

联合国际授予阳光城集团股份有限公司‘BB-’的国际长期发行人评级， 展望稳定

香港，2019年4月26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，授予阳光城集团股份有限公司（“阳光城”）‘BB-’的国际长期发行人评级，展望稳定。

该发行人评级反映了阳光城在中国房地产市场具有领先的市场地位和品牌知名度。然而，阳光城的发行人评级也受制于其较高的财务杠杆和低于同业的利润水平。

展望稳定反映了联合国际预期阳光城将会在未来 12 至 24 个月中审慎地购置新土地、降低其杠杆比率以及逐渐提升其经营效率以缓解其趋紧的流动性。

关键评级驱动因素

大规模且分散的土地储备支撑其强劲的合约销售增长：截至 2018 年底，阳光城大规模且分散的土地储备规模达到 4,418 万平方米，横跨中国 59 个城市，已足够支持其未来 3.5 年的合约销售。阳光城通过采用“3+1+X”的战略来构建自己的土地储备，即将大福建、长三角、京津冀和珠三角区域作为主要的业务核心而有选择地进入中国中西部地区以省会和卫星城市为主的其他核心城市。自 2015 年以来，阳光城通过运用此战略逐步扩大自己的土地储备，其规模实现了四倍的增长，由 2015 年的 1,307 万平方米扩展至 2018 年的 4,418 万平方米。阳光城扩大而具规模的土地储备支撑了其 2016 年至 2018 年快速强劲的合约销售增长（2016 年：63.31%；2017 年：87.95%；2018 年：77.93%）。阳光城在 2018 年实现了人民币 1,629 亿元的合约销售额（权益销售额为人民币 1,183 亿元），使得其位居中国房地产开发商前 15 位。

提升的回款能力确保了经营效率并为经营需求提供支持：对于其潜在的土地储备收购项目，阳光城设置了最低净利率、最低内部收益率和最长回款周期的内部指标来确保每个项目在低级别城市实现至少 12 个月内现金流回正、在高级别城市实现大约 16 个月现金流回正。对于正在进行的项目，阳光城则通过加快项目执行周期和采用交叉施工的方法来优化项目建设周期，以期缩短项目交付周期。提升后的施工效率为阳光城增加了因实现合约销售而取得的现金流入，同时也帮助阳光城部分缓解了其流动性需要。阳光城的回款能力在 2018 年有了提升。平均回款率由 2017 年的 74% 提升至 2018 年的 80%。2018 年，阳光城由销售收到的现金由 2017 年的人民币 574 亿元增长至人民

币 794 亿元，并实现了人民币 218 亿元的净营运现金流入。提升的经营性现金流主要得益于阳光城在 2018 年改善的现金管理流程。

高杠杆限制了评级：自 2015 年以来，阳光城采用了激进的扩张模式。其主要依靠外部融资来大面积收购土地和扩大资产规模。阳光城的杠杆水平也伴随着资产规模的扩张而水涨船高。阳光城以有息债务/资本衡量的杠杆水平由 2015 年的 72.9% 骤增至 2017 年的 84.3%。截至 2018 年底，阳光城未经调整过的有息债务达到人民币 1,126 亿元（短期债务：人民币 482 亿元；长期债务：人民币 644 亿元），相当于其人民币 565 亿元收入规模的两倍。巨大的债务负担使阳光城的流动性受到一定的压力。高于同业的财务杠杆限制了阳光城的评级。然而，自 2018 年以来，阳光城一直致力于将控制财务杠杆优先于扩大经营规模作为经营目标，其减慢了扩张的步伐来管理其增长的杠杆水平。阳光城缩减了其土地购置的资金规模，并优化了经营流程来缩短现金回款周期。在公开市场和收购渠道方面，阳光城分别花费了人民币 385 亿元和 175 亿元的资金，相当于 2017 年总额的一半。正因如此，其以有息债务/资本比率衡量的财务杠杆在 2018 年未有大幅增长，与 2017 年基本维持在同一水平。联合国际预期在未来的 12 至 24 个月中，阳光城将有节制地补充其土地储备并逐渐降低其杠杆水平。

多元化畅通的融资渠道部分缓解了流动性压力：阳光城的短期流动性面临一定压力。截至 2018 年底，阳光城一年内（2019 年）所需偿还的债务为人民币 469 亿元，而其在手的货币资金仅为人民币 378 亿元。然而，作为一家上市公司，阳光城于在岸和离岸市场拥有多元化的融资渠道，诸如银行授信、债券发行、信托贷款、资本证券化产品等方式。联合国际相信阳光城短期的流动性缺口将通过其已获批但未提用的总计人民币 482 亿元的信贷和美元债发行额度予以覆盖。

评级敏感性因素

若发生以下任何情况，我们将考虑下调阳光城的信用评级。（1）若阳光城激进地收购土地而导致其杠杆水平上升使得 EBITDA 利息覆盖比率下降至低于 1.2 倍或者有息债务/资本比率上升至超过 86%；或（2）若阳光城的经营表现出现恶化，如合约销售情况或者经营性现金回款情况出现大幅下降。

若发生以下情况，我们将考虑上调阳光城的信用评级。（1）若阳光城能持续降低其杠杆水平使其有息债务/资本比率下降并持续低于 70%；且（2）若阳光城的盈利能力得到提升使其毛利率水平持续高于 30%。

关于联合国际

联合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

本次对阳光城评级所采用的主要评级方法为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。

注：1、上述发行人/发行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，均以英文版内容为准。

(Lianhe Global has assigned a 'BB-' global scale Long-term Issuer Credit Rating with Stable Outlook to Yango Group Co., Ltd)

联系信息：

首席分析师

孔令彦

高级董事

(852) 3462 9577

alex.kung@lhratingsglobal.com

第二分析师

蒋颖云

经理

(852) 3462 9583

iris.jiang@lhratingsglobal.com

评级委员会主席：

何昊洺

首席执行官

(852) 3462 9568

stan.ho@lhratingsglobal.com

业务拓展联系人：

池欣庭

董事总经理

(852) 3462 9569

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

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 2019