



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪186号

天地源股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“天地源股份有限公司非公开发行2016年公司债券（第一期）”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
二零一九年五月十七日

天地源股份有限公司 非公开发行 2016 年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2019）

发行主体	天地源股份有限公司		
债券简称	16 天地一		
债券代码	135791		
发行年限	3 年期		
发行日期	2016/08/30		
发行规模	10 亿元		
上次评级时间	2018/04/20		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

天地源	2016	2017	2018
所有者权益（亿元）	28.95	30.76	34.20
总资产（亿元）	191.23	215.73	217.29
总债务（亿元）	97.31	109.64	104.20
营业收入（亿元）	37.25	39.55	52.67
营业毛利率（%）	23.19	21.52	21.85
EBITDA（亿元）	3.35	3.71	6.55
所有者权益收益率（%）	7.83	8.14	11.72
资产负债率（%）	84.86	85.74	84.26
总债务/EBITDA（X）	29.09	29.59	15.90
EBITDA 利息倍数（X）	0.45	0.55	0.82
净负债率（%）	246.31	260.96	239.87

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

分析师

周莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

王亚冬 ydwang@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 17 日

基本观点

作为西安市高新技术产业开发区管委会下属唯一上市地产企业，2018 年，天地源股份有限公司（以下简称“天地源”或“公司”）持续获得股东方较为有力的支持。当年，公司销售呈现量降价升态势，区域布局有所拓展，土地储备资源充足，为其后续可持续发展提供一定保障。同时，公司融资渠道顺畅，备用流动性较好。但是，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到天地源区域布局集中度较高、财务杠杆比率处于较高水平，且面临一定的资本支出压力等因素或将对公司信用状况产生影响。

综上，中诚信证评维持天地源主体信用等级 AA，评级展望稳定；维持“天地源股份有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第一期）”信用等级 AA。

正 面

- 股东持续较为有力的支持。作为西安市高新技术产业开发区管委会下属唯一上市房地产企业，2018 年公司房地产业务保持相对稳健的经营策略，并持续在项目资源获取等方面得到股东持续支持。
- 项目资源储备充足，区域布局有所拓展。2018 年以来公司继续扩大区域城市布局，新进入镇江、郑州等城市，土地储备规模较为充足。截至 2018 年末，公司在建和已竣工项目的待售面积以及待开发土地建筑面积合计 310.67 万平方米，充足的项目储备资源为公司后续可持续发展提供一定保障。
- 备用流动性较好。截至 2018 年末，公司共获得各银行授信额度 76.50 亿元，其中未使用授信额度 30.77 亿元。同时，公司作为 A 股上市公司，可有效利用资本市场获取资金支持。公司融资渠道较为顺畅，备用流动性较好。

关 注

- 区域布局集中度较高。截至 2018 年末，天地源较大规模的在建和储备项目集中在西安、咸阳和苏州等区域，经营业绩受区域内房地产行业政策及市场环境的影响较大。
- 天地源财务杠杆比率较高，且面临一定的资本支出压力。随着在建项目持续推进以及新增土地储备需求，公司财务杠杆维持较高水平。截至 2018 年末，其资产负债率和净负债率分别为 84.26% 和 239.87%。同时，公司在拟建项目后续投资需求较大，亦给其带来一定的资本支出压力。

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 and 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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律，法规及时对外公布。

募集资金使用情况

天地源股份有限公司非公开发行 2016 年公司债券（第一期）（债券简称为“16 天地一”或“本期债券”、债券代码为“135791”）于 2016 年 8 月 30 日完成发行，发行规模为 10 亿元，期限为 3 年，到期日为 2019 年 8 月 30 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。本期债券募集资金 10 亿元，募集资金扣除发行费用后，用于补充流动资金和调整公司债务结构。截至本报告出具日，公司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

2016 年 5 月 6 日，公司董事会通过了关于非公开发行 A 股股票预案。本次非公开发行股票拟向不超过 10 名特定对象非公开发行不超过 499,001,996 股股票，募集资金不超过 25 亿元，用于项目建设及偿还金融机构借款。2016 年 7 月 5 日，公司收到陕西省国资委“陕国资产权发【2016】196 号文”批复同意。2016 年 8 月 11 日，中国证监会依法对公司提交的《上市公司非公开发行股票》行政许可申请材料进行了审查，并于 2016 年 9 月 8 日及 9 月 29 日提出反馈意见。公司根据证监会反馈意见将发行方案调整为：本次非公开发行股票数量不超过 354,969,574 股，募集资金总额调整为不超过 17.5 亿元，募集资金用途调整为用于项目建设。公司于 2017 年 7 月 13 日召开临时股东大会，表决通过将本次非公开发行股票的股东大会决议有效期延长至 2018 年 7 月 24 日，并于 2018 年 7 月 23 日召开 2018 年临时股东大会表决通过将本次非公开发行股票的股东大会决议有效期延长至 2019 年 7 月 24 日，目前公司本次非公开发行 A 股股票事宜正在中国证监会审核过程中。

行业分析

2018 年以来房地产调控政策延续“房住不炒”主基调，继续落实分类调控，提高调控的精准性，同时完善多层次住房供应体系，构建房地产市场健康发展长效机制。

2018 年以来房地产调控政策延续了“房住不炒”的主基调，调控类型涵盖限购、限贷、限售、限价等政策，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二、三线城市，并下沉至县级城市，全国约有 50 余个城市根据当地市场情况新增或升级四限政策，实施更为精准化、差异化的调控。2018 年 8 月住建部要求地方政府落实稳地价、稳房价、稳预期的主体责任。随后，成都、杭州、福建等多省市纷纷响应。随着楼市调控的不断深入，2018 年年底以来，菏泽、广州等城市根据地方实际情况进行政策微调，但政策调整均未突破“房住不炒”的底线，且亦是为了落实分类调控、因城施策，提高调控的精准性。

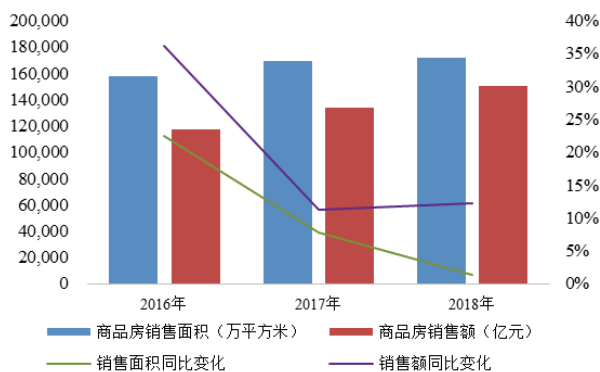
政策层面除短期供需调控外，长效机制的建立也处于加速推进阶段。2018 年 1 月，国土资源部和住房城乡建设部同意沈阳、南京、杭州、合肥等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案，建立租购并举的住房制度。3 月《政府工作报告》提出支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场。随后，中国证监会和住房城乡建设部联合发布《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》；银保监会发布《关于保险资金参与长租市场有关事项的通知》。12 月，中央经济工作会议强调要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系。

在房地产调控政策持续的影响下，2018 年行业销售增速持续下滑，房企拿地更趋理性，土地成交额增速及土地溢价率亦有所下降。

根据国家统计局数据显示，2018 年全国商品房销售面积与销售额分别为 171,654 万平方米和

149,973 亿元，同比分别增长 1.3%和 12.2%，增速较上年同期分别下降 6.4 个百分点和 1.5 个百分点。其中，2018 年全国住宅销售面积和销售金额分别为 147,929 万平方米和 126,393 亿元，同比分别增长 2.2%和 14.7%；办公楼销售面积同比下降 8.3%，销售额同比下降 2.6%；商业营业用房销售面积同比下降 6.8%，销售额同比增长 0.7%。从价格来看，2018 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，但增速有所下降。2018 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 14,678 元/平方米，较上年增长 5.1%，增速较上年同期下降 2.1 个百分点。分城市能级来看，2018 年 12 月，一线城市住宅均价达 41,368 元/平方米，较上年同期增长 0.4%，增速同比下降 1.0 个百分点；二线城市住宅均价达 13,582 元/平方米，较上年同期增长 7.1%，增速同比下降 0.6 个百分点；而三线城市住宅均价达 9,061 元/平方米，较上年同期增长 8.7%，增速同比下降 3.8 个百分点¹。受房地产调控政策持续及“因城施策”影响，2018 年全国住宅价格增速有所下降，三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。

图 1：2016~2018 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，在外部融资环境趋紧的背景下，近年来房地产开发企业加快了开工建设及去化节奏，推动了房企补充库存的意愿，2018 年房企购置土地面积 29,142 万平方米，同比上升 14.25%；土地成交价款 16,102 亿元，同比上涨 18.02%，增

速较上年大幅下降 31.43 个百分点，成交均价为 5,525.36 元/平方米，同比增长 3.31%，增速同比下降 25.73 个百分点。分城市能级来看，2018 年一、二线城市土地成交均价同比分别下降 9.18%和 12.24%至 7,925.8 元/平方米和 3,189.58 元/平方米；三线城市成交土地均价有所上升但增速放缓，为 1,728.86 元/平方米，同比增长 2.81%，增速同比下降 34.63 个百分点。土地溢价率方面，2018 年土地市场平均溢价程度显著下降，一、二、三线城市溢价率分别为 5.38%、13.60%和 15.35%，较上年同期分别下降 8.27 个百分点、18.10 个百分点和 15.55 个百分点。总体来看，在融资环境趋紧及销售景气度下降的背景下，房企拿地更为理性，土地成交金额增速及溢价率均有所下降。

房地产企业内外部流动性来源持续收紧，资金平衡能力面临更高挑战。同时，房地产行业集中度进一步提升，房企规模分化格局持续凸显，规模房企凭借更强的销售回款和外部融资能力具有更为明显的竞争优势。

从内部流动性来源来看，受国内房地产行业政策持续收紧影响，近年来房地产企业签约销售金额增速持续放缓，2018 年房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 79,124 亿元，同比增长 9.0%，增速下降 0.4 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，2018 年以来银行对房地产企业贷款审核趋于严格，且银行信贷通过信托等方式绕道流向房地产企业被严格限制，房地产开发资金来源于银行贷款资金呈下降趋势。2018 年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 19,026 亿元，较上年同期下降 7.1%；来源于非银行金融机构贷款金额为 4,979 亿元，同比增长 4.7%，增速同比下滑 37.1 个百分点。债券融资方面，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、深交所严控房企公司债发行条件和审批流程以来，房企交易所市场公司债规模大幅下降。与此同时，发改委和财政部于 2018 年 5 月下发《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，限制房企境外发债用途等。受此影响，房企海外发债亦受阻。另

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

外，从房地产境内信用债到期分布来看，2019~2023年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

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。2018年TOP100房企销售金额占全国销售金额比重较上年上升11.20个百分点至66.70%；TOP50房企销售金额占比较上年上升9.20个百分点至55.10%；TOP10房企销售金额门槛达到超过2,000亿元，占全国销售金额的比重为26.90%，较上年上升2.80个百分点，千亿房企数量亦达到30家，行业集中度和销售门槛均不断提升，房企规模分化格局持续加大。在行业增速放缓且面临不确定因素的背景下，具有规模优势、品牌影响力、产品打造能力及现金流平衡能力的房企凭借较强的销售及筹资能力，将获得更多的资源倾斜和流动性补充，具有更为明显的竞争优势。

业务运营

2018年公司调整区域销售力度，全年销售呈现量降价升，销售金额有所增长，且公司加大开发力度，新开工面积明显上升；此外，公司待售项目资源丰富，为其未来经营业绩提升提供支持。

2018年公司在深耕区域市场的同时，及时调整投资方向和力度，提高宝鸡、天津和苏州的销售占比，并降低西安区域销量。受此影响，2018年公司销售面积同比下降6.61%至36.94万平方米，但受益于销售均价较快上升，公司全年实现签约销售金额52.08亿元，较上年同期上升8.51%。

从销售区域来看，2018年尽管西安的销售集中度有所下降，但其仍然是公司销售面积第一大区域。2018年西安签约销售面积同比下降25.86%至20.82万平方米，占全年销售面积的56.36%；实现销售金额为32.08亿元，基本维持上年水平，占全年销售总额的比重为61.59%，占比同比下降6.42个百分点；2018年公司在苏州签约销售面积5.77万平方米，同比增长22.03%；实现销售金额为11.04

亿元，同比增长8.97%，占当年合同销售总额的比重为21.19%，占比与上年基本持平。此外，公司在惠州、宝鸡和天津的销售金额占比分别为4.55%、5.84%和6.83%，其中宝鸡和天津的销售占比有所上升。销售价格方面，得益于2018年西安房价持续上涨，公司销售均价同比增长16.17%至14,099元/平方米。从销售项目来看，2018年房地产销售主要来源于西安曲江香都、西安万熙天地、宝鸡九悦香都等项目。

表 1：2016~2018 年公司项目销售和结算情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2016	2017	2018
签约面积	47.16	39.55	36.94
签约金额	53.95	48.00	52.08
销售均价	11,440	12,137	14,099
结转面积	33.49	32.50	44.05
结转金额	35.70	37.78	50.67
结算均价	10,660	11,625	11,502

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

表 2：2018 年公司房地产业务区域销售占比

单位：万平方米、亿元

区域	销售面积	面积占比	销售金额	金额占比
西安	20.82	56.36%	32.08	61.59%
苏州	5.77	15.63%	11.04	21.19%
惠州	1.76	4.76%	2.37	4.55%
天津	1.79	4.85%	3.56	6.83%
宝鸡	6.80	18.40%	3.04	5.84%
合计	36.94	100.00%	52.08	100.00%

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从结算情况来看，2018年公司实现房地产项目结算面积44.05万平方米，同比大幅增长35.54%；实现结算金额50.67亿元，亦同比增长34.12%。从结算区域来看，2018年公司结算收入主要集中在西安和苏州区域，结算金额占比分别为44.90%和45.33%，苏州区域结算金额占比大幅增加30.16个百分点。此外在惠州、天津和宝鸡也有少部分项目结转。结算均价方面，受结算项目区域位置影响，2018年公司结算均价约为11,502元/平方米，同比小幅下降1.06%。

项目运营方面，2018年公司以业绩规模为导向，加大项目投入，当年公司新开工面积为86.53万平方米，同比增长47.91%；全年竣工面积为51.94

万平方米，同比小幅下降 4.21%，主要受施工进度影响所致。

在建项目方面，公司在建项目集中分布于西安、苏州和天津，在宝鸡、重庆和咸阳亦有一定规模的在建项目，物业类型主要包括住宅、商业和公寓。截至 2018 年 12 月 31 日，公司在建项目 14 项，在建建筑面积 180.75 万平方米，其中西安、天津、重庆、苏州项目分别为 6 个、3 个、1 个和 2 个，在建建筑面积分别为 81.18 万平方米、28.04 万平方米、19.17 万平方米和 18.23 万平方米，在建面积占比分别为 44.91%、15.51%、10.61%和 10.09%。项目投资方面，截至 2018 年末，公司在建项目计划总投资合计 284.45 亿元，累计已投入资金 185.87 亿元，尚需投资 98.58 亿元，后期存在较大的投资资金需求。总体来看，公司在建项目总投资规模较大，随着后续项目的继续推进，公司面临较大的资本支出压力。

可供出售面积方面，截至 2018 年末，公司在建项目可供出售面积和已竣工项目可供出售面积分别为 145.11 万平方米和 7.21 万平方米，待售项目资源丰富，为公司后期业务的稳定发展提供了一定基础。

跟踪期内，公司持续以多样化的拿地模式获取项目资源，土地储备充足，且区域布局有所拓展，但土地储备主要集中于西安、咸阳和苏州，区域集中度仍较高。

2018 年土地市场竞争激烈，公司除了参与常规性的“招拍挂”以外，还通过与品牌房企协作、合作开发等方式增加土地储备，夯实区域布局。2018 年公司区域布局有所拓展，新进入镇江及郑州，并相继在天津、重庆、镇江、宝鸡、郑州新增 7 块土地，新增土地占地面积 38.37 万平方米，新增建筑面积 71.99 万平方米，其中镇江市茅以升路以东项目（公司权益占比 24.50%）、宝鸡项目（公司权益占比 60.00%）和天津市武清项目（公司权益占比 58.50%）系合作项目，其余项目均为公司 100%持有项目。2018 年公司新增土地支出金额 32.88 亿元，新增土地平均楼面价 4,567 元/平方米，另截至 2018 年末，公司土地储备平均土地成本为 3,068.64 元/平方米，

公司拿地策略较为稳健。

表 3：2016~2018 年末公司土地储备情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

科目	2016	2017	2018
新增土地储备数量	0	4	7
新增土地占地面积	0	26.77	38.37
新增土地规划建筑面积	0	68.20	71.99
新增土地支出金额	0	33.19	32.88
新增土地平均楼面价	-	4,867	4,567

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从土地储备存量来看，截至 2018 年末，公司土地储备总规模²为 310.67 万平方米，其中在建和已竣工项目的待售面积为 152.32 万平方米，持有待开发土地建筑面积 158.35 万平方米（权益建筑面积 113.73 万平方米），分布于西安、咸阳、苏州、天津、镇江、重庆、泰州、郑州、宝鸡以及惠州，土地储备面积占比分别为 39.02%、12.58%、12.50%、9.15%、8.10%、7.28%、3.78%、3.30%、2.88%和 1.41%，西安、咸阳、苏州、天津和镇江的土地储备规模占比较高，但土地储备分布更趋分散。

此外，作为西安高新区管委会下属唯一房地产上市企业，在股东的持续支持下，公司继续保持了在西安区域开展业务及土地获取的品牌优势。2018 年 1 月，公司与西安高科国际社区建设开发有限公司（以下简称“西安国际社区建设公司”）共同成立西安国际社区时尚小镇建设开发有限公司开发建设“国际时尚小镇”项目，其注册资本 5 亿元，公司持有其 80%股权。该项目定位为世界级时尚文化创新区，总占地面积约 4,800 亩，中诚信证评对“国际时尚小镇”项目的后续进展情况保持关注。整体来看，考虑到公司较为丰富的待售项目资源，公司项目储备规模可支撑公司 3 年以上的开发需求，公司土地储备资源充足。

² 此处土地储备包括公司在建项目未售部分，已竣工项目未售部分以及待开发土地。

表 4：截至 2018 年末公司土地储备情况

单位：万平方米、%

区域/城市	土地储备面积	占比
西安市	121.23	39.02
咸阳市	39.07	12.58
苏州市	38.83	12.50
天津市	28.44	9.15
镇江市	25.16	8.10
重庆市	22.63	7.28
泰州市	11.74	3.78
郑州市	10.24	3.30
宝鸡市	8.95	2.88
惠州市	4.38	1.41
合计	310.67	100

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司物业管理业务主要由西安天地源物业服务有限责任公司（以下简称“天地源物业”）负责，2018 年公司管理物业数量为 15 个，管理物业建筑面积（不含车库）为 401.73 万平方米，实现物业管理收入 1.76 亿元，同比增长 15.56%。

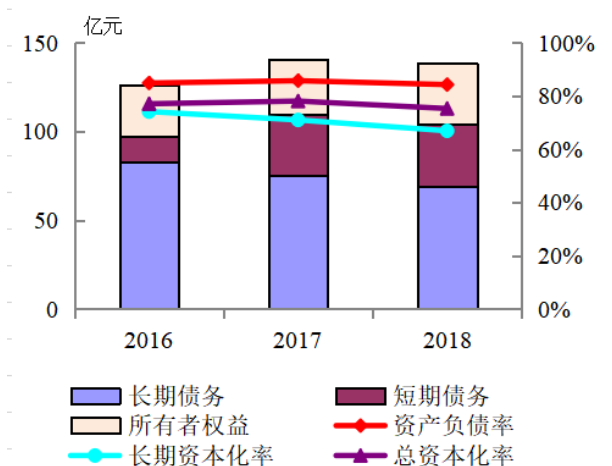
财务分析

以下分析主要基于公司提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年~2018 年度审计报告。

资本结构

伴随着开发项目去化和土地储备增加，2018 年公司资产及负债规模保持稳定。2018 年末公司资产总额为 217.29 亿元，同比小幅增长 0.73%；负债总额为 183.09 亿元，同比小幅下降 1.01%。得益于留存收益的积累，同期末公司所有者权益为 34.20 亿元，同比增长 11.17%。财务杠杆比率方面，2018 年末，公司资产负债率和净负债率分别为 84.26%和 239.87%，分别同比降低 1.48 个百分点和 21.09 个百分点，公司财务杠杆水平有所下降。总体来看，公司财务杠杆仍处于较高水平，考虑到公司未来仍有较大规模的项目开发及土地储备支出的资金需求，公司后续仍面临一定的资本支出压力。

图 2：2016~2018 年末公司资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

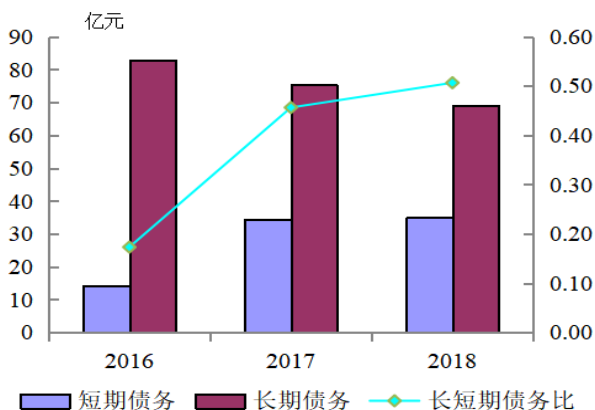
资产构成方面，公司资产主要为流动资产，2018 年公司流动资产占比为 95.71%，较上年末占比下降 1.09 个百分点。公司流动资产主要由存货、货币资金及其他应收款构成。存货方面，得益于公司加大项目投入，在建项目规模上涨，2018 年末公司存货净额为 162.55 亿元，同比增长 10.91%；同期末，存货中开发成本净额为 141.30 亿元，同比增长 20.28%，另得益于公司加快项目去化进度，2018 年末存货中开发产品净额为 21.25 亿元，较上年末大幅下降 28.04%。同时，2018 年由于枫林绿洲会所、欧筑 1898、御湾雅墅等项目中开发产品或车库市场价值不达预期，公司计提了 0.81 亿元存货跌价准备。货币资金方面，2018 年末公司手持货币资金规模 22.16 亿元，较 2017 年末同比下降 24.52%，主要系公司项目投入加大导致资本支出增加以及偿还债务支出增加所致；2018 年末公司其他应收款规模 4.30 亿元，较上年末同比下降 56.18%，主要系公司应收回所缴纳的拍卖土地保证金及押金规模由 7.35 亿元降至 0.41 亿元所致，公司主要应收对象为苏州联鑫置业有限公司、太仓卓润房地产开发有限公司及镇江扬启房地产开发有限公司等合联营项目公司。非流动资产方面，公司非流动资产主要由递延所得税资产和长期股权投资构成，2018 年末，公司递延所得税资产为 5.58 亿元，较上年末同比增长 16.08%；同期末公司长期股权投资为 2.30 亿元，较 2017 年末大幅增长 289.83%，主要系公司新增对合联营公司苏州联鑫置业有限公司、太仓卓

润房地产开发有限公司及镇江扬启房地产开发有限公司的投资所致。

负债方面，公司负债主要由预收款项、其他应付款和有息债务构成。2018 年末公司预收账款为 49.66 亿元，较上年末小幅上涨 6.32%，主要系预收房地产项目预售款。其他应付款方面，2018 年末公司其他应付款为 10.30 亿元，同比增长 18.94%，主要为应付土地增值税准备基金及对工程公司应付款。

有息债务方面，由于当年公司偿还债务规模有所增加，使得总债务规模略有下降。截至 2018 年末，公司总债务余额 104.20 亿元，同比下降 4.96%，其中短期债务为 35.02 亿元，同比增加 1.99%，长期债务为 69.17 亿元，同比下降 8.13%。债务期限结构方面，公司长短期债务比由 2017 年 0.46 倍上升至 0.51 倍，短期债务占比逐年上升，但债务期限结构相对合理。

图 3：2016~2018 年末公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

所有者权益方面，公司所有者权益主要由实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润构成。2018 年末公司实收资本与资本公积分别为 8.64 亿元和 2.01 亿元，保持上年水平，盈余公积为 3.19 亿元，与上年基本持平。得益于利润留存增长，2018 年末公司未分配利润为 20.04 亿元，同比增长 20.58%，公司所有者权益亦小幅增长 11.18%至 34.20 亿元。

总体来看，2018 年公司资产规模保持稳定，但随着公司加大项目开发节奏并持续补充土地储备，其财务杠杆维持较高水平。未来随着在建、拟建项目推进及新增土地储备需求亦给其带来一定资本支出压力，公司负债水平承压。

流动性

截至 2018 年末，公司流动资产为 207.96 亿元，同比下降 0.41%；流动资产占总资产比重为 95.71%，同比下降 1.09 个百分点。从流动资产构成来看，公司流动资产主要由存货、货币资金和预付账款构成，占流动资产的比重分别为 78.16%、10.65%和 7.10%。

表 5：2016~2018 年末公司流动资产分析

指标	2016	2017	2018
流动资产/总资产	96.73%	96.80%	95.71%
存货/流动资产	78.07%	70.19%	78.16%
货币资金/流动资产	14.05%	14.06%	10.65%
(存货+货币资金)/流动资产	92.12%	84.24%	88.82%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

存货方面，2018 年公司存货账面价值同比上升 10.91%至 162.55 亿元，占同期流动资产比重为 78.16%。公司存货主要由开发成本构成，2018 年末公司开发成本 141.30 亿元，同比增加 20.28%，占同期末存货的 86.93%；公司已完工开发产品为 21.25 亿元，占同期末存货的 13.07%，已完工开发产品占存货比重逐年下降。公司在建和竣工项目大部分位于西安、苏州和天津，少数分布于宝鸡和惠州等地区，较大规模的在建项目给公司未来经营业绩提供保障的同时，也对公司后续的开发资金提出了较高要求。

表 6：2016~2018 年末公司存货结构分析

单位：亿元

指标	2016	2017	2018
存货：	144.41	146.56	162.55
开发成本	113.97	117.48	141.30
已完工开发产品	30.32	29.08	21.25
其他	0.12	0.00	0.00
开发成本/存货 (%)	78.92	80.16	86.93
已完工开发产品/存货 (%)	21.00	19.84	13.07

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计 74.41 亿元，同比大幅增长 50.66%，占当期末总资产比例上升至 34.24%，其主要为因抵押贷款而受限的存货。

从资产周转率来看，公司以规模速度为导向，以高效运营为核心，不断提升规模化发展速度。截至 2018 年末，公司存货周转率和总资产周转率分

别为 0.27 次和 0.24 次，周转效率有所提升。

表 7：2016~2018 年公司周转率相关指标

	2016	2017	2018
存货周转率（次/年）	0.21	0.21	0.27
总资产周转率（次/年）	0.20	0.19	0.24

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，2018 年公司销售回款情况大幅改善，2018 年公司经营性净现金流由 2017 年的-1.40 亿元增加至 8.70 亿元，公司经营性净现金流波动较大。货币资金方面，2018 年末公司货币资金为 22.16 亿元，同比下降 24.52%，主要系偿还债务支出增加所致。同时货币资金/短期债务比降至 0.63 倍，货币资金对短期债务的保障能力有待提升。

表 8：2016~2018 年公司部分流动性指标

	2016	2017	2018
货币资金（亿元）	25.99	29.35	22.16
经营活动净现金流（亿元）	13.65	-1.40	8.70
经营性净现金流/短期债务(X)	0.95	-0.04	0.25
货币资金/短期债务(X)	1.81	0.85	0.63

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年尽管公司资产周转效率有所提升，获现能力有所增强，但其手持货币资金和经营活动净现金流对短期债务的保障程度不足，整体流动性有待提升。

盈利能力

公司营业收入主要来源于房地产开发和物业管理，其中房地产开发业务仍是其收入和利润的主要来源。2018 年，公司实现营业总收入 52.67 亿元，同比增长 33.18%，其中房地产业务总收入为 50.67 亿元，同比增长 34.09%，主要系苏州区域结算金额大幅上升 300.82%所致。此外，2018 年末公司预收款项为 49.66 亿元，同比增长 6.33%，可对未来业务增长提供一定支撑。毛利率方面，2018 年，公司营业毛利率为 21.85%，与上年毛利率水平基本持平；房地产业务毛利率为 22.85%，亦保持稳定。2018 年，公司西安区域营业毛利率较上年下降 21.21 个百分点至 8.20%，主要系当年曲江香都项目结转的主要业态为高层，毛利相对较低，而 2017 年其结转的主要业态为别墅与洋房，导致毛利率水平下滑；另苏州区域毛利率大幅上升 15.81 个百分点至 38.61%，主要系公司苏州区域结转项目拿地时间较

早，土地成本较低，毛利率水平较高。

期间费用方面，2018 年公司期间费用合计 3.51 亿元，同比增加 27.92%。其中，由于公司当期自主销售比重提升，代理销售占比减少，2018 年公司销售费用为 1.36 亿元，同比下降 11.87%；同期公司管理费用为 1.68 亿元，同比大幅增长 50.73%，主要为公司销售业绩增长带来的薪酬相应增加所致。2018 年公司三费收入占比为 6.67%，同比下降 0.27 个百分点，公司整体期间费用控制水平较为稳定。

表 9：2016~2018 年公司期间费用分析

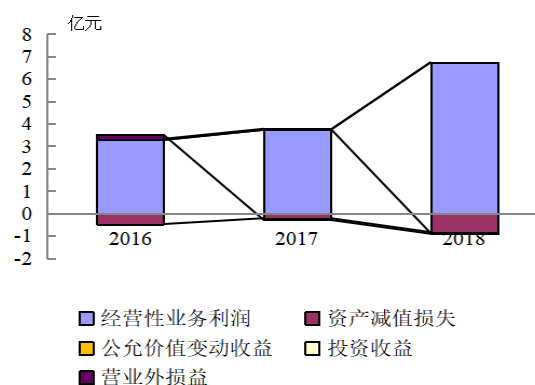
单位：亿元

项目名称	2016	2017	2018
销售费用	1.40	1.55	1.36
管理费用	1.01	1.11	1.68
财务费用	0.10	0.08	0.47
三费合计	2.52	2.75	3.51
营业总收入	37.25	39.55	52.67
三费收入占比(%)	6.76	6.94	6.67

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018 年公司利润总额为 5.87 亿元，同比大幅增加 71.25%。其中，公司经营性业务利润为 6.74 亿元，受益于收入规模的较快提升，公司经营性业务利润大幅上涨 81.12%；2018 年公司分别计提坏账损失和存货跌价损失 0.03 亿元和 0.81 亿元，资产减值损失合计 0.84 亿元；同期，公司营业外损益为-0.02 亿元，同比增加 0.06 亿元，主要系公司缴纳补偿款规模降低，导致 2018 年营业外支出减少所致。扣除所得税费用后，2018 年公司获得净利润 4.01 亿元，同比增加 60.11%，所有者权益收益率为 11.72%，同比上升 3.58 个百分点，公司盈利水平明显增强。

图 4：2016~2018 年公司利润总额构成



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于苏州区域营业收入及毛利率较快增长，公司营业收入和净利润规模持续上升，加之已售待结算资源规模较大，对公司未来业绩的提升形成了一定的支撑。

偿债能力

2018 年末公司总债务规模为 104.20 亿元，同比下降 4.96%，长短期债务比为 0.51 倍。因 2019 年公司 10 亿元的“16 天地一”公司债到期，被调入一年内到期非流动负债，公司长期债务规模有所下滑。从债务期限分布来看，公司 2019 年与 2020 年到期债务规模分别为 35.02 亿元和 24.87 亿元，公司短期内偿债压力与再融资压力有所加大。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额构成，2018 年公司 EBITDA 为 6.55 亿元，同比增加 76.82%。同期，公司总债务/EBITDA 为 15.90 倍，同比下降 13.68 倍；EBITDA 利息保障系数为 0.82 倍，同比上升 0.27 倍，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度有所提升。2018 年，公司经营活动净现金流为 8.70 亿元，经营活动净现金流/总债务和经营活动净现金流/利息支出分别为 0.08 倍和 1.09 倍，受益于公司盈利能力提升，公司经营活动净现金流对债务本息保障程度有所改善。

表 10：2016~2018 年公司偿债能力指标

财务指标	2016	2017	2018
短期债务（亿元）	14.36	34.34	35.02
长期债务（亿元）	82.95	75.30	69.17
总债务（亿元）	97.31	109.64	104.20
经营活动净现金流（亿元）	13.65	-1.40	8.70
EBITDA（亿元）	3.35	3.71	6.55
总债务/EBITDA（X）	29.09	29.59	15.90
经营净现金流/总债务（X）	0.14	-0.01	0.08
EBITDA 利息倍数（X）	0.45	0.55	0.82
经营净现金流/利息支出（X）	1.82	-0.21	1.09

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

对外担保方面，截至 2018 年末公司及各下属房地产子公司按房地产经营惯例为商品房承购人向银行提供按揭贷款阶段性担保，该阶段性担保金额为 28.42 亿元。除上述情况外，公司对子公司担保余额为 71.09 亿元，其中全年新增担保金额 29.69 亿元。另外，公司对合联营公司担保仅有 1 笔，为对太仓卓润房地产开发有限公司提供的信用担保，

担保金额为 1.67 亿元。

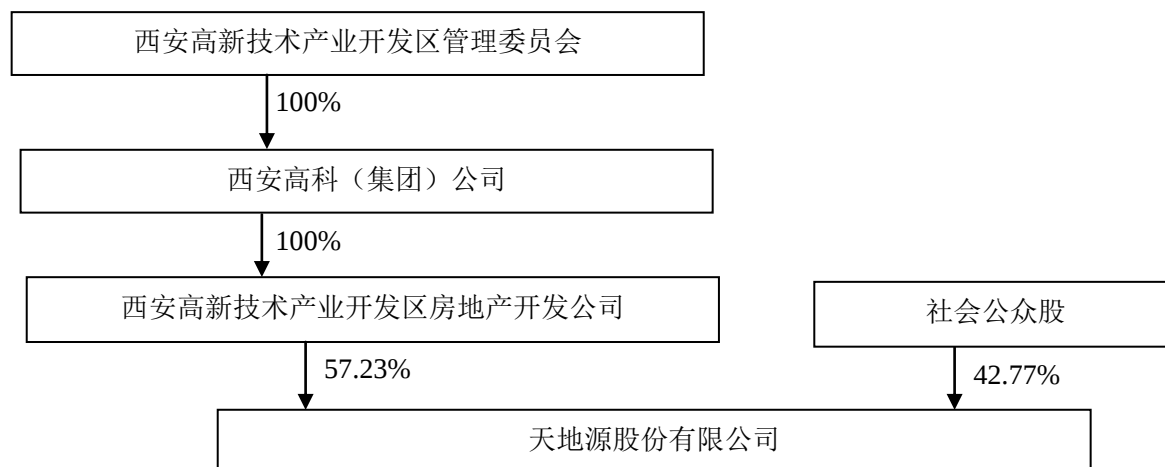
截至 2018 年末，公司共获得各银行授信额度 76.50 亿元，其中已使用额度 45.73 亿元，未使用授信额度 30.77 亿元。与此同时，公司作为 A 股上市公司，可有效利用资本市场获取资金支持。整体来看，公司融资渠道顺畅，备用流动性较好。

总体而言，2018 年随着公司在建工程的持续推进以及土地储备规模的增加，公司财务杠杆维持较高水平。但考虑到公司可获得股东方持续的支持，收入和净利润规模逐年上升，且项目储备资源丰富，待结算资源较多，整体可对其债务的偿还形成保障。

结 论

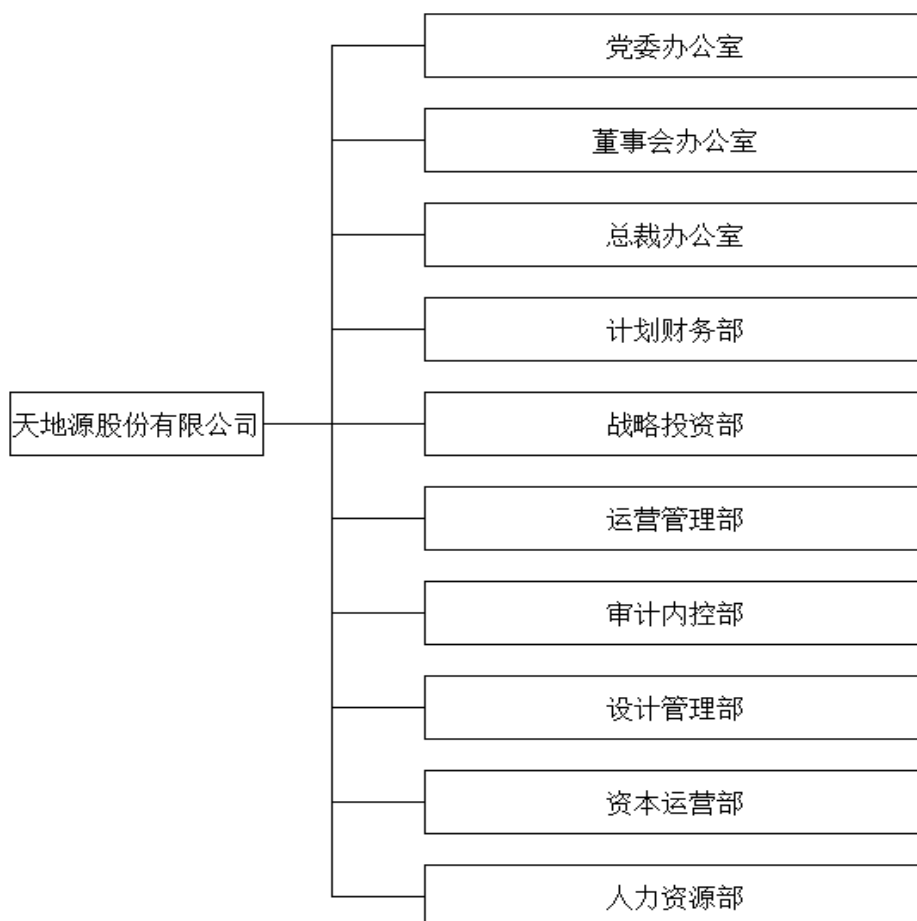
综上，中诚信证评维持天地源股份有限公司主体信用等级AA，评级展望稳定；维持“天地源股份有限公司非公开发行2016年公司债券（第一期）”信用等级AA。

附一：天地源股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附二：天地源股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 12 月 31 日）



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

附三：天地源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）	2016	2017	2018
货币资金	259,907.21	293,524.15	221,564.54
应收账款净额	1,899.34	1,826.12	1,092.10
存货净额	1,444,119.45	1,465,632.96	1,625,508.10
流动资产	1,849,784.57	2,088,155.99	2,079,631.07
长期投资	8,472.72	6,740.74	23,477.97
固定资产合计	10,909.18	13,842.86	13,399.93
总资产	1,912,305.93	2,157,261.54	2,172,902.10
短期债务	143,550.00	343,392.66	350,226.04
长期债务	829,507.95	752,972.77	691,749.16
总债务（短期债务+长期债务）	973,057.95	1,096,365.43	1,041,975.20
总负债	1,622,775.82	1,849,612.14	1,830,885.76
所有者权益（含少数股东权益）	289,530.11	307,649.40	342,016.34
营业总收入	372,507.73	395,470.91	526,705.19
三费前利润	57,874.13	64,642.29	102,474.80
投资收益	32.98	32.94	-98.52
净利润	22,670.32	25,029.32	40,074.54
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	33,453.29	37,057.40	65,524.71
经营活动产生现金净流量	136,511.75	-14,047.55	87,007.86
投资活动产生现金净流量	-2,171.08	-1,053.19	-17,792.04
筹资活动产生现金净流量	-69,075.94	47,809.89	-141,503.47
现金及现金等价物净增加额	65,264.73	32,709.15	-72,287.64
财务指标	2016	2017	2018
营业毛利率（%）	23.19	21.52	21.85
所有者权益收益率（%）	7.83	8.14	11.72
EBITDA/营业总收入（%）	8.98	9.37	12.44
速动比率（X）	0.51	0.57	0.40
经营活动净现金/总债务（X）	0.14	-0.01	0.08
经营活动净现金/短期债务（X）	0.95	-0.04	0.25
经营活动净现金/利息支出（X）	1.81	-0.21	1.09
EBITDA 利息倍数（X）	0.45	0.55	0.82
总债务/EBITDA（X）	29.09	29.59	15.90
资产负债率（%）	84.86	85.74	84.26
总债务/总资本（%）	77.07	78.09	75.29
长期资本化比率（%）	74.13	70.99	66.92
净负债率（%）	246.31	260.96	239.87

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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

经营性业务利润=三费前利润-三费合计

EBIT（息税前盈余）=利润总额+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=（营业收入-营业成本）/营业收入

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）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

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）

附五：信用等级的符号及定义

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，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。