大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD.

信用等级通知书

大公报 D【2015】161 号

阳光城集团股份有限公司:

受贵公司委托，我公司对贵公司拟于 2015 年发行的总额不超过 28 亿元（含 28 亿元），首期发行金额不超过 15 亿元（含 15 亿元）人民币不超过 10 年（含 10 年）期公司债券的信用状况进行了评估，确定其债项信用等级为 **AA**，评级展望为稳定。在该债券存续期内，我公司保留对其信用状况跟踪评估并公布信用级别变化之权利。

大公国际资信评估有限公司

二〇一五年五月十二日

地址：北京市朝阳区霄云路 26 号鹏润大厦 A 座 29 层　邮编：100125 29F Eagle Run Plaza. No.26 Xiao Yun Road. Chao Yang District.Beijing.China.100125
TEL:+86 10 51087768　Customer Service Tel:4008-84-4008　Fax:+86 10 84583355　Email:master@dagongcredit.com　Website:www.dagongcredit.com

阳光城集团股份有限公司
2015 年公司债券信用评级报告

大公报 D【2015】161 号

公司债券信用等级：AA
主体信用等级：AA
评级展望：稳定

发债主体：阳光城集团股份有限公司
发行规模：本次债券发行总额不超过 28 亿元（含 28 亿元），首期发行金额不超过 15 亿元（含 15 亿元）
债券期限：不超过 10 年（含 10 年）
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：首期募集资金用于补充流动资金

主要财务数据和指标 （人民币亿元）

项 目	2015.3	2014	2013	2012
总资产	503.33	462.29	327.11	164.45
所有者权益	72.80	70.79	42.98	38.80
营业收入	18.59	138.94	74.44	54.52
利润总额	2.70	18.39	8.91	7.32
经营性净现金流	7.66	-56.41	-54.66	1.10
资产负债率（%）	85.54	84.69	86.86	76.41
债务资本比率（%）	74.72	74.11	76.12	63.56
毛利率（%）	36.95	29.14	29.78	25.55
总资产报酬率（%）	0.54	4.20	2.79	4.82
净资产收益率（%）	2.17	18.11	13.93	13.78
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.66	-2.63	-4.30	0.17
经营性净现金流/总负债（%）	1.86	-16.70	-26.68	1.03

注：2015 年 3 月财务数据未经审计。

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快速增长，通过区域聚焦策略使得市场地位提升较快，定向增发有利于优化资本结构等优势；同时也反映了公司资产负债率较高，有息债务规模增长较快等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1～2 年，公司收入和利润规模将持续增长。综合来看，大公对阳光城集团的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 公司通过高周转模式实现销售金额和销售面积快速增长；
- 公司坚持“精选城市+丰富产品线”定位策略，通过区域聚焦和深耕福建等地，行业地位提升较快；
- 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执行效率；
- 2014 年公司完成定向增发，同时 2015 年拟引入战略合作机构，有利于优化资本结构。

主要风险/挑战

- 受宏观政策调控影响，房地产行业虽现回暖迹象，整体仍面临结构性调整压力；
- 公司资产负债率较高，有息债务规模增长较快。

评级小组负责人：潘誉彬
评级小组成员：胡 聪 赵希晨
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email ：rating@dagongcredit.com

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年五月十二日

潘誉彬 赵希晨

大公保留对本次债券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

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，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

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、及时性和完整性不作任何明示、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、本报告信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，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。

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”），由福建省新湖集团公司、石狮新湖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湖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。后经多次股权转让和定向增发，截至2015年4月15日，公司实收资本为1,293,557,534元，阳光集团直接持有公司278,229,785股，通过其下属全资子公司东方信隆融资担保有限公司间接持有公司215,592,793 股，阳光集团通过直接和间接的方式共持有公司493,822,578 股，占总股本的38.18%，公司实际控制人吴洁直接享有阳光集团45%的表决权，同时，通过林腾蛟与吴洁签署的《一致行动协议》安排，吴洁合计享有阳光集团89%的表决权。2015年4月，公司通过非公开发行A股股份预案，引入战略合作机构中民嘉业投资有限公司[1]（以下简称“中民嘉业”）全资子公司上海嘉闻投资管理有限公司（以下简称“上海嘉闻”），拟发行股份数量289,203,085股，发行价格15.56元/股，拟募集资金总额45亿元，本次非公开发行完成后，上海嘉闻将持有公司总股本的18.27%，吴洁仍为公司的实际控制人。

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。2014年公司实现签约销售金额230.69亿元，全国排名29位，其中福州区域106.32亿元，在福州区域排名第一，2015年一季度实现签约销售金额40.83亿元，全国排名24位。

[1] 中民嘉业投资有限公司系中国民生投资股份有限公司的控股子公司。

发债情况

债券概况

本次债券是阳光城集团面向合格投资者发行的公司债券，发行总额不超过 28 亿元（含 28 亿元），首期发行金额不超过 15 亿元（含 15 亿元），发行期限不超过 10 年（含 10 年）。本次债券采取网上与网下相结合的发行方式，债券票面利率由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，在债券存续期内固定不变。本次债券面值 100 元，按面值平价发行，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券无担保。

募集资金用途

首期债券募集资金全部用于补充流动资金。

宏观经济和政策环境

2015 年一季度，国民经济运行总体保持平稳，经济增速有所放缓，但主要指标仍在合理区间；短期内，我国经济下行压力仍较大，长期来看仍将在中高速区间内持续运行

经国家统计局初步核算，2015 年一季度，我国实现国内生产总值 140,667 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.0%，增速同比回落 0.4 个百分点，环比下降 0.3 个百分点，一季度国民经济运行总体平稳，经济增速有所放缓，但主要指标仍在合理区间。分产业看，第一产业增加值 7,770 亿元，同比增长 3.2%；第二产业增加值 60,292 亿元，增长 6.4%；第三产业增加值 72,605 亿元，增长 7.9%。从环比看，一季度国内生产总值增长 1.3%。固定资产投资（不含农户）完成 77,511 亿元，同比名义增长 13.5%；全国房地产开发投资 16,651 亿元，同比名义增长 8.5%。社会消费品零售总额 70,715 亿元，同比名义增长 10.6%；进出口总额为 55,433 亿元，同比下降 6.0%。从产业结构看，第三产业比重进一步提高；从需求角度看，投资和出口增速有所回落，但消费仍稳健增长；整体来看，一季度经济增速有所回落，但结构调整仍稳步推进，转型升级步伐势头良好。

从经济景气度看，2015 年 3 月份中国制造业 PMI 终值为 50.1%，比上月回升 0.2 个百分点，重回扩张区间。分企业规模看，大型企业表现依然稳定，PMI 为 51.5%，比上月上升 1.1 个百分点，稳中有升，是制造业生产增长的有力支撑；中、小型企业 PMI 双双回落，持续低于临界点，生产经营过程中的困难依然较大。虽然 PMI 小幅回升，但涨幅低于往年同期水平，同时新订单指数和新出口订单指数均小幅回落，国内外市场需求仍显偏弱，制造业存在一定下行压力。非制造业商务活动指数为 53.7%，虽比上月小幅回落 0.2 个百分点，但近期走势

总体稳健，表明我国非制造业继续保持平稳增长态势。

从外部环境来看，全球经济仍处于深刻的再平衡调整期，总体温和复苏，但增长动力依然不足，主要经济体经济表现和宏观政策分化明显，地缘政治等非经济扰动因素增多。具体来看，美国经济复苏势头较为强劲，欧元区经济整体走弱且面临通缩压力，日本经济受政策影响波动明显，新兴市场经济体增长普遍放缓。

针对经济下行压力增大，2015 年一季度国家加大货币政策定向调控。在继续坚持积极的财政政策和稳健的货币政策基础上，中国人民银行（以下简称“央行”）通过下调人民币存贷款基准利率和降低存款准备金率、国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围等向市场补充流动性，改善社会融资结构；同时国务院先后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贵、融资难的问题。

总的来看，我国经济仍处在增速放缓、转型提质的“新常态”。传统产业的去库存化、去产能化还需要一个过程，新生动力的成长和接续也需要一个过程，短期内经济下行压力仍较大。长期来看，随着新型工业化、城镇化、农业现代化和信息化协同推进，宏观政策的调控方式的创新和完善，我国经济仍将在中高速区间内持续运行。

行业及区域经济环境

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，受宏观政策调控影响较大，2015 年以来行业虽现回暖迹象，但整体仍面临结构性调整压力

房地产行业是我国重要的支柱与民生产业，从历史波动周期观察，除非出现显著的外部冲击，房地产市场面临的常态格局主要是调控，其中涉及信贷政策、金融利率、税收、住房结构以及土地政策等多方面，直接或间接对房地产行业发展产生一定的制约影响。

2011 年下半年起，中央政府先后颁布多项房地产限制政策，从而抑制了全国范围的住宅价格上涨，投资性购房需求随之下降，导致新房库存量逐渐增加。然而，随着住房供需关系的改变以及房价快速上涨趋势的结束，房地产行业调控政策也由抑制市场过热的单边调控转向因地制宜的双向调控。2014 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中提出分类调控思路，政策导向更具市场化与针对性。同年 5 月，央行强调合理配置信贷资源，优先满足居民家庭首次购买自住普通商品住房的贷款需求，明确表示将保护合理的自住购房需求。

2015 年 3 月，李克强总理《政府工作报告》中再次提出，我国房地产行业政策面将延续 2014 年以来的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，支持居民自住和改善性住房需求，促进房地产市场平稳健康发展。由此，2015 年对房地产行业调控政策的有限松绑和更为明确的调整方向，使得行业呈现出一定回暖迹象。

2015年第一季度，全国主要城市商品住宅成交面积小幅回升，五十个代表城市新房成交面积同比增长2.6%[2]，十大城市二手住宅成交量同比增长17.59%，这将有利于该行业在市场化运作中保持整体平稳发展，但中长期需求仍面临结构性调整。

在经济发展新常态下，我国房地产行业已步入调整期，局部市场供需矛盾越发凸显，区域库存去化难度加大；从长期发展来看，城镇化建设是我国房地产发展的重要驱动力，城镇化率的提升带动城市住宅需求增长，为房地产企业提供发展空间

2014年我国国民经济增速有所下滑，商品房限贷限购等调控措施持续影响，房地产市场交易活跃度随之下降，全年商品房成交金额与成交面积同比分别下滑6.3%和7.6%，成交均价同比小幅上升1.4%，待售面积同比上升幅度达26.1%[3]，行业存货去化压力有所增加。

面对商品房成交规模的下滑，我国各地方政府自2014年5月以来陆续解除了限贷限购政策，截至2014年末，在全国46个发布过“限购令”的城市中，仅有北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市仍继续执行限购，其余41个城市已全部取消限购。自2014年9月起，中央政府通过采取放宽首套房认定标准、放松公积金贷款条件和降准降息等一系列调控措施扶植刚性购房需求，成交量较2014年上半年有所回升。2014年12月，全国主要城市成交面积同比增长9.8%，环比增长21.2%，其中34个城市商品房成交面积环比有所上涨，而部分城市依然下跌，城市间分化趋势进一步凸显。

表1　2009～2014年我国城镇化建设发展情况（单位：亿人、%）

项目	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	2009年	复合增长率
总人口	13.68	13.61	13.54	13.47	13.41	13.35	0.49
城镇人口	7.49	7.31	7.12	6.91	6.66	6.22	3.79
城镇化率	54.77	53.71	52.58	51.30	49.66	46.59	-

数据来源：国家统计局

2008～2014年，我国房地产开发投资额从31,203亿元增至95,036亿元，年均复合增长率为20.40%，带动我国房地产市场快速发展的动力主要来源于城镇化建设。2014年末，我国城镇化率为54.77%，较2008年提升9个百分点；城镇总人口数为7.49亿人，较2008年增加1.42亿人，城镇人口数量的增加有效带动了城市住房需求的增长。根据2014年3月我国颁布的新型城镇化规划，预计2020年我国常住人口城镇化率将达到60%左右，在2020年以前将有约1亿农村人口转为城镇常住人口。据此判断，从长期发展来看，城市住房需求将继续保持增长。

此外，自2015年3月1日起，我国开始实施不动产登记制度，农村土地征收与集体经营性建设用地陆续入市有助于增加土地供应，缓

[2] 数据来源：中国指数研究院、中国房地产指数系统《2015年一季度中国房地产市场研究报告》。
[3] 数据来源：国家统计局《2014年全国房地产开发和销售情况》。

解地价上升压力，在降低房价的同时促使城市保障房更倾向于农民工，进而加速全国整体城市化水平。

信贷政策是我国房地产宏观调控的重要抓手，央行下调金融机构存贷款基准利率和存款准备金率有助于缓解房地产企业资金成本压力

信贷政策是我国房地产宏观调控的重要抓手。由于房地产行业高度依赖于大额投资带动发展，因此即使货币政策发生微调也会对房地产企业资金成本造成较大影响。我国自 2010 年下半年起实施紧缩货币政策，各期限档次贷款基准利率随之上升，并于 2011 年 7 月达到周期峰值。

从长期宏观经济来看，由于我国国民经济增速持续放缓，截至 2014 年 10 月，我国生产价格指数 PPI 已连续 32 个月呈现负增长，宏观经济面临一定的“通缩”压力。由于实体经济的发展现状需要适度宽松的货币政策予以支持，特别是当经济面临较大下行压力时，缓解企业融资问题，避免出现金融风险将变得尤为重要。基于多重因素考虑，2014 年 11 月 22 日，央行将一年期贷款基准利率下调 40 个基点至 5.60%，一年期存款基准利率下调 25 个基点至 2.75%，有效降低了贷款定价基准，并带动债券等其他金融产品的定价下调，有利于引导金融机构降低房地产企业的融资成本，在一定程度上缓解资金压力。此外，国内债券市场融资渠道的适当放宽也将拓展房地产企业的融资途径，通过多元化融资调整债务结构，从而在一定程度上缓解房地产企业的资金成本压力。

表 2　2010～2015 年我国人民币贷款基准利率调整情况（单位：%）

项目	2015.02	2014.11	2012.07	2012.06	2011.07	2011.04	2011.02	2010.12
≤1 年[4]	5.35	5.60	6.00	6.31	6.56	6.31	6.06	5.81
(1,5]年[5]	5.75	6.00	6.40	6.65	6.90	6.65	6.45	6.22
>5 年	5.90	6.15	6.55	6.80	7.05	6.80	6.60	6.40

数据来源：中国人民银行

总体来看，央行降息配合首套房认定标准的修订，在降低购房者月供负担的同时，也在一定程度上增强了住宅类商品房的交易预期，从而有助于开发商加速消化库存，缓解资金压力。然而，由于降息调整的动机源于房地产市场供过于求，因此住宅市场调整的趋势不会发生改变。根据目前市场情况看，一线城市的房价涨跌，其关键因素在于各城市的去库存状况和后续金融政策的变化，去库存较快的城市，其房价回升的速度也将相对较快。

2014 年末至 2015 年一季度，央行先后借助 SLO 和 MLF 等流动性调节工具累计释放流动性 13,300 亿元，同时将金融机构存款利率浮动区

[4] 2014 年 11 月 22 日，中国人民银行宣布降息并简化合并存贷款基准利率的期限档次，将贷款基准利率简并为一年以内（含一年）、一至五年（含五年）和五年以上三个档次。以后不再公布六个月以内（含六个月）、六个月至一年（含一年）、一至三年（含三年）和三至五年（含五年）四个期限档次的贷款基准利率。2010 年 10 月～2012 年 7 月，一年以内（含一年）贷款基准利率取自调整前“六个月至一年（含一年）”的短期贷款基准利率。

[5] 2010 年 10 月～2012 年 7 月，“一至五年（含五年）”贷款基准利率取自调整前“三至五年（含五年）”的中长期贷款基准利率。

间上限上调至1.3倍，继续推进利率市场化改革。为进一步增强金融机构支持结构调整的能力，2015年4月20日，央行下调各类存款类金融机构人民币存款准备金率1个百分点，成为自2008年12月以来的最大幅度单次降准。预计2015年全年，央行将在稳健的货币政策基础上，保持适度宽松。同时，住建部在全国住房公积金管理会议中明确要提高资金使用效率，进一步降低门槛，增加公积金贷款额度，以刺激自住、改善性需求积极入市。预计通过多种的货币政策逐步宽松金融信贷组合效应，将推动房地产市场平稳发展。

近年来，我国房地产企业经营业绩逐渐分化，领军企业竞争优势愈发明显，行业集中度有所提升

随着行业成熟度的不断提升，我国房地产企业经营业绩逐步呈现两极分化，领军企业竞争优势也愈发明显。继2011年万科签约金额突破千亿元以来，2012年绿地控股集团有限公司、保利房地产(集团)股份有限公司和中国海外发展有限公司的签约金额亦突破千亿元。2013年，大连万达集团股份有限公司、碧桂园控股有限公司和恒大地产集团有限公司（3333.HK）同样跻身年签约金额千亿元企业行列，成为我国房地产市场第一梯队。

由于大型房地产企业拥有广泛优质的客户基础与社会资源，在供应链谈判中享有较大议价权和批量采购折扣，因此，预计未来3～5年，强者恒强的竞争格局将进一步提升房地产行业集中度。

表3　2014年度中国房地产开发商销售排行榜TOP10[6]（单位：亿元、万平方米）

排名	按合同销售金额计算		按合同销售面积计算	
	公司	金额	公司	面积
1	万科企业股份有限公司	2,120	绿地控股集团有限公司	2,011
2	绿地控股集团有限公司	2,080	恒大地产集团有限公司	1,902
3	大连万达集团股份有限公司	1,501	碧桂园控股有限公司	1,881
4	恒大地产集团有限公司	1,376	万科企业股份有限公司	1,784
5	保利房地产(集团)股份有限公司	1,362	大连万达集团股份有限公司	1,184
6	碧桂园控股有限公司	1,250	保利房地产(集团)股份有限公司	1,066
7	中国海外发展有限公司	1,152	中国海外发展有限公司	951
8	世茂房地产控股有限公司	708	华润置地有限公司	660
9	华润置地有限公司	700	世茂房地产控股有限公司	583
10	融创中国控股有限公司	658	华夏幸福基业股份有限公司	570

数据来源：中国房产信息集团（CRIC）、克而瑞研究中心

[6] TOP10，榜单各项数据统计时间段均为2014年1～12月，涉及的销售金额及销售面积均为商品房合同签约备案数据，企业在海外及港澳台地区的销售数据不予计入。

经营与竞争

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；2012～2014 年，随着公司住宅销售规模的持续扩大，公司收入和毛利润增速较快，住宅销售在收入和利润中占比持续提升

公司主营业务为住宅地产开发及销售，从构成来看，住宅地产业务是收入和利润的主要来源，贸易业务作为补充。2012 年以来，公司“区域聚焦、深耕发展”战略实施效果显著，住宅销售规模持续扩大，收入和利润规模增长较快，同时住宅地产业务在收入和利润构成中占比逐步提升，公司主营业务突出。2012～2014 年营业收入和毛利润年均复合增长率分别为 59.63%和 70.50%。

2012～2014 年，公司综合毛利率整体有所上升，主要是毛利率较低的贸易业务占比下降所致，贸易业务整体盈利能力较弱，对公司整体利润贡献不大。

2015 年 1～3 月，公司实现营业收入 18.59 亿元，同比减少 6.03%主要由于结转项目同比有所减少所致；毛利润 6.87 亿元，同比增长 21.85%，毛利率 36.95%，同比增长 8.45 个百分点，项目结转价格上升使得公司毛利润和毛利率有所提高。

预计未来 1～2 年，随着贸易业务规模逐步下降，住宅地产业务作为公司主营业务的地位将更加突出，同时随着项目的逐步结转，收入和利润规模将持续增长。

表 4　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司营业收入、毛利润及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 1～3 月		2014 年		2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	**18.59**	**100.00**	**138.94**	**100.00**	**74.44**	**100.00**	**54.52**	**100.00**
住宅地产	18.54	99.75	130.04	93.59	60.58	81.37	35.13	64.44
贸易	0.03	0.16	8.76	6.31	13.81	18.55	19.29	35.38
其他	0.02	0.09	0.14	0.10	0.06	0.08	0.10	0.18
毛利润	**6.87**	**100.00**	**40.49**	**100.00**	**22.17**	**100.00**	**13.93**	**100.00**
住宅地产	6.85	99.81	40.32	99.57	21.98	99.14	13.66	98.04
贸易	0.00	0.01	0.04	0.11	0.14	0.64	0.21	1.53
其他	0.01	0.19	0.13	0.32	0.05	0.21	0.06	0.42
综合毛利率	**36.95**		**29.14**		**29.78**		**25.55**	
住宅地产	36.97		31.00		36.29		38.87	
贸易	1.16		0.50		1.03		1.11	
其他	79.41		90.59		78.06		59.57	

数据来源：根据公司提供的资料整理

公司由福建起步，注重区域聚焦，2014 年实施“2+X”的全新区域布局，持续深耕大福建和长三角地区，特别关注京津冀地区的投资机会

公司由福建起步，2012 年总部由福州搬至上海，并开始在以上海为中心的长三角地区扩展项目。公司始终坚定执行“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，进一步树立和提升公司品牌形象。

表 5　截至 2015 年 3 月末公司土地储备情况（单位：亿元、万平方米、元/平方米）

区域	计容建筑面积	土地款	楼面价	土地储备面积
福州	421.80	152.97	3,626.54	206.22
上海	48.17	71.95	14,936.28	27.82
西安	297.95	26.00	757.12	269.11
太原	87.06	8.70	998.96	74.17
苏州	32.29	17.30	5,358.46	24.62
杭州	13.83	11.30	8,169.05	11.71
厦门	79.85	22.65	2,836.87	36.97
总计	**980.95**	**310.86**	**3,168.99**	**650.63**

注：储备计容面积为公司未签约项目的地上计容面积

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年公司实施“2+X”的全新区域布局，持续深耕大福建和长三角地区，并介入其他投资机会，实现签约销售额 230.69 亿元，其中福州区域 106.32 亿元，在福州区域排名第一，市场占有率超过 10%；长三角为公司重点拓展区，2014 年实现签约销售额 52 亿元。截至 2015 年 3 月末，公司土地储备面积 650.63 万平方米，土地获得方式主要以招拍挂为主，股权收购及合作开发为辅。

表 6　公司住宅产品线情况

产品系列	业态特点	代表项目
城市新筑	择址地段稀缺，户型紧凑实用，主要满足首置首改人群	福建阳光凡尔赛宫、福建阳光乌山荣域
浪漫城邦	产品结构丰富，景观崇尚自然，全面满足多样化居住需求	福州阳光城翡丽湾、厦门阳光城翡丽湾
时尚公寓	户型结构小巧有致，建筑风格现代简约，周边商业交通配套纯熟，主要满足刚需人群	福州阳光城新界、上海阳光城新界、福州阳光城 SOHO
生态住宅	深入挖掘城市生态资源，营造天然风格与人文景观相结合的人居氛围，满足现代都市人调节生活节奏的需求	西安林隐天下、兰州阳光城林隐天下

资料来源：根据公司提供资料整理

经过多年的产品专业打造及提炼，公司坚持面向合理自住需求，已经形成包括住宅（城市新筑、浪漫城邦、时尚公寓、生态住宅）和商业（商务办公、商业旗舰等）两大类产品体系。

公司通过高周转模式公司实现签约金额和签约面积高速增长，通过精准投资、高效运营及适销产品保障模式的顺利实施

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。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，实现灵敏、审慎、准确的项目投资决策。项目储备上，公司以满足未来两到三年的开工需要为尺度，不囤地，不捂盘；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；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。

表 7　2014 年公司主要结算项目情况（单位：万平方米、万元）

项目名称	位置	权益	结算面积	结算金额
福州阳光理想城	福州	100%	5.27	56,051.21
福州阳光假日公寓	福州	100%	0.01	32.64
福州阳光城 SOHO	福州	100%	0.17	1,105.85
福州阳光城新界	福州	100%	0.58	5,989.07
福州阳光城时代广场	福州	100%	0.41	9,528.35
福州阳光城领海	福州	100%	0.67	6,192.97
福州阳光城翡丽湾	福州	100%	18.58	183,201.39
福州阳光凡尔赛宫 B	福州	100%	8.56	156,912.45
福州阳光凡尔赛宫 A	福州	100%	7.19	116,817.02
福州阳光城西海岸（甘蔗 13#地块）	福州	100%	21.10	175,419.35
福州阳光乌山荣域	福州	100%	0.01	89.50
厦门阳光城翡丽湾	厦门	100%	16.69	181,471.90
西安阳光城林隐天下	西安	100%	13.25	99,861.02
西安阳光城西西安小镇	西安	100%	2.48	18,409.42
西安阳光城蔷薇溪谷	西安	100%	7.60	64,602.22
西安阳光城巴塞阳光	西安	100%	5.12	53,191.90
太原翡丽湾一期（4#地块）	太原	55.56%	8.84	89,956.76
兰州阳光城林隐天下	兰州	90%	2.63	23,050.82
上海阳光天地（外高桥 E06-03）	上海	100%	1.48	58,487.49
总计	-	-	**120.64**	**1,300,371.31**

数据来源：根据公司提供资料整理

此外，公司已建立完善的成本管理体系，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。

公司实行高周转策略以来，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。

表8 2012～2014年及2015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	2015年1～3月	2014年	2013年	2012年
新开工面积	14.11	270.37	276.53	141.07
竣工面积	11.77	142.92	72.32	41.17
签约销售面积	32.73	175.80	146.07	64.22
签约销售金额	40.83	230.69	174.70	55.72

数据来源：根据公司提供资料整理

公司通过“股+债”的融资策略拓展融资渠道，为获取土地及开展项目提供了保障；2014年，公司完成定向增发，同时2015年拟引入战略合作机构，有利于优化资本结构

从融资渠道看，公司除通过开发贷及流动资金贷款外，还通过信托融资、基金合作等多种方式筹集资金。2012年以来，公司合作的融资机构包括歌斐资产管理有限公司（以下简称“歌斐资产”）、五矿国际信托有限公司、万家共赢资产管理有限公司、渤海国际信托有限公司等。

表9 截至本报告出具日，2014年以来公司部分新增合作融资机构融资情况

融资机构	到账资金(万元)	期限（月）	开始日期	备注
渤海国际信托有限公司	99,950.00	12	2014.1	已履行完毕
汇添富基金管理股份有限公司	60,000.00	18	2014.1	按约履行中
万家共赢资产管理有限公司	70,000.00	18	2014.1	按约履行中
汇添富基金管理股份有限公司	80,000.00	12	2014.4	已履行完毕
汇添富基金管理股份有限公司	20,000.00	6	2014.12	按约履行中
歌斐资产管理有限公司	62,493.28	24	2014.5	按约履行中
中国对外经济贸易信托有限公司	30,000.00	24	2014.8	按约履行中
深圳平安大华汇通财富有限公司	130,000.00	24	2014.8	按约履行中
歌斐资产管理有限公司	246,580.00	24	2013.12	按约履行中
歌斐资产管理有限公司	150,000.00	12	2014.10	按约履行中
交银国际信托有限公司	30,000.00	12	2015.1	按约履行中
中信信诚资产管理有限公司	143,000.00	24	2015.2	按约履行中

数据来源：根据公司提供资料整理

2012年7月，公司同歌斐资产合作成立“歌斐居业1号-阳光城地产基金”（以下简称“歌斐基金”），并对福州闽侯项目和厦门翔安项目

投资运作“股+债”的融资模式。歌斐资产与公司的股权合作，具体运作如下：以福州阳光城•西海岸项目为例，项目资金总需求不超过5亿元；项目公司注册资金3,921万元，其中，公司出资2,000万元，持有51.01%的股权，歌斐基金出资1,921万元，持有48.99%的股权；项目后续开发资金，阳光城出资1.60亿元，歌斐基金需提供剩余资金，后续开发资金部分须计算资金占用费率，歌斐基金提供的资金占用费按年息10%计算。

表10 公司与歌斐资产合作投资项目列表（单位：亿元）

时间	投资项目	股权比例	融资需求	公司出资
2012.7.30	福建阳光城西海岸项目	公司及歌斐资产分别持股51%和49%	5.00	1.60
2012.7.30	厦门阳光城翡丽湾项目		11.20	5.60
2013.3.5	福州奥体项目		20.35	9.35
2013.3.5	上海罗店项目		4.02	2.02
2013.12.17	福州项目及苏州项目	公司及歌斐资产分别持股60%和40%	65.00	20.00

数据来源：根据公司提供资料整理

2014年6月，根据协议约定，任一项目销售率达到90%时，歌斐基金可以通过转让标的股权进行退出，股权转让款包括歌斐基金对项目公司注册资本的实际出资额、对项目公司及其股东的全部股东贷款本金及应收利息之和以及歌斐基金在项目公司中的可分配利润中所享有的份额（不包括项目公司已向歌斐基金分配的利润和项目公司已向歌斐基金偿还的股东贷款本息之和），根据立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计及普华永道会计师事务所等复核结果，以2014年3月15日为基准日，经公司与歌斐基金确认，本次公司回购福州盛阳房地产开发有限公司48.99%股权和阳光城（厦门）置业有限公司48.07%股权的总价款为541,479,278.28元。通过“资金共投、风险共担、利润共享”的“股+债”合作模式，公司融资成本由2012年的15%下降到2014年的10.72%。

2014年11月，公司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，进一步优化了资本结构。2015年4月，公司通过非公开发行A股股票预案，引入战略合作机构中民嘉业全资子公司上海嘉闻，拟募集资金45亿元，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，本次非公开发行将为公司开发建设房地产项目提供有力的资金保障，增强公司未来的持续经营能力。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

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，截至2015年4月15日，公司实收资本1,293,557,534元，2015年4月，公司通过非公开发行A股股份预案，拟引入战略合作机构上海嘉闻，本次非公开发行完成后，上海嘉闻将持有公司总股本的18.27%，吴洁仍为公司的实际控制人。

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。

战略与管理

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执行效率；随着业务规模的持续扩张，公司面临一定的管理扩张风险

公司的管理团队集中来自于大型房企，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净资产的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方面等建立强势标准，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，未来面临一定管理风险。

公司坚定执行“区域聚焦、深耕发展”的战略，深耕沿海经济带，择机进入战略机遇点，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”的核心竞争力，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，进一步树立和提升“阳光城”的品牌力，力争发展成为具有综合竞争力的跨区域、大中型地产运营商。

抗风险能力

公司主要从事住宅地产开发业务，2012 年以来，随着住宅销售规模的持续扩大，收入和毛利润增幅较快；公司通过高周转运营模式实现签约金额和签约面积高速增长；公司通过“股+债”的融资策略拓展融资渠道，为获取土地及开展项目提供了保障；2014 年公司实施定向增发及 2015 年拟引入战略合作机构，进一步优化资本结构，增强公司未来的持续经营能力。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 2012～2014 年及 2015 年 1～3 月财务报表。立信中联闽都会计师事务所有限公司对公司 2012 年财务报表进行了审计，立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2013～2014 年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2015 年 1～3 月财务报表未经审计。

资产质量

2012 年以来，公司资产规模持续快速增长，以流动资产为主，随着土地储备规模及房地产开发规模的扩大，公司存货规模增长较快

2012～2014 年末公司资产规模持续快速增长，年均复合增长率为 67.66%，2014 年末公司资产总额为 462.29 亿元，同比增长 41.33%，主要由于公司房地产项目投入增加导致存货大幅增长所致。2015 年 3 月末，公司总资产继续增至 503.33 亿元，较 2014 年末增加 41.04 亿元，主要是由于货币资金及存货增加所致。公司资产以流动资产为主，2012 年以来公司流动资产占总资产比重保持在 96%以上。

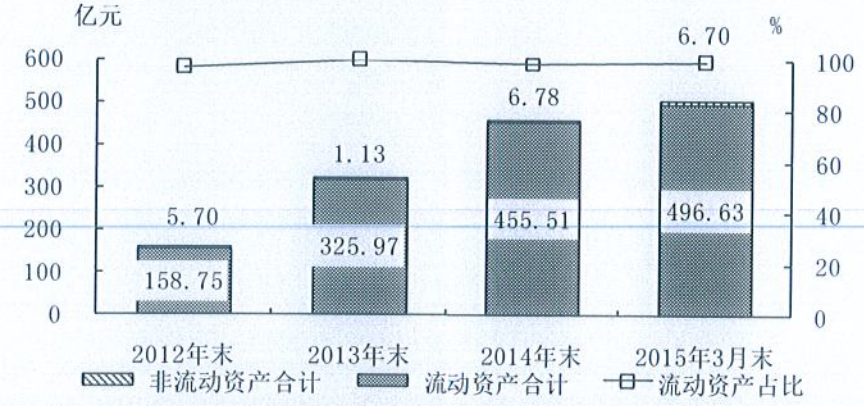


图 1　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司资产结构

公司流动资产主要由存货、预付款项和货币资金等构成。2014 年末，以上三个科目占流动资产的比重分别为 76.95%、8.86%和 8.69%，其中存货规模占比很高。

2012～2014 年末，公司存货增长速度较快，年均复合增长率为 84.51%。2014 年末，存货为 350.52 亿元，同比增长 60.06%，主要由于公司新增房地产项目大幅增加开发成本所致，其中受限存货 118.56 亿元，主要用于抵押借款。存货中开发成本[7]为 332.95 亿元，占存货比重为 94.99%，较 2013 年末变化不大，开发产品（现房类存货）为 17.27 亿元，占存货比重为 4.88%，在行业处于较低水平，良好的存货去化能力为公司提供了较强的流动性保障。2015 年 3 月末，存货为 379.37 亿元，较 2014 年末增加 28.85 亿元。

表 11　截至 2014 年末公司预付款项金额前五名情况（单位：亿元）

单位名称	与公司关系	金额	账龄	未结算原因
上海市浦东新区规划和土地管理局	非关联方	12.06	1 年以内	预付土地款
上海市杨浦区规划和土地管理局	非关联方	12.00	1 年以内	预付土地款
名筑建工集团有限公司	非关联方	4.31	1 年以内	预付工程款
长乐市财政局	非关联方	3.65	1 年以内	预付土地款
福州市马尾区国土资源局	非关联方	2.92	1 年以上	预付土地款
合计	-	34.94	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

2014 年末，公司预付款项为 40.37 亿元，同比下降 40.75%，主要由于 2014 年公司土地购置规模大幅减少所致，账龄在一年以内的预付款项占比 88.39%，预付款项前五名总额为 34.94 亿元，占预付款项总额的 86.54%。2015 年 3 月末，公司预付款项为 34.93 亿元，较 2014 年末有所下降。

2014 年末，公司货币资金为 39.61 亿元，同比增长 53.65%，主要是预收房款增加及借款增加所致；其中受限货币资金 6.24 亿元，占比 15.75%，主要包括公司为客户提供按揭阶段性担保以及银行贷款保证金。2015 年 3 月末，货币资金为 55.46 亿元，较 2014 年末增长 40.03%，主要是公司预收房款的进一步增加使得货币资金有所上升。

2012～2014 年，公司存货周转天数分别为 646.96 天、1,108.68 天、1,041.24 天，随着公司住宅开发规模的扩大，公司存货周转效率有所降低；应收账款周转天数分别为 11.06 天、14.34 天、12.32 天。2015 年 1～3 月，存货周转天数和应收账款周转天数分别为 2,802.47 天和 18.89 天。

公司非流动资产主要由固定资产、长期股权投资和其他非流动资产等构成，2014 年末三者合计占非流动资产比重为 96.62%。2014 年末，公司固定资产规模为 0.23 亿元，主要是运输设备和机器设备；长期股权投资为 0.60 亿元，同比下降 13.01%，主要由于被投资单位广西金川阳光城实业有限公司开发项目目前尚未结利所致；其他非流动资产从 0

[7] 存货开发成本一般包括土地使用权出让金、土地征收及拆迁安置补偿费、前期工程费、建安工程费、基础设施费、公共配套设施费和开发期间税费等。

增至 5.72 亿元，主要由于公司将预计不能在一年或一个正常营业周期内转为流动资产的的预付款项重分类所致。2015 年 3 月末，公司非流动资产构成较 2014 年末变化不大。

综合来看，公司资产规模持续快速增长，流动资产是主要构成部分，随着住宅地产规模扩大，存货规模增长较快，存货周转效率有所降低。

资本结构

随着公司住宅开发对资金需求的增长，公司债务规模增长较快，资产负债率处于较高水平，公司负债以流动负债为主，流动负债中预收款项占比较大

2012～2014 年末，随着住宅项目拓展资金需求逐步增大，公司债务规模持续增长，年均复合增长率为 76.51%，资产负债率由 76.41%上升至 84.69%，处于较高水平。公司负债以流动负债为主，流动负债占总负债比重有所波动，但始终保持在 70%以上。2015 年 3 月末，负债总额为 430.53 亿元，较 2014 年末增加 39.02 亿元，资产负债率为 85.54%。

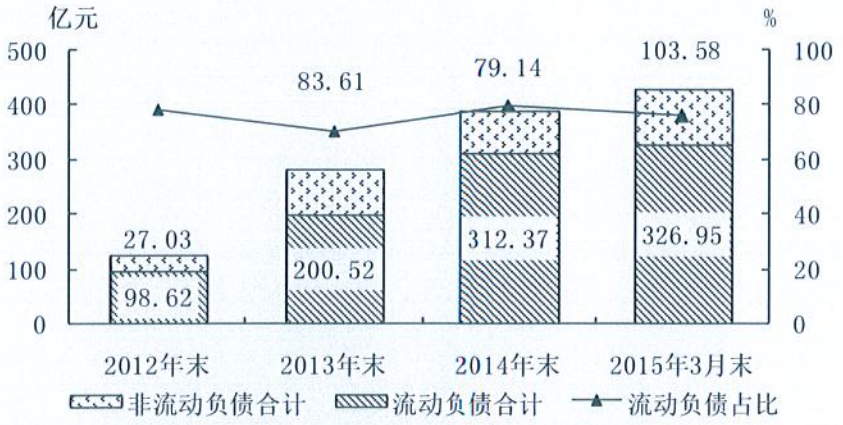


图 2　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司负债结构

公司流动负债主要由预收款项、一年内到期的非流动负债、短期借款及应付账款等构成，其中预收款项占比很高。2014 年末，以上四个科目合计占流动负债的比重为 93.03%。

2014 年末，公司预收款项为 134.70 亿元，同比增长 17.75%，主要是未达到收入确认条件的预收房款等增加所致，其中商品房预售款占比为 99.95%，账龄在一年以内的预收款项占比 96.97%。2015 年 3 月末，公司预收款项增至 156.51 亿元，较大规模的预收款项有利于保障公司未来销售收入。

2014 年末，公司一年内到期的非流动负债为 74.85 亿元，同比增长 212.04%，原因是一年内到期的长期借款大幅增加，金额前五名的一年内到期的非流动负债总计为 35.20 亿元，主要为委托贷款和信托借

款。2015 年 3 月末，一年内到期的非流动负债为 64.11 亿元，较 2014 年末有所下降。

2014 年末，公司短期借款为 48.64 亿元，同比增长 198.27%，其中主要为质押及保证借款，占短期借款比重 78.06%。2015 年 3 月末，短期借款为 47.54 亿元，较 2014 年末减少 2.26%。

2014 年末，公司应付账款为 32.41 亿元，同比增长 133.06%，主要是应付及预提工程款增加所致，其中账龄在一年以内的应付账款占比 97.51%。2015 年 3 月末，公司应付账款为 29.05 亿元，较 2014 年末减少 3.36 亿元。

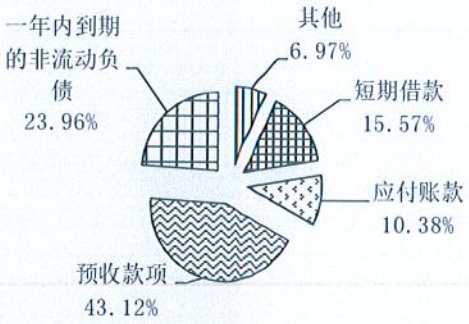


图 3　2014 年末公司流动负债构成情况

公司非流动负债主要由长期借款构成。2014 年末，长期借款为 79.12 亿元，同比下降 5.19%，其中抵押借款 3.25 亿元，保证借款 30.91 亿元，抵押及保证借款 29.96 亿元，质押及抵押、保证借款 15.00 亿元。其中抵押借款以公司持有的存货（包括土地使用权及地上项目）提供抵押；保证借款主要由公司控股股东、实际控制人提供保证担保。2015 年 3 月末，公司长期借款增长至 103.56 亿元，公司开发规模扩大使得对长期资金的需求增加。

2012～2014 年末，由于土地购置及住宅开发规模较大，公司通过开发贷及流动资金贷款、信托借款、基金合作等多种融资渠道进行资金筹集，使得公司有息债务规模增长较快。

表 12　2012～2014 年末及 2015 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年 3 月末	2014 年末	2013 年末	2012 年末
短期有息债务[8]	111.65	123.50	53.56	40.84
长期有息债务	103.56	79.12	83.45	26.84
总有息债务	215.21	202.61	137.01	67.68
总有息债务占总负债比重	49.99	51.75	48.22	53.86

[8] 本报告“短期有息债务”不包含“应付票据”，主要原因为：1.公司应付票据均不付息；2.公司应付票据均为“商业承兑汇票”，而非“银行承兑汇票”，无保证金。出于实际重于形式原则，本报告对公司短期有息债务中的“应付票据”项进行了调整，是公司承受市场利率成本下的实际有息债务。

2014年末，公司总有息债务为202.61亿元，其中短期有息债务同比增长130.57%，主要是一年内到期的长期借款增加所致。截至2015年3月末，公司有息债务主要集中于未来1～2年内偿还，1年内偿还的有息债务占总有息债务的比重为51.88%，有息债务结构还需进一步优化。

表13 截至2015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	合计
金额	111.65	70.89	32.67	**215.21**
占比	51.88	32.94	15.18	**100.00**

2012～2014年末，公司流动比率和速动比率整体有所下降，公司资产负债率上升，同期，资产负债率分别为76.41%和、86.86%和84.69%，预收款项占总负债的比重分别为27.95%、40.26%和34.40%，预收款项占流动负债比重较大。

表14 2012～2014年末及2015年3月末公司偿债能力指标（单位：倍）

指标	2015年3月末	2014年末	2013年末	2012年末
资产负债率	85.54	84.69	86.86	76.41
流动比率	1.52	1.46	1.63	1.61
速动比率	0.36	0.34	0.53	0.57

2012～2014年末及2015年3月末，公司所有者权益逐年持续增加，分别为38.80亿元、42.98亿元、70.79亿元和72.80亿元；同期实收资本分别为5.36亿元、10.44亿元、12.84亿元和12.94亿元；2013年5月，公司实施2012年度利润分配方案，向全体股东以资本公积每10股转增3股，以公司未分配利润每10股送红股6股并派发现金股利1.50元（含税），本次资本公积转增股本、送股实施完成后，公司总股本增至1,018,410,535股，后公司实施股票期权激励计划向激励对象定向发行股份，公司注册资本及实收资本由人民币10.18亿元增加至人民币10.44亿元；2014年11月6日，公司非公开发行新增股份228,470,999股，公司部分激励对象自主行权11,732,500份股票期权，上述事项实施后，公司注册资本及实收资本由10.44亿元增至12.84亿元；同期资本公积分别为1.84亿元、5.78亿元、23.88亿元和24.24亿元，2013年末公司资本公积同比增加3.94亿元，主要是公司因太原新南城房地产开发有限公司和阳光城（石狮）房地产开发有限公司少数股东投入而增加资本公积所致；2014年末资本公积同比增加18.10亿元，主要是公司发行普通股增加股本溢价所致；2012～2014年末及2015年3月末，公司少数股东权益分别为16.84亿元、10.23亿元、6.56亿元和6.33亿元，2013年末少数股东权益下降主要是公司回购平安信托有限责任公司持有阳光城集团福建有限公司48.44%股权所致，2014年末少数股东权益下降主要是由于公司按约回购民生信托持有的阳光城（石狮）房地产开发有限公司49%股权和歌斐资产持有的阳

光城（厦门）置业有限公司 48.07%的股权所致。

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 2015 年一季度末，公司下属子公司为商品房购买人提供的阶段性担保额为 152.65 亿元，公司无对外担保事项。

综合来看，随着公司发展对资金需求逐步提高，公司债务规模持续增长；公司流动负债中预收款项规模较大，有利于保障公司未来收入水平。

盈利能力

2012 年以来，公司营业收入和利润总额逐年增长；受结转地产项目售价及成本变动影响，毛利率有所波动；公司期间费用率保持在较低水平

2012～2014 年，公司营业收入和利润持续快速增长，良好的地产销售业绩为公司结转收入奠定了基础；2013 年，毛利率同比增长 4.23%，主要是毛利率较低的贸易业务占比下降所致，2014 年，毛利率同比变化不大。

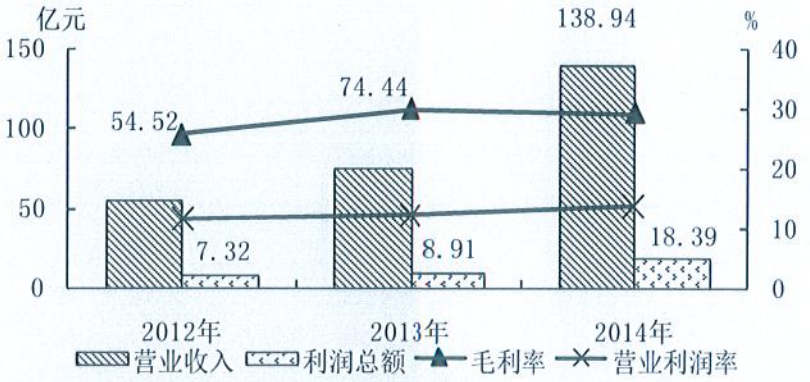


图 4　2012～2014 年公司收入及盈利情况

管理费用和销售费用是公司期间费用的主要部分，随着销售与经营规模的持续扩大，销售费用和管理费用逐年上升。公司近年来较好地控制了费用的增长幅度，期间费用在营业收入中的占比较低。2012～2014 年，公司借款主要用于存货——房地产开发成本，相应的借款费用都进行了资本化，资本化利息支出为 20.40 亿，借款产生的利息支出较少，而公司预收房款等带来了部分银行存款利息收入，因此财务费用占期间费用比重不大。

表 15 2012～2014 年公司期间费用及占营业收入比重（单位：亿元、%）

项目	2014 年	2013 年	2012 年
销售费用	4.49	3.31	1.19
管理费用	3.77	2.43	1.45
财务费用	0.69	0.20	0.68
期间费用/营业收入	**6.44**	**7.97**	**6.08**

2012～2014 年，公司利润总额分别为 7.32 亿元、8.91 亿元和 18.39 亿元，净利润分别为 5.35 亿元、5.98 亿元和 12.82 亿元，随着公司住宅结转项目逐年增长，利润总额和净利润逐年增加，同期净资产收益率分别为 13.78%、13.93%和 18.11%。2015 年 1～3 月，公司营业收入 18.59 亿元，同比减少 6.03%；公司实现利润总额 2.70 亿元，同比增长 53.29%，毛利率为 36.95%，同比增长 8.45 个百分点。

综合来看，2012 年以来，公司凭借高周转的运营模式快速发展，营业收入和利润大幅增长。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持续增长。

现金流

2013～2014 年由于土地购置规模较大，经营性净现金流持续净流出，对债务和利息的保障程度较弱

2012～2014 年，公司经营性净现金流分别为 1.10 亿元、-54.66 亿元和-56.41 亿元，公司处于房地产业务快速发展阶段，增加土地购置规模导致公司经营性现金净流出规模较大，对债务和利息的保障程度较弱。

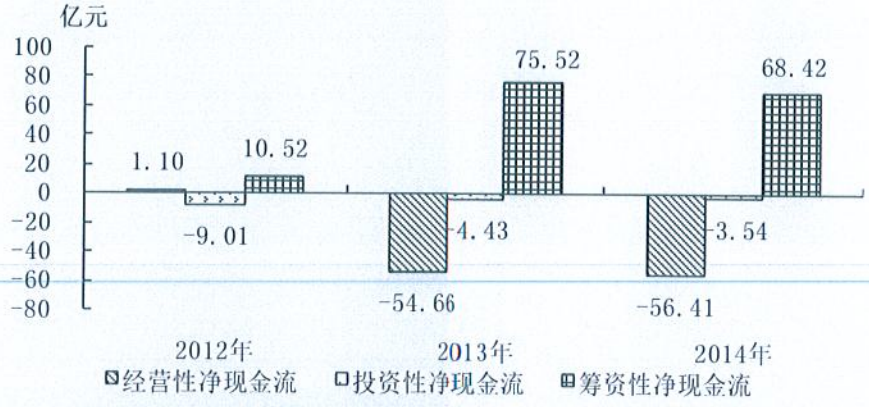


图 5 2012～2014 年公司现金流情况

2012～2014 年，公司投资性净现金流分别为-9.01 亿元、-4.43 亿元和-3.54 亿元，投资性净现金流持续为负，主要是融资合作计划结束后回购股权支付款所致。同期，公司筹资性净现金流分别为 10.52 亿元、75.52 亿元和 68.42 亿元，筹资性净现金流大幅增长主要是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，公司通过多

种融资渠道借款规模大幅增长所致。

2015 年 1～3 月，公司经营性净现金流为 7.66 亿元，投资性净现金流为-0.08 亿元，筹资性净现金流为 9.69 亿元。

表 16　2012～2014 年及 2015 年 1～3 月公司现金流对债务保障能力情况（单位：%、倍）

项目	2015 年 1～3 月	2014 年	2013 年	2012 年
经营性现金净流/流动负债	2.40	-22.00	-36.55	1.58
经营性现金净流/总负债	1.86	-16.70	-26.68	1.03
经营性净现金流利息保障倍数	1.66	-2.63	-4.30	0.17

2012～2014 年及 2015 年 1～3 月，现金回笼率分别为 114.91%、195.08%、113.30%和 210.67%，公司所处行业特征导致收入结算与预收账款存在一定时间差，使得现金回笼率处于很高水平，公司未来营业收入具备一定可持续性。EBIT 利息保障倍数分别为 1.21 倍、0.72 倍、0.91 倍和 0.59 倍，保障程度逐年下降。

综合来看，公司经营性净现金流受土地款项支出影响较大，2013 及 2014 年由于土地购置规模增加，经营性现金流为净流出。

偿债能力

2012 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，资产负债率处于较高水平。公司通过高周转运营模式实现收入和利润规模增长较快，但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，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 2015 年 4 月 23 日，公司本部未曾发生过不良信贷事件，截至本报告出具日，公司未在债券市场发行任何债务融资工具。

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；2012 年以来，随着住宅销售规模的持续扩大，公司收入和毛利润增幅较快，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”，2014 年成功实施“2+X”的全新区域布局；公司通过高周转的运营模式实现签约金额和签约面积高速增长；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；公司通过“股+债”的融资策略拓展融资渠道，为获取土地及开展项目提供了保障，2014 年通过非公开定向增发进一步优化了

资本结构；土地储备规模增长较快导致公司经营性净现金流对债务保障程度较弱。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，有利于其偿债能力的增强。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来1～2年，公司主营业务收入将继续保持稳定增长。因此，大公对阳光城集团的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对阳光城集团股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

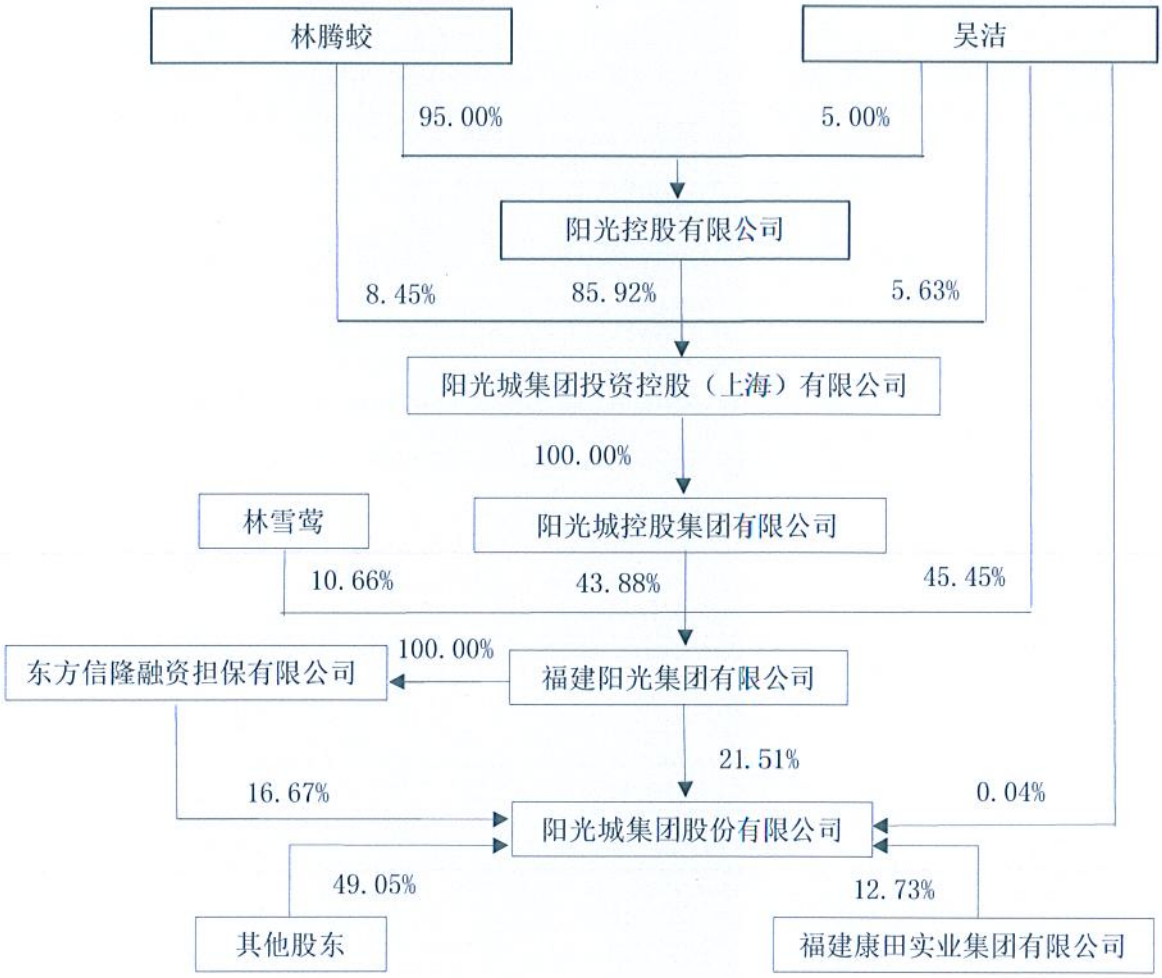
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

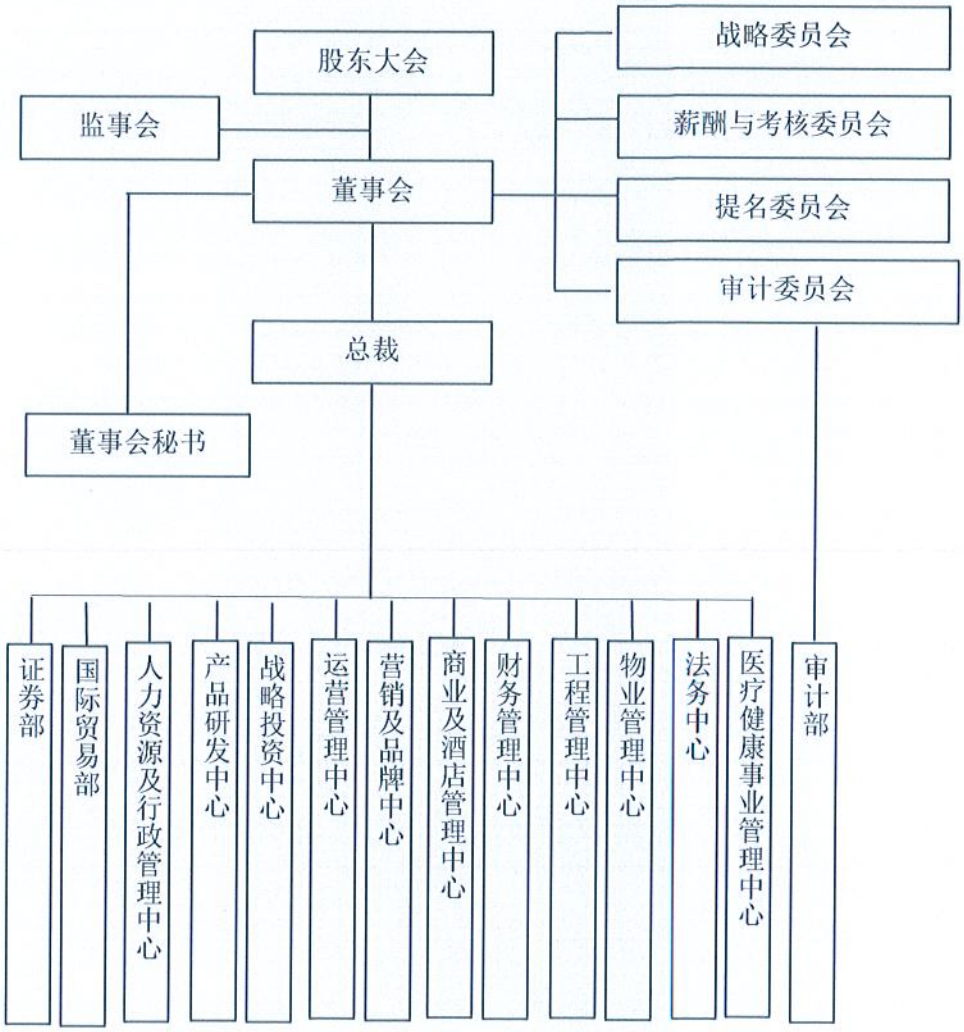
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1　截至 2015 年 4 月 15 日阳光城集团股份有限公司股权结构图



附件 2　截至 2015 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	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
资产类				
货币资金	554,587	396,062	257,771	96,624
应收账款	34,288	43,738	51,331	7,958
预付款项	349,344	403,704	681,357	159,294
其他应收款	107,323	100,020	79,289	46,591
存货	3,793,708	3,505,199	2,189,974	1,029,570
流动资产合计	4,966,305	4,555,149	3,259,722	1,587,537
长期股权投资	5,597	6,043	6,947	52,923
固定资产	2,051	2,258	2,876	2,784
无形资产	835	883	371	461
非流动资产合计	66,995	67,795	11,340	56,998
资产总计	5,033,300	4,622,944	3,271,062	1,644,534
占资产总额比（%）				
货币资金	11.02	8.57	7.88	5.88
应收账款	0.68	0.95	1.57	0.48
预付款项	6.94	8.73	20.83	9.69
其他应收款	2.13	2.16	2.42	2.83
存货	75.37	75.82	66.95	62.61
流动资产合计	98.67	98.53	99.65	96.53
长期股权投资	0.11	0.13	0.21	3.22
固定资产	0.04	0.05	0.09	0.17
无形资产	0.02	0.02	0.01	0.03
非流动资产合计	1.33	1.47	0.35	3.47

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	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
负债类				
短期借款	475,442	486,441	163,090	34,527
应付票据	46,867	0	360	8,300
应付账款	290,533	324,102	139,061	90,926
预收款项	1,565,131	1,346,951	1,143,886	351,179
其他应付款	103,278	89,741	298,337	142,468
一年内到期的非流动负债	641,091	748,521	239,879	318,364
流动负债合计	3,269,469	3,123,703	2,005,176	986,226
长期借款	1,035,598	791,158	834,490	268,382
递延所得税负债	223	223	1,625	1,961
非流动负债合计	1,035,821	791,381	836,115	270,343
负债合计	4,305,290	3,915,084	2,841,292	1,256,569
占负债总额比（%）				
短期借款	11.04	12.42	5.74	2.75
应付票据	1.09	0.00	0.01	0.66
应付账款	6.75	8.28	4.89	7.24
预收款项	36.35	34.40	40.26	27.95
其他应付款	2.40	2.29	10.50	11.34
一年内到期的非流动负债	14.89	19.12	8.44	25.34
流动负债合计	75.94	79.79	70.57	78.49
长期借款	24.05	20.21	29.37	21.36
递延所得税负债	0.01	0.01	0.06	0.16
非流动负债合计	24.06	20.21	29.43	21.51
权益类				
实收资本（股本）	129,356	128,424	104,403	53,601
资本公积	242,390	238,826	57,809	18,351
盈余公积	6,016	6,016	5,897	10,572
未分配利润	286,991	269,002	159,401	137,030
归属于母公司所有者权益	664,753	642,268	327,510	219,554
少数股东权益	63,257	65,592	102,260	168,411
所有者权益合计	728,010	707,860	429,770	387,966

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	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
损益类				
营业收入	185,877	1,389,413	744,419	545,235
营业成本	117,201	984,527	522,712	405,950
销售费用	7,174	44,919	33,071	11,878
管理费用	11,728	37,685	24,287	14,475
财务费用	81	6,854	1,984	6,817
投资收益	-446	3,072	1,242	-970
营业利润	27,013	187,657	88,709	61,870
利润总额	26,971	183,885	89,140	73,177
所得税	11,152	55,706	29,294	19,714
净利润	15,820	128,179	59,846	53,464
占营业收入比（%）				
营业成本	63.05	70.86	70.22	74.45
销售费用	3.86	3.23	4.44	2.18
管理费用	6.31	2.71	3.26	2.65
财务费用	0.04	0.49	0.27	1.25
营业利润	14.53	13.51	11.92	11.35
利润总额	14.51	13.23	11.97	13.42
净利润	8.51	9.23	8.04	9.81
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	76,643	-564,093	-546,622	11,036
投资活动产生的现金流量净额	-841	-35,408	-44,276	-90,058
筹资活动产生的现金流量净额	96,884	684,193	755,223	105,201
财务指标				
EBIT	27,367	194,103	91,328	79,344
EBITDA	27,711	195,573	92,700	81,007
总有息负债	2,152,131	2,026,120	1,370,109	621,354

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	2015 年 3 月（未经审计）	2014 年	2013 年	2012 年
毛利率（%）	36.95	29.14	29.78	25.55
营业利润率（%）	14.53	13.51	11.92	11.35
总资产报酬率（%）	0.54	4.20	2.79	4.82
净资产收益率（%）	2.17	18.11	13.93	13.78
资产负债率（%）	85.54	84.69	86.86	76.41
债务资本比率（%）	74.72	74.11	76.12	63.56
长期资产适合率（%）	2,632.77	2,211.44	11,163.40	1,154.97
流动比率（倍）	1.52	1.46	1.63	1.61
速动比率（倍）	0.36	0.34	0.53	0.57
保守速动比率（倍）	0.17	0.13	0.13	0.10
存货周转天数（天）	2,802.47	1,041.24	1,108.68	646.96
应收账款周转天数（天）	18.89	12.32	14.34	11.06
经营性净现金流/流动负债（%）	2.40	-22.00	-36.55	1.58
经营性净现金流/总负债（%）	1.86	-16.70	-26.68	1.03
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.66	-2.63	-4.30	0.17
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.59	0.91	0.72	1.21
EBITDA 利息保障倍数（倍）	0.60	0.91	0.73	1.23
现金比率（%）	16.96	12.68	12.86	9.80
现金回笼率（%）	210.67	113.30	195.08	114.91
担保比率（%）	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×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（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×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 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[9] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[10] ＝ 360 /(营业收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[9] 一季度取 90 天。
[10] 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　　公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司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。