币政策方面，2016 年 9 月，上海证券交易所实施房地产公司债券审核新政，调整了发债准入门槛和进行分类管理，在确定资质良好、主体评级 AA 及以上的基础范围条件下，增设四类条件及五项指标，根据触发指标数量，将房地产企业划分为正常类（触发一项）、关注类（触发两项）及风险类（触发三项及以上），正常类、关注类企业可正常发行，风险类企业发债将受限。此次方案的推出限制了部分企业的发行资格，发债政策的收紧将对企业综合资质提出更高要求。

总体而言，目前房地产行业调控压力依然较大，调控方向将从行政手段逐渐转变为长效的经济手段，市场化和去行政化理念将进一步得到贯彻，抑制房地产市场的过热将成为未来一段时间的调控目标。

2016 年，受前期政策的转变有效地促进了房地产市场的回暖，商品房销售规模和全国一手房价格指数企稳回升；但受近期各地出台紧缩调控政策的影响，行业投资增速将出现下滑

2016 年，国内完成商品房销售面积 15.7 亿平方米，同比增长 22.5%；商品房销售额 117,627.0 亿元，同比增长 34.8%；商品房销售面积和销售额增幅较大。



图 1 2013 年 2 月至 2016 年 12 月我国房地产市场销售及价格变化情况 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯

价格方面，随着行情的逐步好转，房地产企业一手房价格 288 指数止跌回稳。随着交易量的提升和价格企稳，国房景气指数 2015 年 7 月起波动回升，由 2015 年 6 月的 92.6 增至 2016 年 12 月的 94.1，但仍处于历史较低水平。投资方面，2016 年，土地成交款为 9,129 亿元，同比增长 19.8%，新开工面积同比增长 8.1%，房地产开发投资同比增长 6.9%，增速较 2015 年回升 5.9 个百分点。在持续的政策、销售利好，以及持续的流动性宽松的环境下，房地产企业在一、二线的拿地和投资意愿亦有所恢复。在经历短期探底之后，温和回升。

总体而言，2016 年以来，在房地产调控政策的陆续推出，以及宽松的货币政策支持下，国内房地产市场销售和价格方面已实现企稳回升，宽松货币政策在需求和供给两个方面对房地产市场形成较强的支持，但目前房地产企业仍以去库存为主要目标，同时伴随不同城市的紧缩调控政策出台，预计未来房地产行业投资增速将出现下滑。

2016 年，前期市场回暖使得库存压力得到一定释放，但市场分化日益明显；一、二线城市政策的向好带动了市场的回暖，但三线及以下城市库存问题仍然突出；2016 年 9 月以来，随着部分城市调控政策的实施，商品房销售增速将有所放缓

从城市分类来看，一、二线城市对房地产市场政策较为敏感，政策刺激对三线及以下城市房地产市场的效果一般。2016 年 2~4 月，一、二线城市价格持续攀升，市场成交持续向好，库存压力得到有效释放；2016 年 4 月以来，一方面一线及热点二线城市因城施策，出台收紧政策，另一方面部分压力较大的城市仍继续出台上调公积金贷款额度，提供购房补贴等刺激政策，因此一线城市房价再次进入调整，二线城市价格增速有所放缓，三线及以下城市价格则呈现小幅的波动，房地产利好政策对三线及以下城市刺激有效性一般，区域仍面临较大的去库存压力；2016 年 9~10 月初，受全国二十余城市先后发布新一轮楼市调控政策影响，全国商品房价格增速环比有所回落，一、二线城市增速下滑显著。

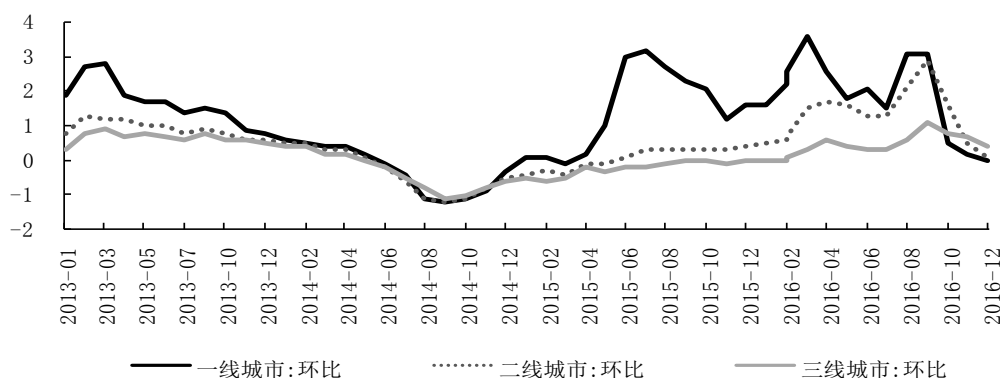


图 2 2013 年 1 月至 2016 年 12 月我国 70 个大中城市新建住宅价格指数环比情况 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯



根据易居研究院发布数据,2016年12月,35个城市中,一、二、三线城市新建商品住宅存销比分别为7.2个月、8.6个月和12.4个月,环比均有所下降,三类城市的去化速度均有提高,其中三线城市下滑幅度较大,但由于房地产库存基数大,三线城市仍面临较大的库存压力。

因此,本轮房地产市场的回暖主要源自于一、二线城市的拉动,区域房地产市场分化更为显著;一、二线城市市场逐步向好,而三线及以下城市的高库存问题仍然较为严峻,但是,随着一线及部分热点二线城市调控政策的进一步实施,商品房销售增速将有所放缓。

经营与竞争

住宅地产仍是公司收入和利润的主要来源;受2016年结转业态类型的影响,营业收入及利润有所下降,毛利率持续下降

住宅地产仍为公司收入和利润的主要来源,均保持在90%以上,贸易业务及其他业务作为补充,其他业务主要包括酒店业务及商管业务等,毛利率较高,但对收入和毛利润的贡献较小。2016年,受结算业态类型中低售价的车库及高层占比较高的影响,公司营业收入为195.98亿元,同比下降12.43%,毛利率为23.31%,同比下降2.25个百分点。由于公司战略规划以住宅地产为主,公司贸易规模逐渐收缩,未来将不再从事贸易业务,贸易规模逐步下降,2016年贸易收入同比大幅下降11.85亿元,毛利率仍为负值,主要是受有色金属贸易行业不景气影响,产品价格下降所致。2017年1~3月,公司实现营业收入为24.23亿元,同比略有增长,毛利率为28.67%,同比下降4.63个百分点。

预计未来1~2年,公司仍将保持以住宅地产为主的经营结构,业务规模将继续扩大。

表3 2014~2016年公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况⁵（单位：亿元、%）

项目	2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	195.98	100.00	223.80	100.00	138.94	100.00
住宅地产	193.70	98.84	211.12	94.33	130.04	93.59
贸易	0.56	0.28	12.41	5.54	8.76	6.30
其他	1.72	0.88	0.28	0.13	0.14	0.10
毛利润	45.67	100.00	57.21	100.00	40.49	100.00
住宅地产	44.75	97.97	57.16	99.91	40.32	99.58
贸易	-0.01	-0.03	-0.05	-0.09	0.04	0.10
其他	0.94	2.061	0.10	0.17	0.13	0.32
毛利率		23.31		25.56		29.14
住宅地产		23.10		27.07		31.01
贸易		-2.58		-0.40		0.46
其他		54.76		35.71		92.86

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司具备专业化地产开发能力，区域内竞争力较强；公司通过“高周转”模式实现2016年签约金额和签约面积持续增长

公司由福建起步，2012年总部由福州搬至上海，并开始在上海为中心的长三角地区扩展项目。公司始终坚定执行“精选城市+丰富产品线”定位策略及“区域聚焦、深耕发展”的发展战略，深耕沿海经济带，重点发展福州、厦门、上海及周边地区市，已经成功拓展长三角、京津冀为新的增长极，进一步树立和提升公司品牌形象。公司建立并不断完善一切从客户出发、细分市场领先、高周转的强运营保障平台，不断提高运营管理效率。2016年，公司持续三年获得中国房地产开发企业运营效率第一名⁶。

公司依托专业的战略投资团队，在购买地块前充分分析和关注项目的销售净利润率等核心指标，实现审慎的投资决策。项目储备上，公司以满足未来两到三年的开工需要为尺度，保持合理的储备规模；项目定位上，公司坚持顺应地产调控政策的要求，重点关注刚性需求和首次改善需求人群，精确细分客户需求，积极推出适销产品，经过多年的发展，已形成成熟的住宅产品线，涵盖城市豪宅、浪漫城邦、时尚公寓和生态别墅等系列，同时拓展办公、商业综合体和酒店等商业产品线。项目开发上，公司依托成熟可供复制的产品体系，实现快速开发，并通过建立行之有效的生产管理系统，严控关键节点，有效缩短项目开发周期；项目销售上，公司辅以合理的产品定价和灵活的营销策略，实现项目的快速去化，促进公司销售的稳健发展。公司实

⁵ 公司未提供2017年1~3月经营明细情况。

⁶ 数据来源：中国房地产协会。

行高周转策略以来，项目从取地到开盘的周期逐步缩减到6~8个月，公司不仅通过产品标准化、提高管理效率等常规手段保障快速开发，同时通过适当的产品搭配策略，实现快速开盘及资金回笼。此外，公司已建立完善成本管理体系，力求将低成本落实到土地、资金、研发、总包、中包、各条线，公司全面执行费用预算、跟踪、控制流程和标准，成本管控切实有效。

表4 2014~2016年及2017年1~3月公司房地产业务主要运营数据（单位：万平方米、亿元）

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
新开工面积	106.24	300.88	145.25	270.37
竣工面积	14.11	180.92	252.25	142.92
签约销售面积	96.70	360.66	237.04	175.80
签约销售金额	155.20	462.42	298.21	230.69
结算面积	21.01	145.41	143.19	120.64
结算金额	23.47	193.70	211.12	130.04

数据来源：根据公司提供资料整理

受益于公司“3+1+X”的区域布局及“高周转”模式，2016年，公司签约销售金额为462.42亿元，同比增长55.07%；签约销售面积为360.66万平方米，同比增长52.15%；2016年，结算面积为145.41万平方米，同比略有增长，但结算金额同比下降8.25%，主要为2016年公司结算业态类型中低售价的车库及高层占比较高。2017年1~3月，公司签约销售金额为155.20亿元，同比增加80.20亿元；签约销售面积为96.70万平方米，同比增加59.10万平方米。

从销售区域上来看，阳光城重点布局“大福建”及长三角地区，2016年公司在福州、厦门、上海、杭州及苏州的签约销售额分别为131.11亿元、75.65亿元、65.90亿元、48.08亿元和38.67亿元。截至2016年末，公司已连续四年位列福州房地产企业销售金额及面积第一名，保持区域市场龙头地位，区域优势明显。

公司坚持实施“3+1+X”的区域布局，持续深耕“大福建”⁷地区、长三角及京津冀地区，拓展珠三角地区和西部战略城市的投资机会；获取土地方式较为灵活，公司土地储备较为充足，现有土地储备能够支撑公司规模持续扩张

公司主要通过招拍挂和收购的方式获取土地，坚持实施“3+1+X”的区域布局，持续深耕大福建地区、长三角及京津冀地区，积极关注珠三角地区和西部战略城市⁸的投资机会。2016年以来，项目收购已成为公司最主要的土地获取方式，该种模式有助于公司规避土地招拍挂市场的激烈竞争所带来的高溢价率且拿地成本相对较低。

⁷ 大福建地区是指公司已形成的以福州、厦门两大城市为核心，分别辐射闽北、闽南区域，全面覆盖海西的发展格局。

⁸ 公司在战略城市的土地储备包括长沙、成都、郑州、西安和太原等城市。

从新增项目情况来看,2016年公司新增土地储备25个,新增计容建筑面积977.80万平方米,同比大幅增加662.47万平方米,其中通过公开招拍挂获取12个项目,成交价格156.27亿元,计容建筑面积141.90万平方米;通过收并购共计获得13个项目,成交价格为124.96亿元,计容建筑面积835.90万平方米。从土地储备区域分布情况来看,2016年公司新进入广州、佛山、东莞、长沙、成都、郑州、武汉、南昌等八个城市,完成了“3+1+X”(长三角、京津冀、珠三角+大福建+战略城市点)的战略布局。2016年,公司新增的土地计容建筑面积为977.80万平方米,其中“大福建”区域新增的土地计容建筑面积为62.08万平方米;长三角区域新增的土地计容建筑面积为106.21万平方米;京津冀地区新增的土地计容建筑面积为3.91万平方米;珠三角地区新增的土地计容建筑面积为473.18万平方米;战略城市新增的土地计容建筑面积为332.42万平方米。

表5 截至2016年末公司土地储备情况(单位:万平方米、亿元、元/平方米)

区域	土地储备面积	规划总建筑面积	土地款	楼面价
福州	154.61	468.42	189.53	4,046.14
厦门	89.17	173.00	54.94	3,175.61
上海	4.76	67.96	104.06	15,311.92
苏州	98.77	116.85	53.24	4,555.99
杭州	86.8	102.06	119.33	11,692.14
北京	15.68	15.68	33.03	21,065.05
东莞	14.97	14.97	16.76	11,195.72
佛山	1.44	1.44	1.08	7,500.00
广州	351.17	387.00	47.85	1,236.43
长沙	266.94	282.94	38.40	1,357.18
成都	11.2	11.20	10.78	9,625.00
郑州	31.8	31.80	28.24	8,880.50
西安+兰州+太原	340.58	546.32	45.85	839.25
合计	1,467.89	2,219.64	743.08	3,347.77

注:土地储备面积为规划计容建筑面积-累计竣工面积。

数据来源:根据公司提供资料整理

2016年末,公司土地储备面积(未考虑权益部分)为1,467.89万平方米,其中大福建、长三角、京津冀、珠三角及西部战略城市土地储备面积分别占比16.61%、12.97%、1.07%、25.04%和44.32%。2017年1~3月,公司新增土地储备17个,截至2017年3月末,公司土地储备面积为(未考虑权益部分)为1,706.76万平方米。总体来看,公司现有土地储备充足,能够满足其未来2~3年的持续开发,同时公司土地储备主要集中在战略地区,存在一定去化压力。

公司融资渠道较为丰富，为公司获取土地及开展项目提供资金保障；随着低利率融资方式占比的提高，公司融资成本继续降低

从融资渠道看，公司除通过开发贷及流动资金贷款外，还通过发行债券和股权融资等多种方式筹集资金来替换前期融资成本较高的信托类借款，多元化的融资渠道为公司获取土地及开展项目提供了保障。截至 2016 年末，公司累计发行债券共 12 期，债券累计额度为 154 亿元，公司融资期限结构有所调整，长期融资有所增加。2016 年，随着公司融资渠道的增加，债券融资和银行贷款等低利率融资占比的提高，公司平均融资成本进一步降至 8.42%。

表 6 2014~2016 年末公司融资变化情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年末		2015 年末		2014 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
银行贷款	294.88	42.50	79.45	21.33	71.02	35.05
非银行类贷款	245.35	35.37	226.18	60.73	131.61	64.96
债券	153.54	22.13	66.80	17.94	-	-
融资总金额	693.76	100.00	372.43	100.00	202.61	100.00
平均融资成本	8.42		9.41		10.72	

数据来源：根据公司提供资料整理

直接融资上，公司积极利用资本市场融资工具，2014 年 11 月顺利完成向多家机构投资者的定向增发，募集资金 25.31 亿元，为存量及新增项目的开发建设提供资金支持。2015 年 12 月，公司完成向上海嘉闻定向增发，募集资金 44.51 亿元，将全部用于投资上海杨浦平凉路项目、上海唐镇项目、杭州翡丽湾项目和西安上林雅苑项目，本次非公开发行为公司开发建设房地产项目提供有力的资金保障，进一步优化了资本结构，增强公司未来的持续经营能力。2016 年 9 月 1 日，公司发布 2016 年非公开发行 A 股股票预案，拟募集资金不超过 70 亿元，全部用于福州大都会项目、上海杨浦大桥 101 地块项目、杭州文澜府项目（杭州上塘项目）、杭州上府项目、苏州愉景湾项目、苏州丽景湾项目、苏州丽景湾 PLUS 项目，2016 年 11 月 26 日，本次非公开发行股票的行政许可申请已获得中国证监会受理，但尚需中国证监会核准。综合来看，国内债券市场的政策变化拓展了公司的直接融资途径，通过多元化融资调整债务结构，公司资金成本压力在一定程度上得到了缓解，同时定向增发及引进战略合作者，也有利于公司资本结构的优化，并且随着合作深入，公司融资期限将进一步延长，有利于进一步优化融资结构。

公司治理与管理

公司董事会授权充分，规范的职业经理人团队及扁平化管理仍有利于提升团队执行效率；随着业务规模的持续扩张，公司仍面临一定的管理扩张风险

截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 40.50 亿元，实际控制人为吴洁。公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理规则》和中国证监会、深圳证券交易所的法律法规规定，建立了较完善的法人治理结构及生产经营管理机构。公司不断完善公司法人治理机构，建立健全内部控制制度，规范公司运作。公司股东大会、董事会、监事会及各经营层职责明确，确保公司安全、稳定、持续发展。

公司的管理团队秉承“简单透明、结果导向、同甘共苦”企业文化理念，形成了从拿地到设计、运营、工程、营销、财务的系统化运营专业团队。公司董事会授权经营团队在单笔金额不超过公司最近一期经审计的合并报表归属于母公司所有者权益金额的 200%额度内决定并全权参与和处理土地或者项目竞买的有关事宜，内部设立投资决策委员会，委员拥有投票权和定价权，通过组织系统的方式解决投资风险问题。公司总部和地区公司之间的关系的管理原则通过“授权体系”实施，简化管理层级，真正做到扁平化管理。公司总部制定标准、规范流程支持地区公司业务，在价值观、人才标准及财务规范性等方面建立强势标准，在有规模效应的领域和关键风险点上集权管理。地区公司负责项目运营，地区公司总经理在地区公司竞争策略、产品创新、项目运营、营销创新等方面拥有实质性责任和权利。随着业务规模的持续扩大以及深耕发展区域的不断延伸，公司在人力资源储备、风险控制及项目管理等方面积累时间较短，未来仍面临一定管理风险。

公司坚定实施“3+1+X”的区域布局，持续深耕“大福建”地区、长三角及京津冀地区，拓展珠三角地区和西部战略城市的投资机会，重点布局最具发展潜力的成长性城市；坚持高周转的运作模式，逐步提升“精准投资、高效运营、适销产品”的核心竞争力。

公司具备专业化地产开发能力，在区域内具有较强的市场竞争能力，公司通过“高周转”模式实现 2016 年签约金额和签约面积高速增长。同时公司土地储备较为充足，区域布局较完善，能够支持公司未来业务的拓展。此外公司融资渠道较为丰富，随着公司多样化的融资渠道与手段，资金成本显著降低，为获取土地及开展项目提供了保障。综合来看，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了 2016 年及 2017 年 1~3 月财务报表。立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年财务报表进行了审计，出具了

标准无保留意见的审计报告。2017年1~3月财务报表未经审计。

资产质量

2016年以来，公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主；存货在流动资产中占比仍保持在很高水平；同时，受限资产规模较大，对资产流动性产生一定影响

2016年以来，公司资产规模随着业务的拓展而持续增长，仍以流动资产为主，其中存货在流动资产中仍保持很高的占比。截至2017年3月末，公司总资产为1,569.33亿元，较2016年末增长30.31%，流动资产占总资产的比重为95.80%。公司流动资产仍主要由存货、货币资金、预付款项和其他应收款等构成。

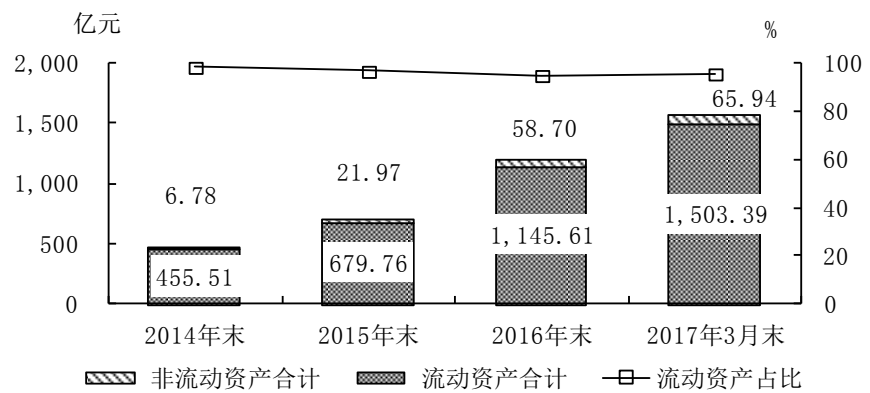


图3 2014~2016年末及2017年3月末公司资产结构

2016年末，公司存货为747.21亿元，同比增长76.30%，一方面为公司增加土地储备和项目投入所致，另一方面为公司存货新增土地整理6.35亿元⁹；公司存货占总资产的比重为62.04%，其中开发产品和开发成本分别占存货的比重为13.48%和85.15%，库存结构保持在合理水平，此外，公司开发成本主要集中在福州、上海、苏州、杭州等地区，整体现房去化情况较好；公司共计提存货跌价准备14.65亿元，同比下降36.15%。

⁹ 为收购深圳大爱城房地产有限公司所属罗湖区南湖街道连城工业厂房城市更新项目，该项目涉及拆迁重建建筑面积为0.52万平方米，与大业主签订的补偿总额为0.69亿元，已支付0.57亿元，本项目已取得100%业主的更新意向，并办理了立项申报及专项规划审批手续，项目已列入深圳市罗湖区域更新局《2016年深圳市更新单元计划罗湖区第一批计划》，但尚未确权。

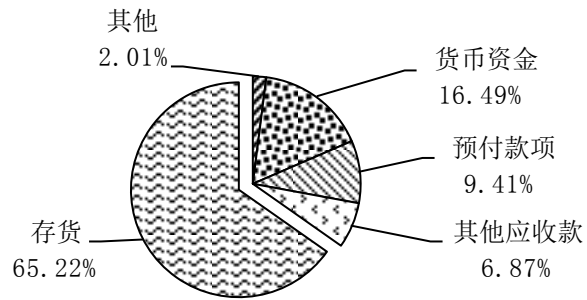


图 4 2016 年末公司流动资产构成

2016 年末，货币资金为 188.89 亿元，同比增长 36.93%，主要为公司房地产业务回款及债券融资增加，其中受限货币资金为 25.81 亿元，主要为保证金。

2016 年末，公司预付款项为 107.81 亿元，同比增长 25.46%，主要为预付土地款，账龄在一年以内的预付款项占预付款项余额的比重为 91.32%，预付款项前五名总额为 73.66 亿元，占预付款项余额比重为 68.33%。

表 7 2016 年末公司其他应收款前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	年限	期末余额	占其他应收款比例	是否关联方
中大房地产集团有限公司 ¹⁰	债权受让意向金或受让预付款	1 年以内	26.51	33.15	否
福州融锦欣泰房地产开发有限公司	合作往来款	1 年以内或 1~2 年	11.50	14.38	是
厦门象阳投资有限公司 ¹¹	收购时承接的债权	1 年以内	7.92	9.90	是
华鑫通国际招商集团股份有限公司	合作往来款	1 年以内	4.44	5.55	否
上海升龙投资集团有限公司	合作往来款	1~2 年、2~3 年、3 年以上	3.90	4.88	否
合计	-	-	54.27	67.86	

2016 年末，公司其他应收款为 78.72 亿元，同比大幅增加 61.38 亿元，主要为 2016 年随着公司并购及通过合作方式开发项目的增加，使得股权或债权受让意向金或受让预付款及与联营、合营企业及子公司合作方股东的往来款大幅增加所致；其中来自合作方的往来款为

¹⁰ 公司收购物产中大下属 5 家公司股权，根据产权交易合同，公司应承接债权共 91.18 亿元，公司已支付 27.35 亿元，其中承接中大房地产集团有限公司 26.51 亿元的债权。

¹¹ 公司全资子公司以 2.50 亿元受让公司关联方阳光城控股持有厦门象阳投资有限公司（以下简称“象阳投资”）50%的股权，同时 7.92 亿元受让阳光城控股对象阳投资同等金额债权。

13.67 亿元，股权或债权受让意向金为 32.04 亿元；公司共计提坏账准备 1.26 亿元，同比增加 0.88 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司存货为 1,000.02 亿元，较 2016 年末增长 33.83%，主要为公司收购物产中大资产包使得土地储备增加和项目投入增加所致；货币资金为 296.68 亿元，较 2016 年末增长 57.06%，主要为公司发行多期债券同时签约销售回款较好所致；预付款项为 104.14 亿元，较 2016 年末略有下降；其他应收款为 72.83 亿元，较 2016 年末略有下降；流动资产其余各主要科目较 2016 年末变化不大。

公司非流动资产仍主要由投资性房地产、其他非流动资产、长期股权投资及固定资产构成。

2016 年末，公司投资性房地产为 20.57 亿元，采用公允价值计量，同比增长 65.11%，主要为福州阳光城翡丽湾、福州奥体阳光花园和上海阳光城 MODO 自由区等竣工由存货转入及持有型物业增值所致，其中未办妥产权证的投资性房地产共计为 14.00 亿元，目前正在办理；其他非流动资产 17.61 亿元，同比增加 11.89 亿元，主要为预付物产中大股权收购款所致；长期股权投资为 10.02 亿元，同比增加 8.59 亿元，主要为增加投资联营企业所致；固定资产为 6.84 亿元，同比增加 4.73 亿元，主要为项目配建酒店完工及并购转入带来的增长。

截至 2017 年 3 月末，公司投资性房地产为 34.90 亿元，较 2016 年末增长 69.66%，主要为公司收购杭州中大圣马置业有限公司下的杭州中大银泰城项目转入投资房地产所致；其他非流动资产为 4.97 亿元，较 2016 年末下降 71.78%，主要为并购物产中大资产包原预付物产中大股权款转出所致；长期股权投资为 9.91 亿元，较 2016 年末略有下降；固定资产为 7.65 亿元，较 2016 年末增长 11.73%。非流动资产其余各主要科目较 2016 年末变化不大。

2016 年及 2017 年 1~3 月，公司存货周转天数分别为 1,402.38 天和 4,549.45 天，随着住宅开发规模的扩大，公司存货开发成本大幅增加，公司存货周转效率较低；应收账款周转天数分别为 12.65 天和 24.35 天。

截至 2017 年 3 月末，公司受限资产总额为 576.46 亿元，占总资产的比重为 36.73%，占净资产的比重为 297.33%，受限资产规模较大，对资产流动性产生一定影响。其中货币资金为 22.58 亿元，用于担保及贷款的保证金；存货为 512.94 亿元；预付账款为 32.59 亿元；无形资产为 3.33 亿元；投资性房地产为 5.01 亿元，均用于融资抵押。

综合来看，公司资产规模随业务拓展继续增加，资产结构较为稳定，流动资产占比极高；存货结构较为合理。同时，受限资产规模较大，对资产流动性有一定的影响。

资本结构

2016年以来，随着经营规模扩大，公司总负债持续增长，仍以流动负债为主，但非流动负债占比大幅提升，有息债务规模持续扩大；受融资规模的扩大，公司资产负债率仍处于较高水平

2016年末，公司负债规模持续增长，仍以流动负债为主，但流动负债占比同比下降19.88个百分点，非流动负债上升至48.62%，主要为公司加大债券融资力度，应付债券及长期借款增加较多。

截至2017年3月末，公司负债为1,375.45亿元，较2016年末增长35.50%，流动负债占总负债的比重为54.48%。

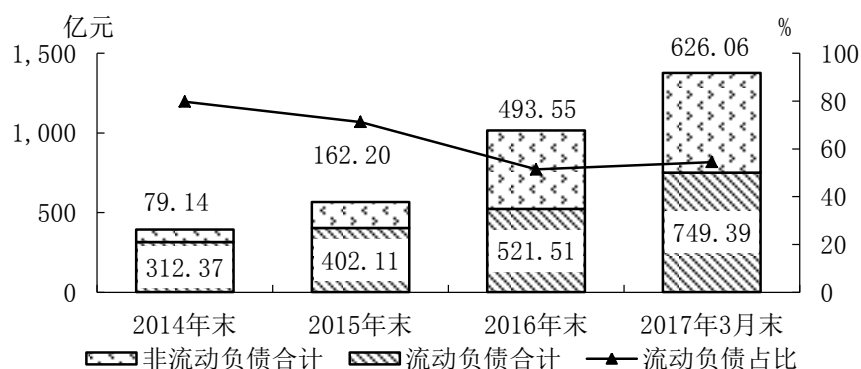


图5 2014~2016年末及2017年3月末公司负债结构

公司流动负债仍主要由预收款项、一年内到期的非流动负债、短期借款、应付账款和其他应付款等构成。

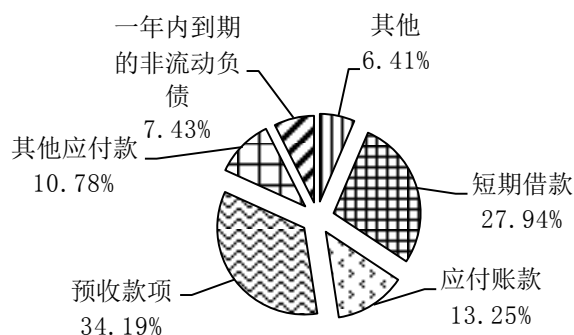


图6 2016年末公司流动负债构成情况

2016年末，公司预收款项为178.31亿元，同比增长82.80%，占总负债的比重为17.57%，主要为预收房款，有助于公司未来收入的保障；短期借款为145.72亿元，同比下降13.87%，其中抵押担保借款占短期借款的比重为72.78%；应付账款为69.10亿元，同比增长27.97%，主要由应付及预提工程款构成；其他应付款为56.22亿元，同比增加43.11亿元，主要为合作方、关联企业往来款、应付股权款以及保证金押金，其中往来款为20.14亿元，应付股权款为8.40亿元；一年内到

期的非流动负债为 38.76 亿元，同比减少 8.69%，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2017 年 3 月末，公司预收款项为 285.37 亿元，较 2016 年末增长 60.04%，主要为预收购房款增加；短期借款为 151.04 亿元，较 2016 年末略有增长；应付账款为 68.66 亿元，较 2016 年末略有减少；其他应付款为 66.24 亿元，较 2016 年末增长 17.81%；一年内到期的非流动负债为 135.83 亿元，较 2016 年末增加 97.07 亿元，主要为部分长期借款将在 1 年内到期；流动负债其余各主要科目较 2016 年末变化不大。

公司非流动负债仍主要由长期借款和应付债券构成。2016 年末，公司长期借款为 337.90 亿元，同比增加 243.91 亿元，主要为业务规模扩大导致借款大幅增加所致；应付债券为 152.52 亿元，同比增加 85.71 亿元，主要为公司共发行 6 期公司债所致。

2017 年 3 月末，公司长期借款为 439.30 亿元，较 2016 年末增长 30.01%；应付债券为 184.13 亿元，较 2016 年末增长 20.73%，主要为公司于 2017 年 03 月发行一期 20 亿中期票据所致。

表 8 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
短期有息债务 ¹²	312.60	203.34	215.45	123.50
长期有息债务	623.43	490.42	160.80	79.12
总有息债务	936.03	693.76	376.25	202.61
短期有息债务/总有息债务	33.40	29.31	57.26	60.95
总有息债务占总负债比重	68.05	68.35	66.67	51.75

有息债务方面，2016 年公司总有息债务规模增长较快，主要是公司加大融资力度，发行多期债券工具及长期借款的增加使得长期有息债务大幅增加所致。2016 年末，公司总有息债务为 693.76 亿元，同比大幅增长 84.38%，长期有息债务占总总有息债务的比重增至 70.69%，同比增加 27.95 个百分点，债务期限结构由短期有息债务为主转为以长期有息债务为主，受益于近年来公司发行多期债券工具及长期借款的增加的影响，其债券期限结构不断优化，以长期有息债务为主的期限结构与项目开发周期更为匹配，但同时公司总有息债务规模增速较快，2017 年 3 月末，公司总有息债务为 936.03 亿元，较 2016 年末增长 34.92%，规模继续攀升。

从期限结构来看，截至 2017 年 3 月末，公司一年以内到期的有息债务为 312.60 亿元，占总总有息债务的比重为 33.40%，仍存在一定短期偿付压力。

¹² 2017 年 3 月末公司应付票据不含息。

表 9 截至 2017 年 3 月末公司有息债务期限结构 (单位: 亿元、%)

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	4 年以上	合计
金额	312.60	318.63	180.50	31.37	92.93	936.03
占比	33.40	34.04	19.28	3.35	9.93	100.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

2016 年末, 公司所有者权益为 189.24 亿元, 所有者权益继续增长, 主要来自于未分配利润和少数股东权益的增加; 公司向股票期权激励对象定向发行新股募集资金 0.35 亿元, 2016 年末, 公司股本增至 40.50 亿元; 资本公积为 36.27 亿元, 资本公积同比增长 76.16%, 主要为股本溢价所致; 未分配利润为 48.20 亿元, 主要为利润的积累; 少数股东权益为 57.21 亿元, 少数股东权益同比增加 39.98 亿元, 主要为公司通过新设立及非同一控制下合并方式新增非全资子公司所致。2016 年末, 少数股东权益占所有者权益的比重为 30.30%, 少数股东权益规模较大, 对公司净资产的稳定性可能产生一定影响。

截至 2017 年 3 月末, 公司所有者权益为 193.88 亿元, 较 2016 年末略有增长; 股本仍为 40.50 亿元; 资本公积为 35.49 亿元, 较 2016 年末略有下降; 未分配利润为 50.31 亿元, 较 2016 年末略有增长; 少数股东权益为 60.53 亿元, 较 2016 年末略有增长, 占所有者权益比重为 31.22%, 少数股东权益规模仍很大。

2016 年 9 月 1 日, 公司发布 2016 年非公开发行 A 股股票预案, 拟募集资金不超过 70 亿元, 本次非公开发行股票的行政许可申请已获得证监会受理, 截至本报告出具日, 该预案尚未核准。若公司完成定向增发, 资产负债率将会有所下降。同期, 公司速动比率及流动比率均小幅增加, 但由于存货规模很大, 公司速动资产对流动负债的保障程度较弱。

2016 年末, 受融资规模的增加, 公司资产负债率同比增加 3.87 个百分点, 2017 年 3 月末继续攀升, 公司资产负债率仍处于较高水平。

表 10 2014~2016 年末及 2017 年 3 月末公司偿债能力指标 (单位: %、倍)

指标	2017 年 3 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
资产负债率	87.65	84.29	80.42	84.69
扣除预收款项资产负债率	84.90	81.56	77.26	78.39
流动比率	2.01	2.20	1.69	1.46
速动比率	0.67	0.76	0.64	0.34
保守速动比率	0.40	0.36	0.34	0.13
长期资产适合率	1,243.52	1,163.24	1,363.54	2,211.44

公司下属子公司按照房地产经营惯例为商品房购买人提供按揭贷款担保, 该担保为阶段性连带担保, 担保期限自公司、按揭银行与购房者签订的抵押贷款合同生效之日起, 至公司为购房者办妥《房屋所有权证》并协助按揭银行办理抵押登记且将《他项权利证书》交予按

揭银行之日止。截至 2017 年 3 月末，公司对外担保余额为 275.94 亿元，担保比率为 142.19%。其中下属子公司为商品房购买人提供的阶段性担保额为 275.69 亿元，对广州市新桐贸易有限公司¹³的担保金额为 0.25 亿元，到期日为 2017 年 6 月 19 日。

总体来看，随着公司业务规模扩张，债务规模将继续增加；公司资产负债率保持较高水平，有息债务以长期为主，规模较大。

盈利能力

2016 年, 受结转业态类型的原因, 公司营业收入及利润略有下降, 毛利率继续下降; 公司期间费用率仍保持在较低水平, 费用控制较好

2016 年, 受结算业态类型中低售价的车库及高层占比较高的影响, 公司营业收入为 195.98 亿元, 同比下降 12.43%, 毛利率为 23.31%, 同比下降 2.25 个百分点。

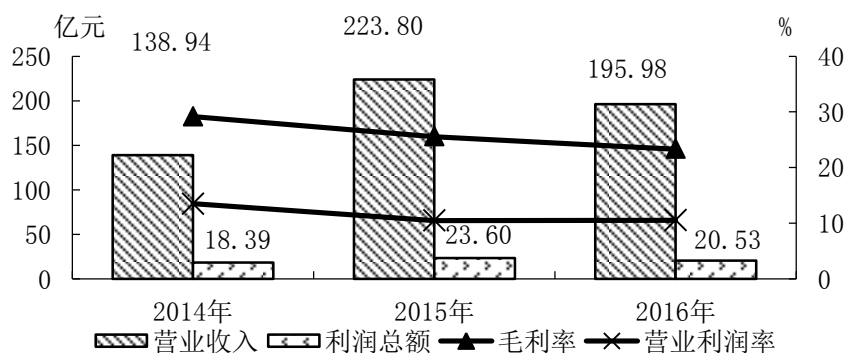


图 7 2014~2016 年公司收入及盈利情况

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，随着房地产项目的逐步增加，两项费用逐年有所提高，但财务费用整体仍处于较低水平。2016 年公司期间费用为 12.04 亿元，同比增加 1.70 亿元，主要为销售费用和管理费用的增加，期间费用率为 6.14%，整体处于较低水平，费用控制能力较好。

¹³ 经公司第八届董事会第七十六次会议及 2016 年第二十三次临时股东大会审议通过，公司收购广东逸涛万国房地产有限公司 50% 股权，根据相关协议，收购前广东逸涛万国房地产有限公司为广州市新桐贸易有限公司向中国工商银行股份有限公司广州南方支行借款提供 0.25 亿元抵押担保。广东逸涛万国房地产有限公司原股东祺浩投资、鸿图建材承诺该项担保于 2017 年 6 月 13 日到期后 15 日内解除，若上述对外担保责任没有按期解除，公司将从股权转让对价中扣除相应金额。

表 11 2014~2016 年及 2017 年 1~3 月公司期间费用及占营业收入比重(单位:亿元、%)

项目	2017 年 1~3 月	2016 年	2015 年	2014 年
销售费用	1.10	4.84	4.57	4.49
管理费用	1.69	6.78	5.54	3.77
财务费用	0.71	0.42	0.23	0.69
期间费用	3.50	12.04	10.34	8.95
期间费用/营业收入	14.44	6.14	4.62	6.44

2016 年,公司利润总额和净利润分别为 20.53 亿元和 14.31 亿元,分别同比减少 13.01%和 17.39%,受收入下滑影响而减少;总资产报酬率和净资产收益率分别为 1.81%和 7.56%,同比均有所下滑,主要盈利指标持续下降,盈利能力有所下滑。

2017 年 1~3 月,公司营业收入 24.23 亿元,同比增长 3.85%;毛利率为 28.67%,同比下降 4.63 个百分点;期间费用率为 14.44%,同比上升 4.59 个百分点;公司资产减值损失为-1.55 亿元,为负值,主要为公司部分计提存货跌价准备转回所致;利润总额和净利润分别为 3.47 亿元和 2.29 亿元,分别同比增加 0.30 亿元和 0.28 亿元;总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.78%和 1.18%。

综合来看,2016 年,公司营业收入及利润水平有所下滑,盈利能力有所下滑,期间费用率处于较低水平,费用控制能力仍较好。预计未来 1~2 年,随着公司在售项目逐步结转,公司收入和利润规模将有所增长。

现金流

受土地购置规模较大的影响,2016 年公司经营性现金流持续净流出,无法对债务和利息形成保障;公司在建拟建项目较多,仍保持着较大的投资量,有一定资金支出压力

2016 年,公司经营性现金流仍为净流出,主要是随着经营规模扩张,公司保持较大规模的土地购置及建安投入,无法对债务和利息形成有效保障。同期,公司投资性净现金流仍为净流出,2016 年投资性净现金流净流出同比大幅增加 141.18 亿元,主要为公司通过收购获取项目的方式增加,使得支付的其他与投资相关的现金同比增加 72.02 亿元。同期,公司筹资性净现金流仍大幅增长,主要为随着土地购置及在建项目增多,自有资金无法满足成长需求,通过多种融资渠道借款规模均大幅增长所致。2016 年,筹资性净现金流为 224.45 亿元,净流入同比大幅增加 53.49 亿元,主要为发行债务收到现金及借款增加。

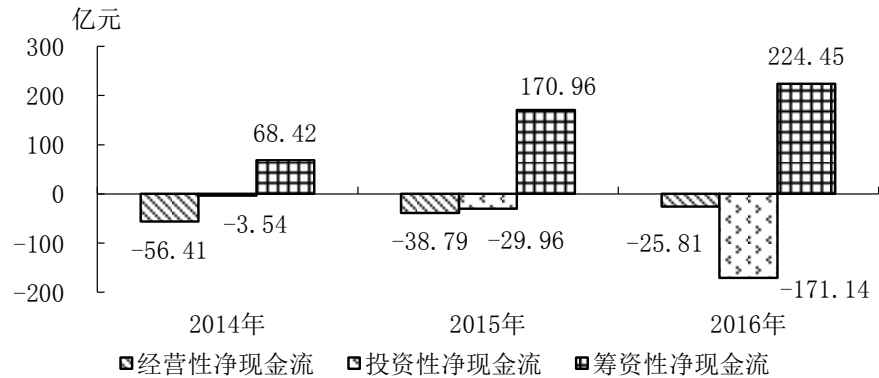


图8 2014~2016年公司现金流情况

2017年1~3月,公司经营性净现金流为15.31亿元,同比由净流出转为净流入,主要为房地产销售回款及收回往来款增加;投资性净现金流为-32.67亿元,净流出同比增加32.31亿元,主要为房地产并购业务增加所致;筹资性净现金流为128.33亿元,同比由净流出转为净流入,主要为借款的增加。

表12 2014~2016年及2017年1~3月公司部分偿债指标情况

项目	2017年1~3月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流/流动负债(%)	2.41	-5.59	-10.86	-22.00
经营性净现金流/总负债(%)	1.28	-3.27	-8.12	-16.70
经营现金流利息保障倍数(倍)	0.69	-0.64	-1.52	-2.63
EBIT利息保障倍数(倍)	0.56	0.54	0.94	0.91
EBITDA利息保障倍数(倍)	-	0.55	0.94	0.91

截至2017年3月末,公司在建项目共计1,189.02亿元,已完成投资699.62亿元,未来仍保持着较大的投资量,若公司内外部融资能力受到宏观环境、信贷政策等因素的不利影响,公司将面临一定资金支出压力。

偿债能力

2016年以来,随着房地产业务规模逐年快速增长,公司资产和负债规模大幅上升,资产负债率仍处于较高水平。公司通过“高周转+低成本”运营模式实现签约销售额的大幅增长,但2016年受结转项目售价较低的影响,公司营业收入及利润有所下滑,同时土地储备规模增长较快导致公司经营性净现金流不稳定。未来随着公司开工建设规模的增长,公司仍将对资金有较大的需求,公司与主要金融机构之间保持良好的合作关系,公司作为上市公司,融资渠道较为广泛,同时能够通过证券市场直接融资,有利于其偿债能力的增强。综合来看,公司偿债能力很强。

债务履约情况

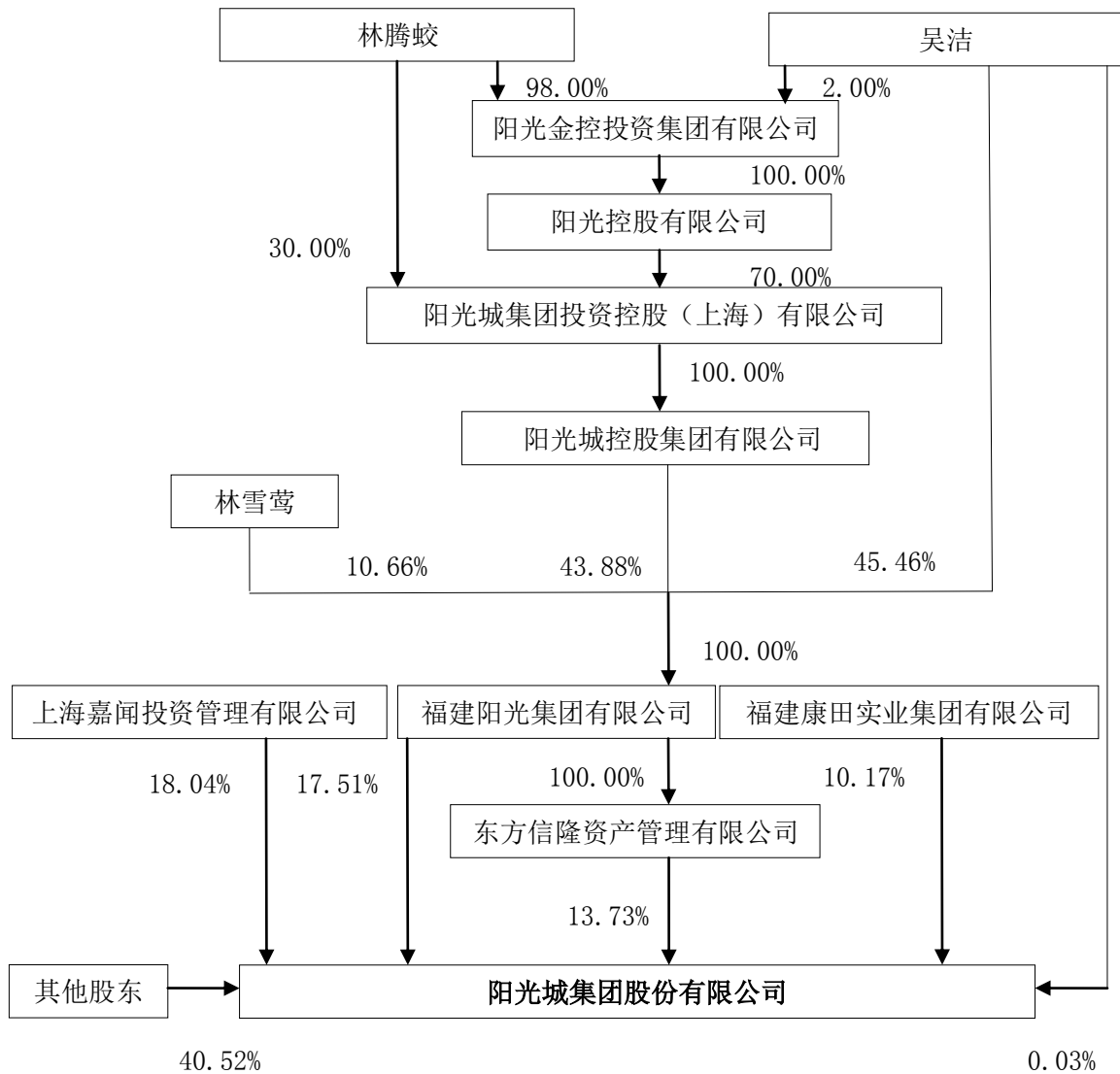
根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2017 年 5 月 22 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件，截至本报告出具日，公司在公开债券市场发行的债务融资工具均尚未到还本日，付息正常。

结论

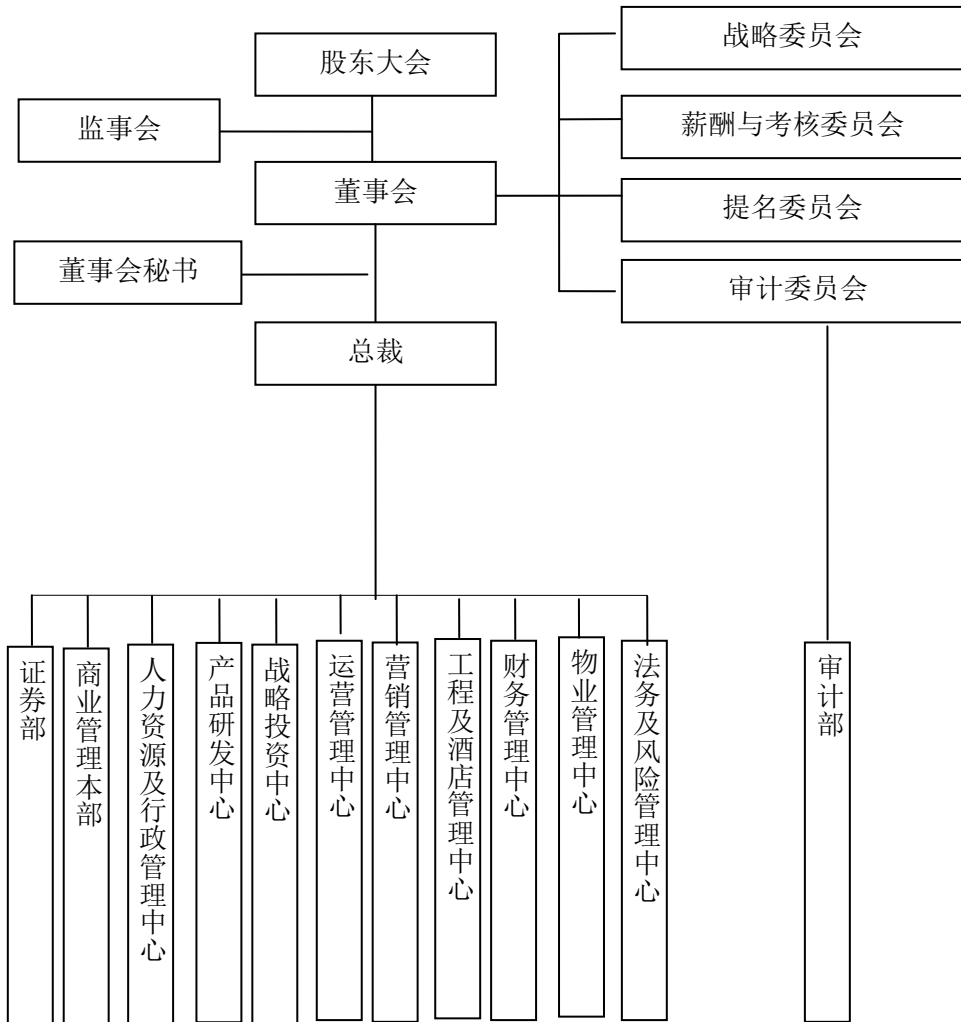
公司主要从事住宅地产开发业务，住宅销售是主要收入和利润来源；2016 年以来，住宅销售在收入和利润中占比持续提升；公司由福建起步，注重“区域聚焦，深耕细作”，公司继续实施“3+1+X”的全新区域布局，区域布局逐渐完善；2016 年以来，通过“高周转”的运营模式实现签约金额和签约面积持续高速增长，住宅销售规模持续扩大；公司土地储备较为充足，现有土地储备能够支撑公司规模持续扩张，公司董事会授权充分，优秀的职业经理人团队及扁平化管理有利于提升团队效率。未来随着开工建设规模的增长，公司仍将对资金有较大的需求，公司与主要金融机构之间保持良好的合作关系，利用直接和间接融资渠道对公司资金提供一定保障，同时有效降低资金成本，有利于其偿债能力的增强。预计未来 1~2 年，公司主营业务将继续扩大。

综合分析，大公对公司“15 阳房 01”、“15 阳房 02”信用等级调整为 AA+，主体信用等级调整为 AA+，评级展望维持稳定。

附件 1 截至 2017 年 3 月末阳光城集团股份有限公司股权结构图



附件 2 截至 2017 年 3 月末阳光城集团股份有限公司组织结构图



附件 3 阳光城集团股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产类				
货币资金	2,966,764	1,888,895	1,379,498	396,062
应收账款	50,541	80,548	57,215	43,738
预付款项	1,041,350	1,078,086	859,299	403,704
其他应收款	728,303	787,173	173,394	100,020
存货	10,000,169	7,472,075	4,238,269	3,505,199
流动资产合计	15,033,937	11,456,078	6,797,594	4,555,149
长期股权投资	99,131	100,221	14,329	6,043
固定资产	76,474	68,447	21,114	2,258
无形资产	9,786	1,488	1,041	883
其他非流动资产	49,696	176,109	57,203	57,203
非流动资产合计	659,375	586,974	219,735	67,795
资产总计	15,693,312	12,043,052	7,017,330	4,622,944
占资产总额比 (%)				
货币资金	18.90	15.68	19.66	8.57
应收账款	0.32	0.67	0.82	0.95
预付款项	6.64	8.95	12.25	8.73
其他应收款	4.64	6.54	2.47	2.16
存货	63.72	62.04	60.40	75.82
流动资产合计	95.80	95.13	96.87	98.53
长期股权投资	0.63	0.83	0.20	0.13
固定资产	0.49	0.57	0.30	0.05
无形资产	0.06	0.01	0.01	0.02
其他非流动资产	0.32	1.46	0.82	1.24
非流动资产合计	4.20	4.87	3.13	1.47

附件 3 阳光城集团股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
负债类				
短期借款	1,510,377	1,457,145	1,691,782	486,441
应付票据	2,250	0	38,164	0
应付账款	686,574	690,952	539,935	324,102
预收款项	2,853,726	1,783,113	975,459	1,346,951
其他应付款	662,403	562,244	131,134	89,741
一年内到期的非流动负债	1,358,315	387,632	424,535	748,521
流动负债合计	7,493,853	5,215,138	4,021,145	3,123,703
长期借款	4,393,019	3,379,042	939,960	791,158
递延所得税负债	20,860	19,223	13,936	223
非流动负债合计	6,260,630	4,935,478	1,621,975	791,381
负债合计	13,754,483	10,150,616	5,643,119	3,915,084
占负债总额比 (%)				
短期借款	10.98	14.36	29.98	12.42
应付票据	0.02	0.00	0.68	0.00
应付账款	4.99	6.81	9.57	8.28
预收款项	20.75	17.57	17.29	34.40
其他应付款	4.82	5.54	2.32	2.29
一年内到期的非流动负债	9.88	3.82	7.52	19.12
流动负债合计	54.48	51.38	71.26	79.79
长期借款	31.94	33.29	16.66	20.21
递延所得税负债	0.15	0.19	0.25	0.01
非流动负债合计	45.52	48.62	28.74	20.21
权益类				
实收资本（股本）	405,007	405,007	401,478	128,424
资本公积	354,974	362,716	359,975	238,826
盈余公积	15,692	15,692	8,583	6,016
未分配利润	503,137	481,999	387,557	269,002
归属于母公司所有者权益	1,333,581	1,320,293	1,201,448	642,268
少数股东权益	605,248	572,143	172,762	65,592
所有者权益合计	1,938,829	1,892,436	1,374,210	707,860

附件 3 阳光城集团股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017 年 3 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
损益类				
营业收入	242,276	1,959,802	2,237,997	1,389,413
营业成本	172,823	1,503,056	1,665,963	984,527
销售费用	11,045	48,375	45,681	44,919
管理费用	16,867	67,816	55,447	37,685
财务费用	7,080	4,165	2,323	6,854
投资收益	-3,515	-3,475	956	3,072
营业利润	34,461	206,602	234,896	187,657
利润总额	34,679	205,340	236,041	183,885
所得税费用	11,754	62,204	62,769	55,706
净利润	22,925	143,137	173,272	128,179
占营业收入比 (%)				
营业成本	71.33	76.69	74.44	70.86
销售费用	4.56	2.47	2.04	3.23
管理费用	6.96	3.46	2.48	2.71
财务费用	2.92	0.21	0.10	0.49
营业利润	14.22	10.54	10.50	13.51
利润总额	14.31	10.48	10.55	13.23
净利润	9.46	7.30	7.74	9.23
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	153,091	-258,123	-387,871	-564,093
投资活动产生的现金流量净额	-326,724	-1,711,387	-299,589	-35,408
筹资活动产生的现金流量净额	1,283,335	2,244,487	1,709,564	684,193
财务指标				
EBIT	123,059	218,432	239,153	194,103
EBITDA	-	220,939	240,794	195,573
总有息负债	9,360,341	6,937,644	3,762,520	2,026,120

附件 3 阳光城集团股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2017年3月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
毛利率 (%)	28.67	23.31	25.56	29.14
营业利润率 (%)	14.22	10.54	10.50	13.51
总资产报酬率 (%)	0.78	1.81	3.41	4.20
净资产收益率 (%)	1.18	7.56	12.61	18.11
资产负债率 (%)	87.65	84.29	80.42	84.69
债务资本比率 (%)	82.84	78.57	73.25	74.11
长期资产适合率 (%)	1,243.52	1,163.24	1,363.54	2,211.44
流动比率 (倍)	2.01	2.20	1.69	1.46
速动比率 (倍)	0.67	0.76	0.64	0.34
保守速动比率 (倍)	0.40	0.36	0.34	0.13
存货周转天数 (天)	4,549.45	1,402.38	836.65	1,041.24
应收账款周转天数 (天)	24.35	12.65	8.12	12.32
经营性净现金流/流动负债 (%)	2.41	-5.59	-10.86	-22.00
经营性净现金流/总负债 (%)	1.28	-3.27	-8.12	-16.70
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	0.69	-0.64	-1.52	-2.63
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.56	0.54	0.94	0.91
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	0.55	0.94	0.91
现金比率 (%)	39.59	36.22	34.31	12.68
现金回笼率 (%)	426.61	133.98	82.96	113.30
担保比率 (%)	142.19	137.38	128.98	118.67

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数¹⁴ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数¹⁵ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

¹⁴ 一季度取 90 天。

¹⁵ 一季度取 90 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债(%)= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 中长期债券及主体信用等级符号和定义

大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

注：除 **AAA 级**、**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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。