



信用等级通知书

信评委函字 [2018]跟踪182号

信达地产股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及公司已发行的“信达地产股份有限公司2016年公司债券（第一期）”和“信达地产股份有限公司2016年公司债券（第二期）”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；维持上述债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一八年五月二十五日

信达地产股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）、（第二期）跟踪评级报告（2018）

发行主体	信达地产股份有限公司		
债券简称	第一期：16 信地 01 第二期：16 信地 02		
债券代码	第一期：136251 第二期：136294		
发行年限	5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权		
发行规模	第一期：25 亿元 第二期：5 亿元		
存续期限	第一期：2016/3/1~2021/3/1 第二期：2016/3/15~2021/3/15		
上次评级时间	2018/3/5		
上次评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定
跟踪评级结果	债项级别 主体级别	AA ⁺ AA ⁺	评级展望 稳定

概况数据

信达地产	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	87.45	93.18	100.67	98.86
总资产（亿元）	521.84	651.25	719.53	745.95
总债务（亿元）	305.01	373.99	376.67	372.93
营业总收入（亿元）	81.36	115.71	152.16	5.06
营业毛利率（%）	28.96	24.76	28.16	34.22
EBITDA（亿元）	13.92	21.02	27.79	-
所有者权益收益率（%）	9.29	9.15	10.58	-4.29
资产负债率（%）	83.24	85.69	86.01	86.75
净负债率（%）	281.11	311.34	213.33	252.49
总债务/EBITDA（X）	21.92	17.79	13.55	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.65	0.78	1.22	-

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、信达地产 2018 年第一季度所有者权益收益率经年化处理。

基本观点

2017 年，受益于部分高端项目入市带来的销售均价的提升，信达地产股份有限公司（以下简称“信达地产”或“公司”）销售业绩保持快速增长，土地储备较充足，获现能力明显增强，偿债指标有所优化，且公司备用流动性充足。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到房地产调控政策持续且行业竞争加剧，公司财务杠杆持续处于偏高水平等因素对公司整体经营及信用水平带来的不利影响。

综上，中诚信证评将维持信达地产主体信用等级为 AA⁺，评级展望稳定，维持“信达地产股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）”和“信达地产股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）”信用等级为 AA⁺。

正面

- 销售业绩保持快速增长，待结算资源较为丰富。受益于高端项目入市带来的销售均价的提升，2017 年公司房地产项目销售收入持续增长，全年实现签约销售金额 224.71 亿元，同比增长 32.91%。同时，2017 年末公司预收款项余额为 136.78 亿元，同比增长 16.72%，为其短期内经营业绩的增长提供了较好的保障。
- 土地储备较充足。2017 年，公司在北京、宁波、合肥等一线和二线核心城市共计新增土地储备项目 7 个，区域布局相对分散。截至 2017 年末，公司土地储备规划计容建筑面积为 290.87 万平方米，在建面积为 268.01 万平方米，整体土地储备质量较好，且土地储备规模较充足。
- 获现能力大幅提升，偿债指标表现增强。受益于房地产销售收入快速增长，2017 年公司经营性业务利润同比大幅上升 187.32%至 15.01 亿元，EBITDA 和货币资金亦明显上升，且经营性净现金流表现大幅改善，公司经营所得对债务本息的偿付能力得以增强。

分析师

周莉莉 lizhou@ccxr.com.cn

关欣 xguan@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月25日



- 备用流动性充足。公司继续同多家金融机构保持了良好的合作关系，2017年末未使用授信额度174.22亿元，规模较大，备用流动性充足。加之其作为A股上市企业权益融资渠道亦较为畅通，多元化的融资渠道亦增强了公司的财务弹性，对公司流动性压力能起到有效的缓解作用。

关注

- 房地产调控政策持续且行业竞争加剧。在宏观经济增速放缓、因城施策等调控政策持续且房地产市场区域分化日益明显的背景下，房地产行业竞争加剧，利润空间不断收窄，行业环境及行业政策的变化或将对公司经营战略的实施提出更高要求。
- 财务杠杆处于偏高水平。2018年3月末公司债务规模为372.93亿元，当期末公司资产负债率和净负债率分别为86.75%和252.49%，整体财务杠杆处于偏高水平，未来随着土地投资的增加以及项目开发的继续，公司亦面临一定资本支出压力。

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和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期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，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。

募集资金使用情况

信达地产股份有限公司 2016 年公司债券（第一期）（债券简称为“16 信地 01”、债券代码 136251）于 2016 年 3 月 2 日完成发行，实际发行规模 25 亿元，到期日为 2021 年 3 月 1 日，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，最终票面利率为 3.80%，募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

信达地产股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）（债券简称为“16 信地 02”、债券代码 136294）于 2016 年 3 月 16 日完成发行，实际发行规模 5 亿元，到期日为 2021 年 3 月 15 日，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，最终票面利率为 3.50%，募集资金已按照募集说明书上列明的用途使用完毕。

重大事项说明

2017 年 7 月 20 日，公司发布《第十届董事会第二十九次（临时）会议决议公告》，公司拟向中国信达、淮南矿业（集团）有限责任公司（以下简称“淮矿集团”）非公开发行股份，购买中国信达拟持有的淮矿地产有限责任公司（以下简称“淮矿地产”）60%股权和淮矿集团持有的淮矿地产 40%股权（以下简称“标的资产”）。根据淮矿集团的整体改制方案，淮矿集团减资回购中国信达持有其 22.60%股权，支付对价为淮矿集团持有的淮矿地产 60%股权，差额部分由淮矿集团以现金补足。股权置换完成后，中国信达、淮矿集团分别持有淮矿地产 60%和 40%股权。2017 年 12 月 29 日，公司从中国信达处获悉，安徽省人民政府原则同意与公司本次重大资产重组事项相关的《淮南矿业（集团）有限责任公司整体改制方案》。2018 年 2 月 27 日，信达地产发布公告，中华人民共和国商务部（以下简称“商务部”）已出具《商务部经营者集中反垄断审查不实施进一步审查决定书》，商务部决定对信达地产收购淮矿地产股权按不实施进一步审查，可以实施集中，另截至 2018 年 2 月 26 日，淮矿集团持有的淮矿地产 60%股权已过户至中国信达名下并已完成工商变更登记。2018 年 3 月 5 日公司第七十八次

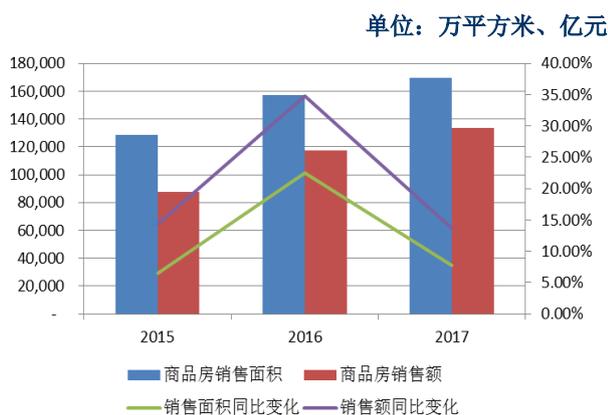
股东大会通过关于公司发行股份购买资产的议案。截至目前，信达地产重大资产重组项目有关事项仍在进行中，中诚信证评将对其保持持续关注。

行业分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66%和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3%和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3%和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7%和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1: 2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源: 国家统计局, 中诚信证评整理

土地市场方面, 2017 年全国土地成交金额大幅上涨, 但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米, 同比上升 15.81%; 房地产建设用地成交款约 13,643 亿元, 同比上涨 49.45%, 成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看, 受土拍限价影响, 2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落, 同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点, 为 9.49% 和 14.30%; 二线城市地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落, 分别较上年下降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点, 为 12.33% 和 29.33%; 而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升, 分别为 48.37% 和 37.05%, 同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调, 重点城市调控效果显现, 同时长效机制也加速推进。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧, 同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下, 部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是, 在一线城市政策趋严的情况下, 部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市, 受此影响, 环北京周边县市中出台调控政策, 包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区等; 同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末, 共有 46 城相继落地限售令, 承德、

西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售, 海南省则在全省范围内施行限售。受此影响, 2017 年我国房地产销售增速放缓, 其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外, 长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月, 《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中, 选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月, 十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位, 加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度, 有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧, 融资成本上升, 资金平衡能力面临更高挑战。同时, 行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升, 具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响, 房地产企业签约销售金额增速有所放缓, 2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个人按揭贷款金额为 72,600 亿元, 同比增长 9.41%, 较上年同期增速下降 25.51 个百分点, 房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面, 自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险, 同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》, 严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来, 房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看, 2017 年以来随着房企融资政策的紧缩, 房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看, 2018~2023 年为房地产债券到期高峰, 房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。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。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至

55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

业务运营

2017 年公司销售面积有所下降，但受益于公司高端产品入市带来的销售均价上升，其销售金额保持增长；同时受趋严的房地产调控政策影响，公司开工节奏放缓，期末在建面积有所下降。

跟踪期内，公司秉持“快销快回”的营销策略，加大销售考核力度，但受销售产品结构变化影响，2017 年权益合同销售面积为 113.75 万平方米，同比下滑 26.30%。但受益于公司滨江壹品和信达金茂广场等高端项目入市，公司销售均价从去年的 10,954 元/平方米上升至 19,755 元/平方米，使得当期实现销售金额 224.71 亿元，同比增长 32.91%。从销售区域分布来看，2017 年合肥、芜湖、杭州、宁波、嘉兴和上海的销售金额占比分别为 17.49%、17.00%、16.15%、15.12%、13.21%和 8.41%，长三角区域仍为公司合同销售金额的主要贡献区域。2018 年 1~3 月，公司实现销售面积 27.75 万平方米，销售金额 62.06 亿元，同期对应销售均价为 22,364 元/平方米。

表 1：2015~2018.Q1 公司业务运营情况

指标	单位：亿元、万平方米、元/平方米			
	2015	2016	2017	2018.Q1
合同销售面积	111.40	154.35	113.75	27.75
合同销售金额	105.20	169.07	224.71	62.06
合同销售均价	9,443	10,954	19,755	22,364
结算面积	80.44	120.65	120.17	2.27
结算金额	75.41	108.87	143.44	2.99
结算均价	9,375	9,024	11,936	13,181

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 2：2017 年公司销售金额及面积的区域分布情况

城市	销售金额占比	销售面积占比
合肥	17.49%	15.44%
芜湖	17.00%	24.62%
杭州	16.15%	3.74%
宁波	15.12%	13.93%
嘉兴	13.21%	17.28%
上海	8.41%	3.22%
马鞍山	2.99%	7.32%
绍兴	2.24%	2.56%
重庆	2.07%	3.01%
海口	1.11%	1.40%
乌鲁木齐	1.00%	2.70%
琼海	0.76%	1.08%
台州	0.72%	0.94%
太原	0.67%	1.18%
青岛	0.60%	0.81%
长春	0.46%	0.77%
合计	100.00%	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目结转方面，2017 年公司交付结转面积基本与上年持平，受益于结算均价的增长，当期结算金额有所提升。当年公司结算面积 120.17 万平方米，同期结算金额 143.44 亿元，同比增长 31.75%。从区域分布来看，公司结算项目主要位于长三角地区，宁波、合肥、芜湖、嘉兴、重庆和上海的结算面积占比分别为 26.84%、18.23%、14.98%、10.22%、9.01%和 8.11%。2018 年 1~3 月，公司实现结算面积 2.27 万平方米，结算金额为 2.99 亿元。

表 3：2016~2017 年公司结算面积占比情况

单位：万平方米

区域	2016		2017	
	结算面积	占比	结算面积	占比
海口	2.19	1.82%	2.35	1.96%
合肥	17.39	14.41%	21.90	18.23%
马鞍山	8.25	6.84%	0.18	0.15%
青岛	2.40	1.99%	0.93	0.77%
上海	6.55	5.43%	9.75	8.11%
沈阳	3.83	3.18%	0.37	0.31%
乌鲁木齐	2.73	2.26%	2.45	2.04%
芜湖	19.22	15.93%	18.01	14.98%
长春	1.40	1.16%	0.00	0.00%
杭州	0.24	0.20%	0.15	0.13%

嘉兴	27.94	23.16%	12.28	10.22%
宁波	19.65	16.28%	32.25	26.84%
绍兴	2.04	1.69%	1.89	1.57%
台州	6.50	5.38%	1.33	1.11%
重庆	0.33	0.27%	10.83	9.01%
琼海	0.00	-	5.48	4.56%
合计	120.65	100.00%	120.17	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

项目运营方面，在趋严的房地产调控政策影响下，2017年公司放缓开发节奏，当期新开工面积75.04万平方米，同比大幅下降51.87%；同期，公司竣工面积141.12万平方米，同比增长9.38%，完成全年计划的108.56%。从竣工项目的分布来看，主要分布在宁波、合肥、重庆、芜湖和上海等城市，主要竣工项目分别为宁波高桥项目、信达天御一期S-11号地块、信达国际二期、海上传奇二期以及信达北苑09-02剩余地块项目等。2018年1~3月，公司新开工面积为26.44万平方米，同比下降28.50%；竣工面积为6.77万平方米，同比下降10.33%。2018年，公司计划新开工面积90万平方米，计划竣工面积110万平方米。

表 4：2015~2018.Q1 公司开竣工情况

单位：万平方米

	2015	2016	2017	2018.Q1
新开工面积	123.11	155.90	75.04	26.44
竣工面积	141.38	129.02	141.12	6.77
在建面积	317.60	336.28	268.01	287.68

注：公司开竣工面积均为并表口径

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在建项目方面，截至2017年末，公司在建项目合计25个，对应在建建筑面积268.01万平方米，受新开工节奏放缓影响，较2016年下降20.30%。从在建项目区域分布来看，主要分布在嘉兴、芜湖、合肥、马鞍山、深圳和宁波等城市，规划建筑面积的占比分别为17.88%、16.83%、16.56%、9.62%、8.81%和8.71%。公司在建项目基本分布在重点二线城市，区域分布较好。

表 5：截至 2017 年末公司在建项目区域分布情况

单位：万平方米

区域	在建面积	占比
嘉兴	47.91	17.88%
芜湖	45.11	16.83%
合肥	44.38	16.56%
马鞍山	25.77	9.62%
深圳	23.61	8.81%
宁波	23.34	8.71%
杭州	14.71	5.49%
太原	14.29	5.33%
阜新	11.95	4.46%
上海	10.16	3.79%
琼海	6.77	2.52%
总计	268.01	100.00%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

跟踪期内，公司土地投资策略相对谨慎，均以合作开发模式拿地，新增项目多位于重点二线城市；全年新增土地储备规划建筑面积和土地投资金额下降，土地获取成本较低。

2017年，受房地产市场调控及可开发规模较大影响，公司土地投资策略相对谨慎，当年土地投资规模有所放缓，新增土地储备120.12万平方米，分布于宁波、合肥、芜湖和天津等地。当期土地投资额为115.46亿元，权益口径下平均楼面均价为9,428元/平方米。在土地市场竞争加剧、土地成本大幅增长的背景下，公司持续采取合作开发的模式获取土地，2017年公司新增的7个储备项目均采取了合作开发的模式，合作开发商包括融创中国控股有限公司、安徽保利房地产开发有限公司等。

表 6：2015~2018.Q1 公司新增土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

	2015	2016	2017	2018.Q1
新拓展项目	6	6	7	0
新增土地储备	111.42	128.75	120.12	0
新增土地金额	184.44	271.43	115.46	0
新增土地楼面均价	16,553	21,081	9,428	0
累计土地储备面积	487.60	375.54	290.87	274.19

注：1、新增土地储备面积为全口径规划建筑面积；2、公司土地储备为拟建未售项目规划建筑面积，不包括在建未售建筑面积，均为并表口径，新增土地楼面均价系权益口径下计算所得。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：2017 年公司新增土地储备明细

单位：万平方米、亿元、元/平方米

2017 年新增地块	城市	规划建筑面积	权益	土地金额 (权益口径)	楼面 均价	合作开发方
宁波东钱湖 13-13-1#地块	宁波	12.6	50%	9.7	15,407	融创房地产集团有限公司
芜湖市鸠江区仁和天地以东 AB 地块 (1701 号宗地)	芜湖	26.38	49%	6.17	4,777	安徽保利房地产开发有限公司
芜湖 1711 地块	芜湖	18.9	45%	4.06	4,775	淮矿地产有限责任公司
天津市南开区六马路	天津	6.2	50%	3.4	10,978	天津市立川置业有限公司
合肥西飞	合肥	8.09	50%	5.13	12,682	融创房地产集团有限公司
合肥市包河区 S1706 号地块	合肥	35.76	50%	21.67	12,119	万科企业股份有限公司、深圳华侨城股份有限公司
北京昌平泰禾项目	北京	12.19	29%	4.13	11,686	泰禾集团股份有限公司
合计	-	120.12	-	54.26	9,428	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2017 年末，公司并表口径未动工的储备总规划计容建筑面积为 290.87 万平方米，近年来尽管公司新增项目规模较大，但大部分不并表，期末土地储备整体有所下滑，但按每年新开工面积估算，公司土地储备量较充足。从土地储备的分布上看，公司土地储备分布在合肥、湛江、广州、阜新和上海等 11 个城市，其中合肥占比为 34.60%，湛江占比 28.24%，广州占比 10.83%，阜新占比 6.45%，上海占比 5.88%，整体土地储备质量较好。2018 年第一季度，公司无新增土地储备项目，截至 2018 年 3 月末公司土地储备面积为 274.19 万平方米。

表 8：截至 2017 年末公司土地储备的区域分布情况

单位：万平方米

区域	持有待开发计容建筑面积	占比
合肥	100.64	34.60%
湛江	82.14	28.24%
广州	31.5	10.83%
阜新	18.77	6.45%
上海	17.1	5.88%
马鞍山	10.8	3.71%
乌鲁木齐	9.88	3.40%
海口	8.9	3.06%
琼海	6.21	2.13%
重庆	3.29	1.13%
宁波	1.64	0.56%
总计	290.87	100.00%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

跟踪期内，公司继续依托股东中国信达系统平台及资源，强化集团协同联动，当年公司参与的地产基金运作良好，并实现了可观收益。

跟踪期内，公司作为中国信达旗下唯一房地产开发业务运作平台，依托中国信达系统平台，探索“基金投资+操盘代建”模式，拓宽了项目获取途径。截至 2017 年末，公司作为有限合伙人参与的运营中的基金共 11 支，基金总规模 169.88 亿元，公司权益占比金额为 39.64 亿元。其他参与方分别为上海信达汇融股权投资基金管理有限公司、中建投信托有限责任公司、中国信达、信达资本管理有限公司（以下简称“信达资本”）、信达证券股份有限公司和陆家嘴信托有限公司等信达系统内外的合作伙伴，资金的投向为宁波、上海、深圳、重庆、长春、济南、青岛等地的房地产开发项目。公司参与投资的基金主要计入可供出售金融资产科目，2017 年可供出售金融资产实现现金分红 2.86 亿元。

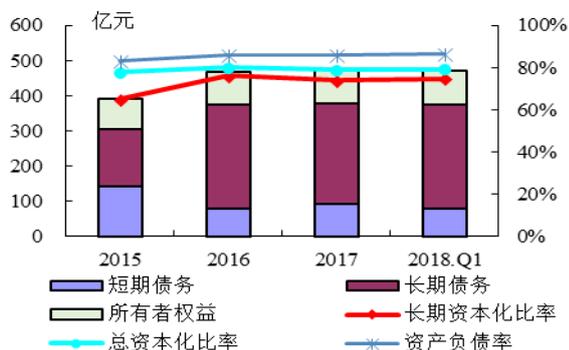
总体来看，公司将借助信达系统的资源优势和品牌支持，创新业务模式和盈利模式，逐步形成差异化的竞争优势和多样化的利润来源。

财务分析

下列财务分析基于公司提供的经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年审计报告以及未经审计的 2018 年一季度财务报表。

资本结构

图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构

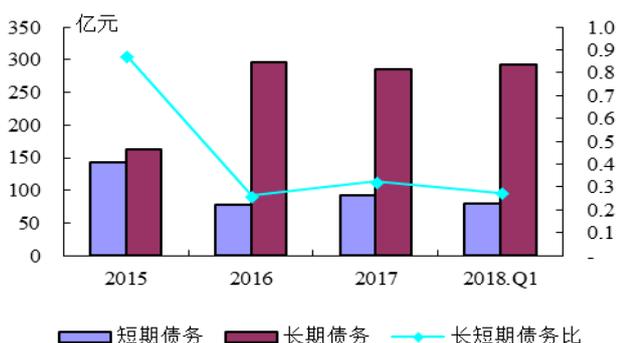


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

随着项目开发的推进以及土地投资的扩大，公司总资产和负债规模进一步提升，截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额达 719.53 亿元，同比增长 10.48%；同期末公司负债总额为 618.86 亿元，同比增长 10.89%。2017 年末公司资产负债率、总资本化比率和净负债率分别为 86.01%、78.91% 和 213.33%，分别较上年同比上升 0.32 个百分点、下降 1.14 个百分点和下降 98.01 个百分点，整体杠杆水平仍处于偏高水平。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 745.95 亿元，负债合计 647.09 亿元，资产负债率和净负债率分别为 86.75% 和 252.49%。

债务结构方面，随着在建项目的持续推进及购置土地支出，公司债务规模逐年上升。2017 年，公司总债务规模为 376.67 亿元，同比增长 0.72%；其中短期债务 92.21 亿元，同比增长 18.52%，长期债务 284.46 亿元，同比下将 3.96%。当年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.32 倍，较 2016 年有所上升，但债务期限结构仍合理。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 372.92 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.27 倍。

图 3：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，随着项目开发投入和业务规模的持续扩大，公司外部融资需求增加，财务杠杆处于偏高水平，但公司债务期限结构以长期债务为主，短期偿付压力较小。

流动性

从流动资产来看，2017 年末公司流动资产合计为 624.05 亿元，占总资产的比重为 86.73%，主要由货币资金和存货构成，分别占比为 25.94% 和 61.38%，合计占流动资产的比重为 87.33%，较上年下降 5.60 个百分点。

表 9：2015~2018.Q1 公司流动资产分析

指标	单位：%			
	2015	2016	2017	2018.Q1
流动资产/总资产	91.34	89.23	86.73	89.86
存货/流动资产	66.55	78.49	61.38	64.69
货币资金/流动资产	12.42	14.44	25.94	18.40
(存货+货币资金)/流动资产	78.97	92.93	87.33	83.09

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，受新开工节奏放缓影响，2017 年公司存货净额为 383.06 亿元，同比下降 16.02%。其中，房地产开发产品 52.49 亿元、房地产开发成本 330.55 亿元，占期末存货总额的比例分别为 13.70% 和 86.29%。存货中房地产开发产品占比较 2016 年的 12.89% 有所上升。

表 10：2015~2017 年末公司存货明细

指标	单位：亿元		
	2015	2016	2017
存货	317.23	456.14	383.06
房地产开发产品	54.76	58.79	52.49
房地产开发产品/存货	17.26%	12.89%	13.70%
房地产开发成本	262.46	397.34	330.55
房地产开发成本/存货	82.73%	87.11%	86.29%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，2017 年受存货下降影响，当年公司存货周转率和总资产周转率分别为 0.26 次和 0.22 次，较 2016 年的 0.23 次和 0.20 次略有上升，但公司资产周转速度仍处于较低水平。

现金流方面，2017 年公司经营活动净现金流为 144.12 亿元，受当期土地购置支出减少影响，流出量有所收窄促使经营活动净现金流表现大幅改善。货币资金方面，2017 年末公司货币资金规模大幅上升，账面价值为 161.90 亿元，同比增长 92.99%，

主要系受收入增加及购地支出缩减等因素影响。2017 年末受限的货币资金占总货币资金的比例为 0.44%。同期末，公司货币资金/短期债务为 1.76 倍，较 2016 年的 1.08 倍有所提升，对短期债务的覆盖能力增强。

表 11：2015~2017 年末公司部分偿债指标

	单位：亿元		
	2015	2016	2017
货币资金	59.18	83.89	161.90
经营活动净现金流	-43.46	-14.91	144.12
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.30	-0.19	1.56
货币资金/短期债务 (X)	0.42	1.08	1.76

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产周转效率仍处于较低水平，但受当期土地购置支出减少影响，公司经营性现金流大幅改善，且货币资金对短期债务的保障能力增强，整体流动性有所优化。

盈利能力

从收入规模看，2017 年公司实现营业收入 152.16 亿元，同比增长 31.51%。其中，房地产销售收入 105.06 亿元，占营业收入的 96.12%，主营业务占比稳定。此外，2017 年末公司预收款项余额为 136.78 亿元，同比增长 16.72%，为其未来经营业绩的增长提供了较好的保障。从毛利水平来看，受益于高端项目入市，公司当期毛利率水平亦有所上升，2017 年公司毛利率为 28.16%，较上年上升 3.40 个百分点。

期间费用方面，受公司业务持续扩张的影响，2017 年公司期间费用合计 18.08 亿元，同比上升 27.52%，主要系业务规模扩大导致管理费用增加及融资规模加大致财务费用上涨所致。2017 年，公司期间费用占营业收入比重为 11.88%，较上年下降 0.37 个百分点。整体来看，公司对期间费用的把控能力保持稳定。

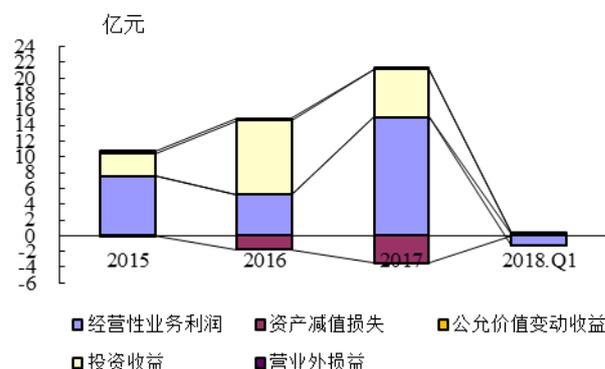
表 12：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

	单位：亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	2.27	3.06	3.61	0.24
管理费用	3.91	3.98	5.24	0.65
财务费用	2.42	7.14	9.23	1.83
三费合计	8.60	14.18	18.08	2.72
营业总收入	81.36	115.71	152.16	5.06
三费收入占比	10.57%	12.25%	11.88%	53.79%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润方面，2017 年公司利润总额为 17.75 亿元，同比上升 35.69%；经营性业务利润 15.01 亿元，同比大幅增长 187.32%，经营性业务盈利能力大幅增强。另外，当年公司获得投资收益 6.10 亿元，同比减少 35.09%。所有者权益收益率方面，2017 年公司所有者权益收益率为 10.58%，较 2016 年的 9.15% 有所上升。

图 4：2015~2018.Q1 公司利润总额变化及其构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于公司结转项目毛利较高，2017 年公司盈利水平有所增强，此外，公司较大规模的待结算资源亦将对未来短期内的业绩增长形成有力保障。

偿债能力

从债务规模来看，随着经营规模的扩大，截至 2017 年末，公司总债务为 376.67 亿元，较上年末上升了 0.72%，长短期债务比为 0.32 倍，债务期限结构处于合理水平。从长期债务到期分布来看，截至 2017 年末，公司债务主要于 2019 年到期。截至 2018 年 3 月末，公司债务规模为 372.93 亿元，长短期债务比为 0.27 倍。从主要偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 27.79 亿元，同比上升

32.24%。由于公司获现能力的增强，2017 年公司主要偿债指标均有所强化，总债务/EBITDA、EBITDA 利息倍数分别为 13.55 倍和 1.22 倍。同时，2017 年经营净现金流/总债务和经营净现金流/利息支出分别为 0.38 倍和 6.33 倍，经营净现金流对债务本息保障均较上年明显好转。

地产股份有限公司2016年公司债券(第一期)”和“信达地产股份有限公司2016年公司债券(第二期)”信用级别为**AA⁺**。

表 13：2015~2018.Q1 公司主要偿债能力指标

	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务(亿元)	142.50	77.80	92.21	80.40
总债务(亿元)	305.01	373.99	376.67	372.93
经营净现金流/总债务(X)	-0.14	-0.04	0.38	-0.15
经营净现金流/利息支出(X)	-2.03	-0.55	6.33	-
EBITDA(亿元)	13.92	21.02	27.79	-
总债务/EBITDA(X)	21.92	17.79	13.55	-
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.65	0.78	1.22	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家银行保持了良好的合作关系。截至 2017 年末，公司合并口径下获得主要合作银行授信总额约为 585.95 亿元，其中未使用的授信额度为 174.22 亿元，备用流动性充足。同时，公司还可以通过基金、债券融资、股权融资等多渠道融资。整体来看，公司融资渠道畅通，具备较强的财务弹性。

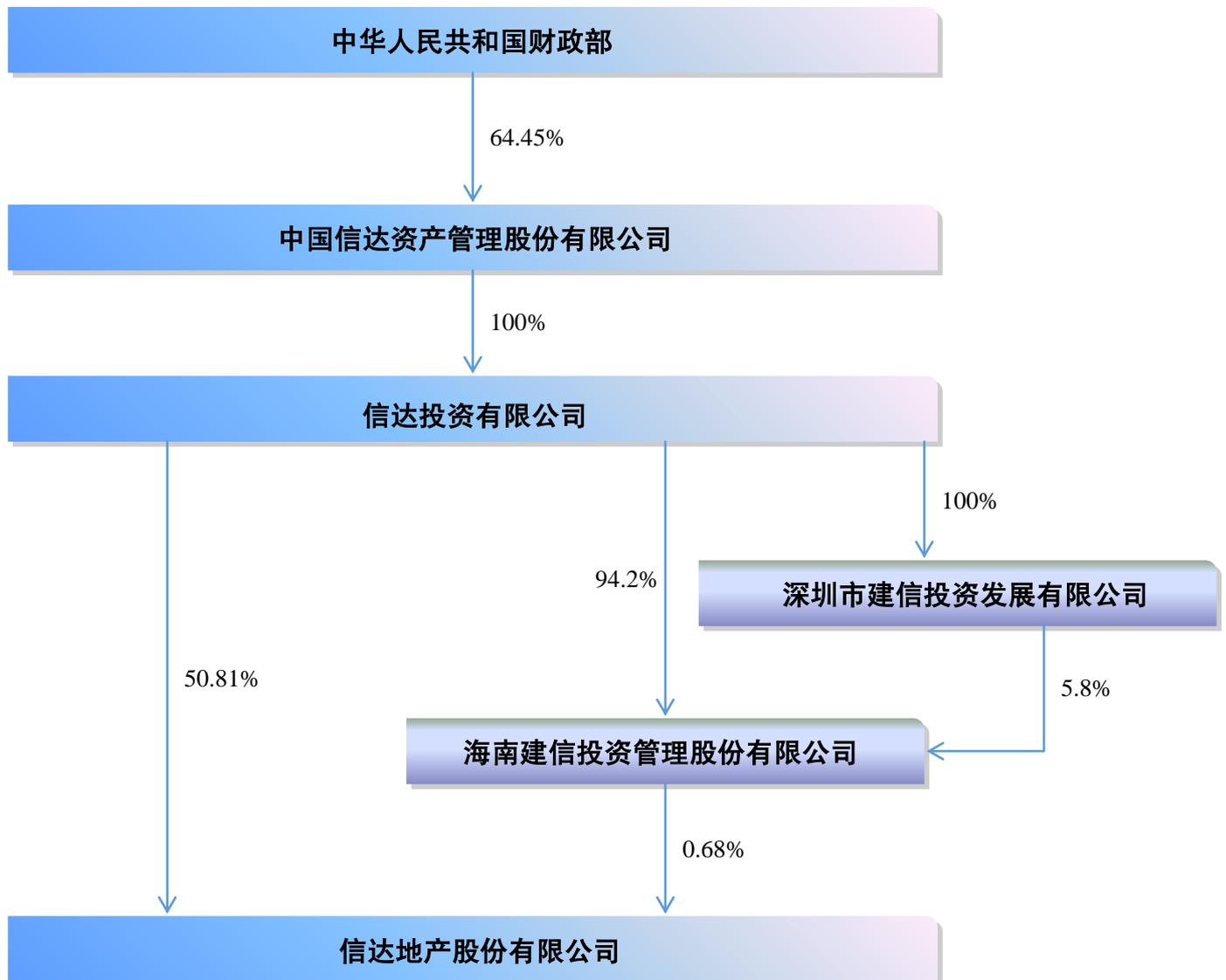
或有负债方面，截至 2017 年末，公司对外担保余额为 26.14 亿元，均为对合联营项目的担保，担保余额占期末净资产比重为 25.97%。另外，同期末公司存在一起未决诉讼，涉案金额对公司经营及整体信用状况影响不大，除此之外无其他重大法律诉讼情况。

整体来看，在持续趋严的调控政策影响下，2017 年公司放缓了开工节奏并减少了土地支出，同时受益于其高品质项目入市，当期销售金额有所增长，带动公司盈利能力及偿债能力改善，同时考虑到公司极强的股东实力、较丰富的待结算资源以及较为充足的备用流动性，公司具有很强的偿债能力。

结 论

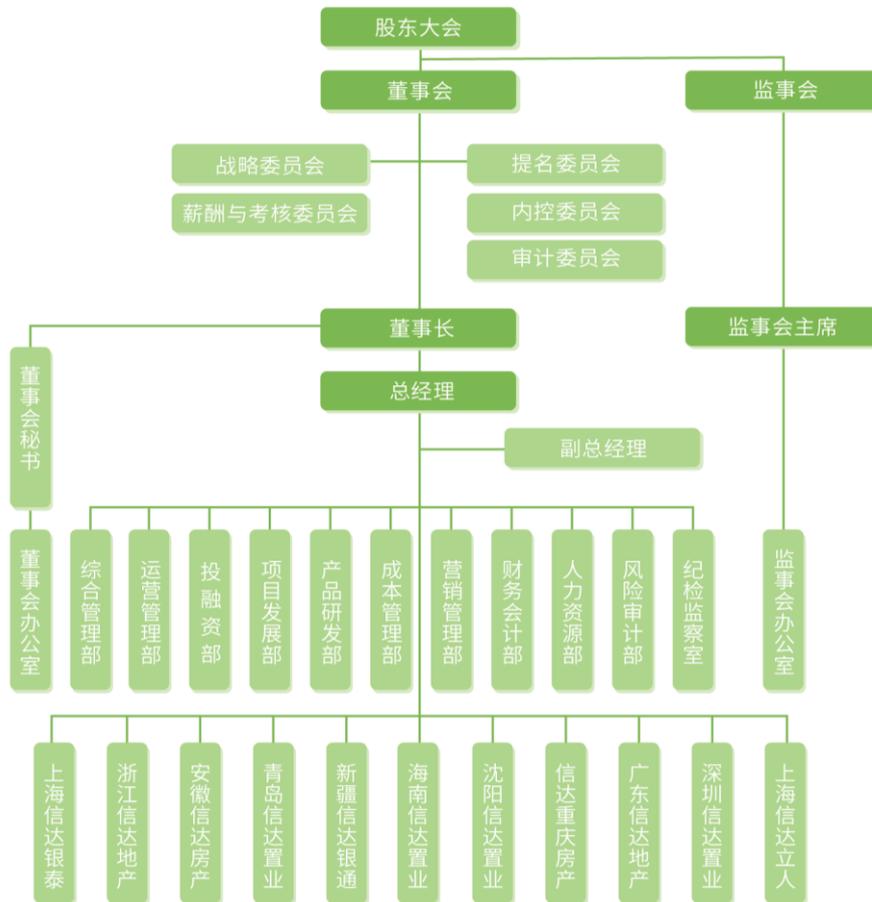
综上，中诚信证评维持信达地产股份有限公司主体信用级别为**AA⁺**，评级展望为稳定；维持“信达

附一：信达地产股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：信达地产股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：信达地产股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	591,819.72	838,938.13	1,619,049.72	1,233,233.12
应收账款净额	48,618.04	45,893.04	52,138.92	10,519.21
存货净额	3,172,273.69	4,561,367.05	3,830,553.78	4,336,321.37
流动资产	4,766,650.49	5,811,364.85	6,240,471.18	6,703,313.11
长期投资	205,791.40	451,493.87	532,946.66	236,403.23
固定资产合计	111,704.99	110,371.75	185,234.95	186,574.12
总资产	5,218,412.55	6,512,473.67	7,195,275.46	7,459,469.24
短期债务	1,425,008.76	777,971.77	922,055.00	803,955.00
长期债务	1,625,048.72	2,961,942.61	2,844,610.18	2,925,374.70
总债务（短期债务+长期债务）	3,050,057.48	3,739,914.38	3,766,665.18	3,729,329.70
总负债	4,343,949.04	5,580,692.46	6,188,561.29	6,470,859.70
所有者权益（含少数股东权益）	874,463.52	931,781.21	1,006,714.17	988,609.54
营业总收入	813,559.29	1,157,068.20	1,521,604.89	50,630.15
三费前利润	161,504.30	194,022.66	330,867.15	14,761.37
投资收益	28,603.27	93,937.74	60,979.06	1,363.05
净利润	81,273.16	85,287.04	106,518.68	-10,593.01
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	139,161.77	210,179.75	277,948.83	-
经营活动产生现金净流量	-434,554.23	-149,113.85	1,441,233.08	-142,757.53
投资活动产生现金净流量	-230,584.23	44,839.31	-446,084.79	-245,243.53
筹资活动产生现金净流量	1,006,939.18	370,245.03	-213,543.32	854.03
现金及现金等价物净增加额	341,800.72	265,970.49	781,604.97	-387,147.03
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	28.96	24.76	28.16	34.22
所有者权益收益率（%）	9.29	9.15	10.58	-4.29
EBITDA/营业总收入（%）	17.11	18.16	18.27	-
速动比率（X）	0.65	0.50	0.74	0.71
经营活动净现金/总债务（X）	-0.14	-0.04	0.38	-0.15
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.30	-0.19	1.56	-0.71
经营活动净现金/利息支出（X）	-2.03	-0.55	6.33	-
EBITDA 利息倍数（X）	0.65	0.78	1.22	-
总债务/EBITDA（X）	21.92	17.79	13.55	-
资产负债率（%）	83.24	85.69	86.01	86.75
总资本化比率（%）	77.72	80.05	78.91	79.05
长期资本化比率（%）	65.01	76.07	73.86	74.74
净负债率（%）	281.11	311.34	213.33	252.49

注：1、所有者权益含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、信达地产 2018 年第一季度所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/短期债务等指标已经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

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-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-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

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业总收入-（营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用））/营业总收入

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）/合同销售收入

所有者权益收益率=当期净利润/期末所有者权益（含少数股东权益）

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=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

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

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。