

## 联合国际授予德信中国控股有限公司‘BB-’的国际长期发行人评级和其美元票据的国际长期发行债务评级；发行人评级展望稳定

香港，2021年1月4日-联合评级国际有限公司（“联合国际”）作为一家国际信用评级公司，授予德信中国控股有限公司（2019.HK）（“德信中国”或“公司”）‘BB-’的国际长期发行人评级，评级展望稳定。

联合国际同时授予由德信中国控股有限公司发行的高级无抵押美元票据“BB-”的国际长期发行债务评级。

德信中国预计将该票据募集资金用于偿还其现有债务。

### 关键评级驱动因素

本次发行的高级无抵押美元票据的评级与德信中国的国际长期发行人评级‘BB-’一致，因该票据构成了德信中国的高级、无抵押债务。德信中国对该美元票据的偿付义务与德信中国所有其他已发行及未来发行的无抵押、非次级债务地位相同。

该发行人评级反映了我们对德信中国的评估，包含其区域市场地位、攀升中的经营规模和充足的盈利能力。评级也考量了德信中国从总部所在地的浙江省向其他新地区发展的能力。评级受限因素包含该公司中等偏高的财务杠杆、项目集中度较高、以及有限的融资渠道。

展望稳定反映了我们预计德信中国将保持平稳的财务状况以及谨慎的增长速度，并鉴于其可观的合约销售回款将在一定程度上提供扩张所需之资金。同时，我们预计该公司在未来中期将逐渐降低对短期融资和信托贷款的依赖。

**可观的合约销售回款提供区域扩张所需资金：**德信中国的管理层希望通过集中平台来融资、购地、采购等，深化城市覆盖率并向新地区扩张，进一步扩大规模。尽管德信中国在全国的合约销售排名并不高，但在杭州和温州的客户满意度调查中排名很高，巩固了其在当地的品牌地位。德信中国利用其项目开发所获得的现金回款，为长三角城市、成渝经济圈以及其他在广东省增长潜力更高的城市提供部分开发资金。德信中国采用高周转率战略，同时注重于面积较小的项目（可销售建筑面积在10万-15万平方米之间），实现高销售以及现金回收率，以维持充足的现金流，为其增长提供资金。

**集中但优质的项目以及充足的土地储备提供财务灵活性：**德信中国在长三角拥有 20 多年的房地产开发经验。截至 2020 年 6 月底，德信中国的总土地储备和权益土地储备分别为 1,571 万平方米和 630 万平方米。公司大部分的土地储备位于杭州和温州，分别占到 31.7%和 19%。浙江省的土地储备总量约占其总土地储备约 70%。公司 2020 年上半年的合约销售均价为人民币 21,160 元/平方米，这验证了其项目的优质性。同期，其平均购地成本为人民币 7,503/平方米。我们认为，鉴于德信中国已建立的区域市场优势和优质的土地储备，以及在杭州和浙江省强大的潜在需求，可以部分弥补公司项目集中度较高的缺陷。此外，鉴于德信中国拥有充足的土地储备，短期内，德信中国补充土地的压力不大，这给予公司更大的财务灵活性。

**对短债和非标融资的依赖使公司增添再融资和监管风险：**公司的经营活动依赖于短期贷款、信托贷款以及来自合营伙伴的资金，这也增添了再融资以及监管的风险。截至 2020 年 6 月底，短期贷款(不包括信托资管及其他贷款)占公司总债务约 23%，而信托资管及其他贷款(包括短期和长期贷款)占总债务约 19%。此外，公司主要依靠在岸银行贷款融资，在岸债务资本市场的渠道有限。同时，公司未偿还的海外债券仅占约 16%。公司计划逐步用债务资本工具替代短期贷款和信托贷款。我们预计，公司将在在岸和离岸债务资本市场获得更多认可，以实现其融资渠道多元化。

**中等偏高且持续增长的财务杠杆限制评级：**德信中国的信用评级受限于其中等偏高的财务杠杆，其总债务占总资本比率处于中等偏高水平(2018 年底：62.5%；2019 年底：61.75%；2020 年 6 月底：64.48%)。由于公司计划依靠债务融资扩张来扩大其业务规模，我们预计其中等偏高的财务杠杆在未来 12-18 个月将持续小幅度增加。

此外，德信中国高于 3 倍的利息覆盖倍数，主要是由于过去 2 个年度年毛利率高达 30% 以上，且债务水平不高。然而，由于公司面临利润压缩、债务水平上升以及短期融资的减少，我们预计未来 12-18 个月，其利息覆盖倍数可能会下降至 3 倍以下。

**土地成本上升进一步压缩盈利能力：**我们预计德信中国的毛利率将在 2020 年以及 2021-2022 年适度下降至 25%左右(2018 年：38%；2019 年：32.2%；2020 年上半年：25.7%)，这主要是考虑到公司目前主要依赖公开拍卖获得土地而导致土地成本不断上升，进一步压缩其盈利能力。尽管如此，德信中国通过集中融资、采购、产品标准化和预期的购地多元化来控制整体成本，在一定程度上将缓解其盈利压力。

**流动性仍然紧张：**截至 2020 年 6 月底，德信中国拥有现金和流动投资总额为人民币 132.9 亿元(包括受限制现金 10.91 亿元)，未来 12 个月到期的债务总额约为人民币 92.29 亿元(包括合营联营公司带息的往来款)。截至 2020 年 6 月底，德信中国的银行信贷总额为人民币 170.4 亿元，其中未使用的为人民币 20.673 亿元。该公司在 2020 年

6 月底已签约但未支付的承诺约人民币 67 亿元。我们认为，鉴于公司强劲的合约销售和现金收款，在一定程度上将缓解其紧张的流动性。

**合资公司的占比高：**德信中国通过合资公司参与的形式来进行扩张。这样的方法有助德信中国获得市场份额和控制整体土地购买的成本。但同时增加了德信中国的执行风险和减低了财务透明度。然而，德信中国拥有超过 20 年的运营历史，并控制和操盘超过 90% 的在建项目，这在很大程度上有助于减轻执行风险。

### 评级敏感性因素

对于德信中国的任何评级行动可能引发对于本期美元票据的类似评级行动。

若发生以下情况，我们将考虑下调德信中国的信用评级：其激进的补充其土地储备导致其财务杠杆持续增加，使得以债务/资本衡量的财务杠杆水平超过 70%，或者其 EBITDA 利息覆盖倍数持续低于 2 倍，和/或其经营活动恶化，包括合约销售金额和/或营业收入大幅下滑或流动性发生弱化。

若发生以下情况，我们将考虑上调德信中国的信用评级：(1) 大幅提高经营规模，并(2) 维持其以债务/资本化衡量的财务杠杆水平持续低于 60% 或 EBITDA 利息覆盖率持续在 4 倍以上。

### 关于联合国国际

联合国国际是一家国际信用评级公司，旨在为全球范围内的公司、银行、非银行金融机构、地方政府融资平台和其他资产提供信用评级服务。与此同时，联合国国际也从事信用风险研究和提供其他与信用评级相关的服务。

### 评级方法

本次对德信中国评级所采用的主要评级方法为联合国国际于 2018 年 7 月 16 日发表的 *General Corporate Rating Criteria*。关于该评级方法，请浏览 [www.lhratingsglobal.com](http://www.lhratingsglobal.com)。

注：1、上述发行人评级均为在受评对象或相关第三方要求下的委托评级。

2、本新闻稿为中文译本，如与英文新闻稿有任何出入，均以联合国国际于 2021 年 1 月 4 日发布的英文版内容为准。（*Lianhe Global has assigned 'BB-' global scale Long-term Issuer and Issuance Credit Rating to Dexin China Holdings Company Limited and its USD notes; Issuer Rating Outlook is Stable*）

### 联系人

首席分析师

孔令彦  
高级董事  
(852) 3462 9577  
[alex.kung@lhratingsglobal.com](mailto:alex.kung@lhratingsglobal.com)

评级委员会主席  
游志文  
董事  
(852) 3462 9586  
[ben.yau@lhratingsglobal.com](mailto:ben.yau@lhratingsglobal.com)

业务拓展联系人：  
池欣庭  
董事总经理  
(852) 3462 9569  
[joyce.chi@lhratingsglobal.com](mailto:joyce.chi@lhratingsglobal.com)

## 免责声明

联合评级国际有限公司（“联合国际”或“本公司”或“我们”）发布的信用评级和研究报告受特定条款和条件的约束。请在公司网站上阅读这些条款和条件：  
[www.lhratingsglobal.com](http://www.lhratingsglobal.com)

信用评级是一种对于实体或债务可信程度的决策参考，不是购买，出售或持有任何证券的建议。信用评级不涉及任何证券的市场价格，可销售性和/或适用性，也不涉及其税务影响或结果。联合国际保有于任何时间或理由对信用评级自行决定升级、降级或撤回的权利。

所有信用评级都是由经过认证的分析师通过严格的评级流程共同努力的产物。所有信用评级均不是由个人负责，而是来自于评审委员会归属程序。报告中提到的个人仅作为联系人的目的。

联合国际基于我们有充分理由认为属实的第三方信息开展信用评级服务。联合国际根据审计的财务报表，访谈，管理层讨论和分析，相关的第三方报告以及公开可用的数据等进行分析。联合国际不进行任何审核，调查，核实或尽职调查。联合国际无法保证信息的准确性，正确性，及时性和/或完整性。信用评级可能包含联合国际的对未来事件预测的前瞻性意见，根据定义，这些事件可能会发生变化，不能被视为事实。

在任何情况下，联合国际及其董事、股东、员工、高级职员和/或代表或联合国际有限公司的任何成员均不对任何一方承担任何因使用公司发布的相关信息而产生的损害、损失、责任、成本或费用。

联合国际从发行人、承销商、债务人或投资者处获得提供信用评级服务的报酬。除提供联合国际要求的信息外，上述个体及其关联个体均不需参与信用评级流程。

在发布评级之前，任何评级报告中包含的信用评级都会被征求并向被评级个体（及其代理商）披露。任何人不得于任何司法管辖区内，在违反当地法律及法规的情况下分发或使用联合国际出版的信用评级和研究报告。任何根据通过信用评级获得的信息以及研究报告的用户须咨询相关机构或专业人员，以遵守适用的当地法律及法规。

所有已发布的信用评级以及研究报告皆属于联合国际的智能财产。未经我方书面许可，不得以任何方法复制、公开散发或改动。

联合国际是联合信用管理有限公司的子公司。联合国际评审委员会拥有对公司独立信用评级和研究中使用的任何方法或流程的最终解释权。

版权所有©联合评级国际有限公司 2021。