

2017 年重庆龙湖企业拓展有限公司绿色债券（第一期）

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

# 概述

编号:【新世纪债评(2016)010321】

**评级对象:** 2017年重庆龙湖企业拓展有限公司绿色债券(第一期)(本期债券/债项)

**主体信用等级:** AAA

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AAA(未安排增级)

**评级时间:** 2017年1月5日

**计划发行:** 不超过40.40亿元

**本期发行:** 品种一16亿元、品种二14.40亿元

**存续期限:** 品种一为5年,品种二为7年

**增级安排:** 无

**发行目的:** 用于固定资产投资、补充营运资金

**偿还方式:** 按年付息,最后一期利息随本金支付

## 主要财务数据及指标

项 目	2013年	2014年	2015年
金额单位:人民币亿元			
<b>母公司数据:</b>			
货币资金	0.84	1.96	9.70
刚性债务	17.67	17.27	96.25
所有者权益	64.30	54.70	112.68
经营性现金净流入量	3.92	7.44	-79.63
<b>合并数据及指标:</b>			
总资产	1,158.94	1,289.94	1,425.38
总负债	766.10	815.55	829.36
刚性债务	208.04	270.55	292.91
所有者权益	392.85	474.39	596.02
营业收入	392.73	495.89	412.64
净利润	65.45	91.63	92.24
经营性现金净流入量	18.88	70.48	64.03
EBITDA	87.25	124.65	120.82
资产负债率[%]	66.10	63.22	58.19
权益资本与刚性债务比率[%]	188.83	175.34	203.48
流动比率[%]	164.58	165.07	186.37
现金比率[%]	19.29	22.66	25.65
利息保障倍数[倍]	6.47	7.65	7.50
净资产收益率[%]	18.10	21.13	17.23
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.61	8.91	7.79
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.42	-0.58	-3.33
EBITDA/利息支出[倍]	6.50	7.68	7.54
EBITDA/刚性债务[倍]	0.44	0.52	0.43

注:根据龙湖企业拓展经审计的2013-2015年审计报告整理、计算。

## 分析师

覃斌 qb@shxsj.com  
周文哲 zwz@shxsj.com  
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F  
http://www.shxsj.com

## 评级观点

### ➤ 主要优势/机遇:

- **经营策略优势。**龙湖企业拓展实行较稳健的经营策略,业务呈全国性布局,销售业绩较好,资金回笼规模较大。
- **项目盈利空间较大。**龙湖企业拓展储备土地平均获取成本较低,公司房地产项目后续盈利空间较有保障。
- **财务较为稳健。**受益于良好的经营积累,龙湖企业拓展的权益资本实力持续增强,财务杠杆持续下降,在业务快速扩张的情况下仍保持了较好的财务稳健度。公司主业现金回笼能力良好,货币资金较充裕,为债务到期偿付提供良好保障。

### ➤ 主要风险/关注:

- **房地产市场波动风险。**我国房地产行业经历了多年的高位运行,库存总量较大,仍面临供应过剩局面。部分非核心二线城市及三四线城市去化压力大,或将在一定程度上影响龙湖企业拓展资金回笼以及盈利能力。
- **刚性债务规模逐年扩大。**房地产项目开发周期较长,资金需求量大,随着业务规模的扩大,龙湖企业拓展资金需求量显著增加,债务规模相应增长,债务偿付压力有所增大。
- **关联交易风险。**龙湖企业拓展与关联企业存在较为频繁的资金往来,往来借款金额较大;同时还为关联企业提供一定金额担保。
- **存在一定资金风险。**龙湖企业拓展房地产业务的新开工面积和竣工面积存在一定规模,如果市场环境变化或者公司的销售策略失误,则可能导致一定的资金风险。

## ➤ 未来展望

通过对龙湖企业拓展及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析,本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级,评级展望为稳定;认为本期债券还本付息安全性极强,并予以本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》及《房地产开发企业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 2017年重庆龙湖企业拓展有限公司绿色债券（第一期）

# 信用评级报告

### 一、公司概况

重庆龙湖企业拓展有限公司（简称“龙湖企业拓展”、“该公司”或“公司”）前身为成立于1994年10月的重庆佳辰经济文化促进有限公司。1995年4月，该公司更名为重庆佳辰经济发展有限公司。2002年9月，公司吸收嘉逊发展香港（控股）有限公司（简称“嘉逊发展”）为新股东，投资总额及注册资本均增加至0.50亿元，变更为中外合资经营企业。2005年11月，经重庆市工商行政管理局核准，公司更为现名。

2007年4月13日，嘉逊发展向该公司增资1.80亿元，公司注册资本增至2.30亿元。2008年2月，吴亚军、蔡奎分别将其持有的公司5.48%和3.22%的股权转让给重庆旭科投资有限公司（简称“重庆旭科”，2013年9月更名为西藏旭科投资有限公司，简称“西藏旭科”）。2009年嘉逊发展和重庆旭科先后两次按比例增资，公司注册资本增至13.08亿元。2014年6月，西藏旭科将其持有的公司8.70%的股权转让给成都兆江企业管理有限公司（简称“成都兆江”，嘉逊发展间接持有其100%的股权）。此次股权转让完成后，公司股权结构变更为：嘉逊发展以货币形式出资11.94亿元，占注册资本的91.30%；成都兆江以货币形式出资1.14亿元，占注册资本的8.70%。截至2015年末，公司实收资本为13.08亿元，嘉逊发展直接和间接合计持有公司100%的股权。自然人吴亚军女士通过个人信托持有港股上市公司龙湖地产有限公司（简称“龙湖地产”，股票代码：0960.HK）44.13%的股权，并通过其全资子公司龙湖投资有限公司间接持有嘉逊发展100%股权，吴亚军女士为公司的实际控制人。

该公司主营业务为房地产开发和商用物业经营，兼营房地产经纪与营销、物业管理、房地产监理等业务。公司为龙湖地产旗下的核心成员企业，是龙湖地产国内房地产业务的主要运营与管理平台。近年来公司经营规模扩张较快，房地产业务主要分布在北京、重庆、山东区域（济南、青岛、烟台）、杭州、宁波、苏南区域（无锡、常州）、成都、西安、上海等多个城市。

## 二、债项概况

### (一) 本次债券概况

该公司于2016年10月14日获得国家发展和改革委员会关于其发行绿色债券核准的批复（发改企业债券[2016]303号），公司拟发行额度不超过40.40亿元的绿色债券，分期发行，本期债券发行规模为30.40亿元，分为两个品种，品种一发行规模为16亿元，债券期限为5年，第3年末设发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二发行规模为14.40亿元，债券期限为7年，第5年末设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券募集资金拟用于固定资产投资和补充营运资金。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	2017年重庆龙湖企业拓展有限公司绿色债券（第一期）
总发行规模:	不超过40.40亿元人民币
本次发行规模:	品种一为16亿元，品种二为14.40亿元
本次债券期限:	品种一为5年，第3年末设发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权；品种二为7年，第5年末设发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	本次债券按年付息、到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付
增级安排:	无

资料来源：龙湖企业拓展

截至2016年末，该公司共发行11支债券，发行金额合计212.00亿元，其中金额为14.00亿元的“09龙湖债”已于2016年5月5日到期。目前，公司存续期内债券本金合计198.00亿元。

图表 2. 公司已发行债券概况（单位：亿元）

债项名称	发行金额	期限（年）	发行利率（%）	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
09 龙湖债	14.00	5+2	6.70	2009年5月	-	到期兑付
15 龙湖 01	20.00	5	4.60	2015年7月	不超过80亿元(含) /2015年6月	未到期
15 龙湖 02	20.00	3+2	3.93	2015年7月		未到期
15 龙湖 03	20.00	5+2	4.20	2015年7月		未到期
15 龙湖 04	20.00	5+2	4.08	2015年11月		未到期
16 龙湖 01	23.00	3+2	3.30	2016年1月		不超过118亿元 (含)/2015年12
16 龙湖 02	18.00	5+3	3.68	2016年1月	未到期	

债项名称	发行金额	期限(年)	发行利率(%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
16 龙湖 03	25.00	3+3	3.19	2016 年 3 月	月	未到期
16 龙湖 04	15.00	5+5	3.75	2016 年 3 月		未到期
16 龙湖 05	7.00	3+2	3.06	2016 年 7 月		未到期
16 龙湖 06	30.00	5+2	3.68	2016 年 7 月		未到期

资料来源：Wind 资讯（截至 2016 年末）

## （二）本次债券募集资金用途

### ■ 固定资产投资

该公司拟将本期债券募集资金中的 17.20 亿元用于固定资产投资，具体投入到龙湖礼嘉新项目和上海虹桥商务区核心区一期 5 号地块两个项目，上述项目计划总投资为 194.30 亿元，截至 2015 年末累计投资共计 103.2 亿元。

图表 3. 公司募投项目基本情况（单位：亿元、%）

项目名称	发文机关	文号	批文类型	项目总投资	拟使用募集资金	
龙湖礼嘉新项目	重庆两江新区经济运行局	备案项目编码 2016-500112-70-03-010484	立项	113.70	8.0	
	重庆市环境保护局北部新区分局	渝（北新）环准[2013]011 号	环评			
	重庆市国土资源和房屋管理局	115 房地证 2013 字第 04825 号	土地证			
		115 房地证 2013 字第 19632 号				
		115 房地证 2013 字第 19634 号				
		115 房地证 2013 字第 25518 号				
		115 房地证 2014 字第 03882 号				
		115 房地证 2014 字第 04012 号				
		115 房地证 2014 字第 23224 号				
		115 房地证 2014 字第 26346 号				
	重庆市规划局	地字第 500140201200061 号 地字第 500140201300019 号 地字第 500140201400010 号	规划			
上海虹桥商务区核心区一期 5 号地块	上海虹桥商务区管理委员会	沪虹商管建[2012]016 号	立项	80.60	9.2	
		沪虹商管建[2012]017 号				
		沪虹商管建[2012]018 号				
		沪虹商管建[2012]019 号				
		沪虹商管建[2012]020 号				
	上海市环境保护局	沪环保许评[2012]701 号	环评			
		沪环保许评[2012]702 号				
		沪环保许评[2012]703 号				
		沪环保许评[2012]704 号				

项目名称	发文机关	文号	批文类型	项目总投资	拟使用募集资金
		沪环保许评[2012]705号			
	上海市规划和国土资源管理局	沪房地闵字[2012]第045748号 沪房地闵字[2012]第045754号	土地		
	上海市规划和国土资源管理局	地字第沪虹桥地[2012]EA31004220125010号	规划		
合计	-	-	-	194.3	17.2

资料来源：龙湖企业拓展

龙湖礼嘉新项目位于重庆北部国家级两江新区，建设主体为该公司全资子公司重庆龙湖科恒地产发展有限公司。该项目分为商业中心和滨江高端住宅区，总占地面积约 58.40 万平方米，总建筑面积约 200 万平方米，调整后的计划总投资为 113.37 亿元。项目于 2012 年开工，分三期建设，预计将于 2021 年竣工，截至 2015 年末已完成投资 47.20 亿元。该项目建成后预计可出售面积约 194 万平方米，其中：商业可出售面积约 31 万平方米、住宅可出售面积约 119 万平方米、车位可出售约 1.24 万个。该项目预计未来住宅销售均价为 0.92 万元/平方米，商业销售均价为 1.51 万元/平方米，车位销售均价为 9.70 万元/平方米。综合以上因素，预计该项目合计可形成收入 167.88 亿元，其中住宅预计可形成收入 109.07 亿元，商业可形成收入 46.73 亿元，车位可形成收入 12.08 亿元；扣除运营成本后整体形成收益约 150.56 亿元。另外，该项目在 2016 年度以前已实现部分销售，确认收入 63.36 亿元，预计 2016 年以后可实现收入约 104.52 亿元，扣除运营成本后实现收益约 94.30 亿元。

上海虹桥商务区核心区一期 5 号地块项目由该公司控股子公司上海恒骏房地产有限公司（简称“上海恒骏”持股比例为 93.60%）负责，该项目占地面积约 7.88 万平方米，总建筑面积约 44.3 万平方米，建设内容为办公、娱乐及商业等用房，计划总投资 80.60 亿元，其中项目资本金 40.30 亿元，由上海恒骏自筹。该项目于 2012 年开工，预计于 2018 年竣工。截至 2015 年末，项目已完成投资 46.00 亿元。项目建成后可出售面积约 41.2 万平方米，其中商业可出售面积 13 万平方米，持有商业面积 17 万平方米，酒店面积 2.3 万平方米，车位面积 8.9 万平方米。结合该项目具体情况，运营期内，项目整体可实现收入约 134.95 亿元，扣除运营成本后可实现收益约 82.34 亿元。其中，该项目预计商业销售价格约为 5.0 万元/平方米，考虑增值税影响，预计整体可实现销售收入约 55.80 亿元，扣除运营成本后预计可形成收益约 45.01 亿元；酒店板块预计可实现收入约 30.07 亿元，扣除运营成本后预计可实现收益 8.36 亿元；商



业及车位出租部分预计可实现收入 49.08 亿元，扣除运营成本后预计可实现收益约 28.93 亿元。另外，该项目在 2016 年度以前已实现部分销售，确认收入 29.49 亿元，扣除运营成本后实现收益约 23.83 亿元。

#### ■ 补充营运资金

该公司拟将本期债券募集资金中的 13.2 亿元用于补充运营资金。

### 三、宏观经济和政策环境

当前我国经济发展的外部环境仍较复杂，国内面临经济驱动力转变和经济结构转型升级等挑战，不确定因素较多。

2015 年，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济在量化宽松政策后维持低利率的货币政策下继续复苏，2015 年底的加息政策对全球资本的流动、汇率波动、证券市场震动产生了明显影响。在欧洲，尽管希腊主权债务危机的暂时性解决，有利于欧盟政治、经济的整体稳定，但是欧洲经济增长仍整体乏力，复苏前景仍不明朗。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应明显下降。

2015 年，国际石油价格继续下跌，石油输出国的经济处于疲软状态，石油输出国的国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体除印度外，整体经济呈现持续下行态势。其中，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌双重因素影响下，经济增长形势较为严峻；巴西的经济增长和国别风险增大。

2016 年，美国将视经济复苏的强度、就业水平和物价水平的变化维持或继续上调利率；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续实施量化宽松的货币政策；日本将继续维持量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体整体将维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策，刺激经济的增长。

2015 年，中国对外开放水平不断提高，人民币已经加入了特别提款权篮子货币，持续推进“一带一路”、亚洲基础设施投资银行、金砖国家银行的建设，已经与韩国、澳大利亚等国签署了自由贸易协定，继续推进与美国、欧盟的信息技术协议谈判，继续推动人民币资本项下的货币自由兑换。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济的成长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设

等都与对外开放进行了衔接，熊猫债发行开始升温。

2015年，中国实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，2015年在新预算法下，财政部积极推动了各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体可控；2015年底，财政部对地方政府债券的限额管理，有利于控制地方政府债务进一步扩张。在货币政策上，中国人民银行结构性的降低存款准备金比率、降低贷款利率，既有效地控制了物价水平的上涨，也保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，促进了实体经济增长和发展。2016年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在中国面临复杂国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2015年中国经济总体运行平稳。但是，中国的经济增长仍然面临下行压力，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件从中小企业、光伏行业等向国有企业、有色金属、煤炭行业等进行扩散。

2016年，中国经济仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的大幅波动对金融系统和实体经济的冲击风险在相应提高。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场大幅波动对金融、经济的冲击性风险。

该公司所处的房地产行业与宏观经济关联度较高，并对政策调控极为敏感。国内房地产行业在经历长期高速增长后，逐渐暴露出供求错配等诸多问题，目前房地产市场已进入调整阶段，公司未来业务发展与房产政策紧密相关。

#### 四、公司所处行业及区域经济环境

房地产是我国经济的支柱产业之一，近年来宏观经济下行和持续的行业调控使得房地产企业出现了一定的经营压力，且城市间分化明显。2015 年以来，虽然政府通过多轮政策刺激市场需求，房地产市场有所回暖，但仍难以扭转总体库存压力加大的局面，去库存仍为房地产市场的主旋律。

房地产是我国经济支柱产业之一。2000 年以来，在工业化、城镇化、居民收入增长以及消费需求升级的强劲推动下，行业保持较快增长。2005-2015 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.59 万亿元上升至 9.60 万亿元。其中，住宅年完成投资额从 2005 年的 1.09 万亿元上升至 2015 年的 6.46 万亿元。近三年，我国房屋年均新开工面积达到了 17.84 亿平方米，其中，住宅年均新开工面积达到 12.58 亿平方米，占房屋新开共面积的 70.50%。

为了抑制房价过快增长、保障市场理性发展，中央政府自 2005 年起陆续出台政策对市场进行调控。2013 年以前，调控政策主要目标为抑制投机行为、控制房价快速上涨。自 2009 年起，国务院陆续出台“新国四条”、“新国八条”和“新国五条”等一系列政策，提高项目资本金比例、首付比例、二套房首付比例和贷款利率，对房屋流转进行税收限制，并大力推动保障房建设。

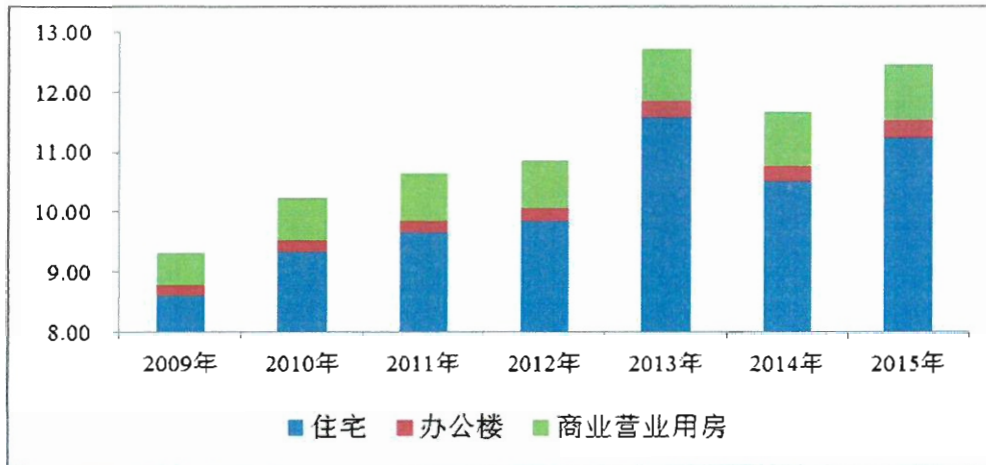
随着政策调控的持续及宏观经济增速放缓，国内房地产需求增速逐步放缓，市场进入调整阶段。自 2009 年以来，全国房地产市场销售面积增速不断下降，2012 年同比增长仅 1.95%，其中住宅销售面积增速 2.01%。2013 年，中央出台“新国五条”严厉调控房价，造成了显著的政策末班车效应。当年全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%；其中住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。

2014 年，全国房地产销售面积、住宅销售面积分别减少 8.11%和 9.11%，需求下滑明显。为防止市场进一步下滑，各地方政府相继取消或放松了限购等调控政策，转而出台救市政策，包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。2014 年 11 月，央行下调贷款基准利率，进一步维持了需求水平。

2015 年，房屋销售面积同比增加 6.69%，达 12.46 亿平方米；其中住宅销售面积增加 6.87%达到 11.24 亿平方米。总体看房地产市场有所回暖，

但需求仍未恢复到 2013 年水平。

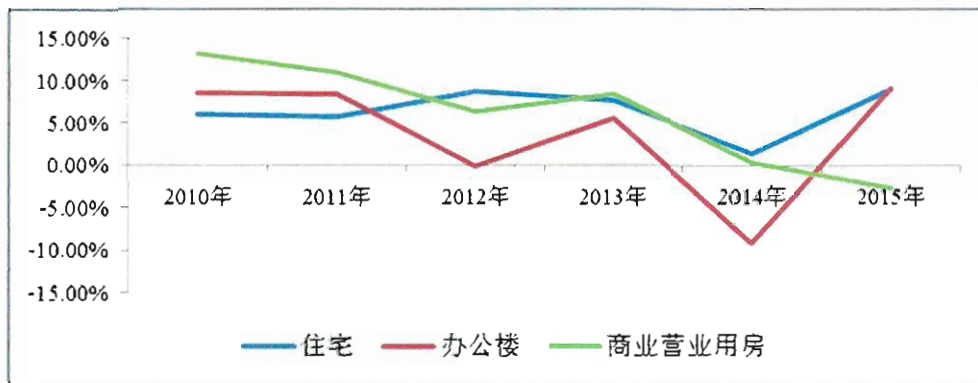
图表 4. 国内房地产销售面积 (单位: 亿平方米)



资料来源: Wind 资讯

受总需求增速放缓影响, 2010 年以来房地产价格上升趋势逐步减弱。2010-2013 年, 全国住宅销售均价波动增长, 增速尚属稳定; 但办公楼、商业营业用房均价增速呈波动下行趋势。2014 年, 全国住宅、办公楼、商业营业用房均价变动分别为 1.43%、-9.01% 和 0.41%, 均出现大幅下降。

图表 5. 国内房地产均价变动百分比



资料来源: Wind 资讯

自 2010 年起, 国内房地产投资完成额增速呈下行趋势, 2013-2015 年同比增幅分别为 19.80%、10.50% 和 1.00%。

图表 6. 房地产投资情况 (单位: 万亿元)



资料来源: Wind 资讯

在前期大量投资、需求增速放缓的情况下,国内房地产市场库存<sup>1</sup>持续上行。根据 Wind 资讯数据,2011 年末全国房地产市场库存为 51.51 亿平方米,其中待售商品房面积 2.72 亿平方米;2015 年末全国房地产市场库存为 78.84 亿平方米,其中待售商品房面积 7.19 亿平方米。

为防止市场进一步下滑,各地方政府相继取消或放松了限购等调控政策,转而出台救市政策,包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。资金成本方面,央行多次降息降准,其中一年期贷款基准利率自年初的 5.60% 降至 4.35%,金融机构人民币存款准备金率合计下调 2.5 个百分点,符合标准的金融机构额外下调 0.5 个百分点。公积金贷款方面,国管公积金中心将贷款额度上调至 120 万元,首套房首付降至 20%,并调整了二套房政策和缴存政策。限购政策方面,46 个限购城市中仅剩北京、上海、广州、深圳四城坚持限购,且六部委联合发文取消境外机构和个人的购房限制。税收方面,财政部、国家税务总局将免征营业税的个人房源持有期限由 5 年下调至 2 年。2015 年年底,中央连续强调去库存,释放出强烈的政策信号。

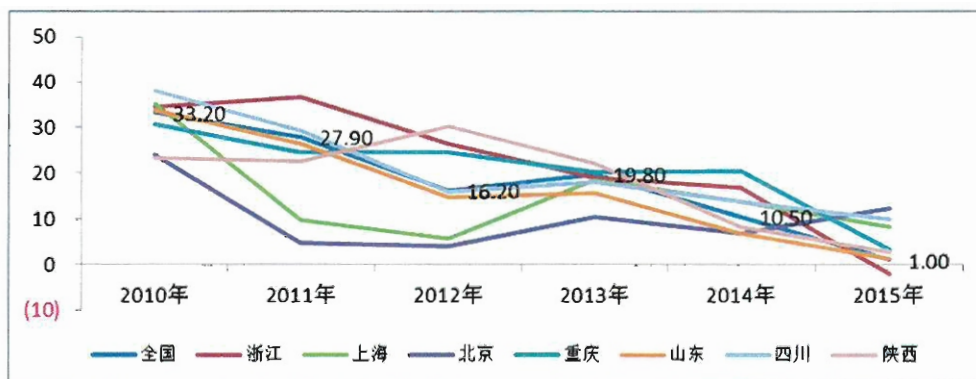
随着多项利好政策的出台,市场回暖趋势明朗,购房需求上升。2015 年,房屋销售面积同比增长 6.69% 至 12.46 亿平方米,其中住宅销售面积增长 6.87% 至 11.24 亿平方米;2016 年 1-2 月,房屋销售面积同比增幅为 27.85%,其中住宅面积同比增长 30.45%。2015 年,住宅及办公楼均价增幅有所回升,分别为 9.08% 和 9.21%,但商业营业用房均价下降 2.60%;2016 年 1-2 月,上述三者增幅分别为 14.39%、16.85% 和 -1.38%。房地产市场的回暖亦拉动投资额增长,2016 年 1-2 月,国内房地产投资额增速上升为 13.66%。

<sup>1</sup> 包括待售商品房面积和住宅、办公楼、商业营业用房的施工面积。

2016 年以来，房地产政策的重点分为降首付和减税两方面，有关部门于 2 月先后宣布非限购城市商贷首付比例由 25% 降至 20%、二套房契税从 3% 降至 1%、非普通住房免征营业税适用“五改二”政策等。但新政特别指出，北上广深不享受二套房住房契税和营业税优惠，首套房贷款比例仍为 30%。预计未来政策将着力于防止一二线城市房地产市场过度炒作、引导资金流向库存较高的三四线城市。

在国内投资总体放缓的同时，市场区域分化明显。其中，一线城市由于风险小、土地供给有限等因素，房地产市场的下行压力相对有限，投资增速反呈上升趋势，而部分非核心二线城市及三四线城市由于人口导入能力不足，房产供给过剩，房地产市场面临较大的下行压力。该公司业务主要集中在重庆、北京、长三角地区，从投资增速与国内同期增速的差值看，上述地区投资增速高于全国均值。

图表 7. 主要地区房地产开发投资增速情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

作为资金密集型行业，房地产业对资金的规模和流动性要求比较高。中短期内，房地产企业在库存去化、现金回笼方面仍面临较大的压力，各企业融资能力分化加剧，资金实力雄厚、经营稳健的大型房地产企业仍能够进行多元化融资，而实力较弱的中小型房地产企业受信贷紧缩的影响相对较大。

## 五、公司自身素质

### （一）公司产权状况

嘉逊发展持有该公司 100% 股权，吴亚军女士为公司实际控制人。

嘉逊发展直接持有该公司 91.30% 股权，同时嘉逊发展间接持有成都兆江 100% 股权，嘉逊发展直接和间接合计持有公司 100% 股权。自然

人吴亚军女士通过个人信托合计持有龙湖地产 44.13%的股权，并间接控股嘉逊发展，吴亚军女士为公司的实际控制人。公司产权状况详见附录一。

## （二）公司法人治理结构

该公司董事会为最高权力机构，治理结构较清晰；公司根据业务需要建立了较为合理的组织结构，管理较为规范。

2015年4月以前，该公司根据《公司章程》设立了股东会、董事会和监事。根据《中外合资经营企业法实施条例》相关规定，董事会为公司最高权力机构，公司未定期召开股东会。2015年4月，公司依照《中外合资企业经营法》及《中外合资经营企业法实施条例》相关规定，修订了《公司章程》，公司不设股东会，董事会为公司最高权力机构。目前，公司董事会成员共5名，设董事长1名；不设监事会，设监事1名；设总经理，由董事会任免。据公开披露信息，公司现任高级管理人员近三年无违法和重大违规行为。

该公司根据业务管理需要设立了战略发展部、法律事务部、财务部、人力资源部、运营部、投资发展部、公司品牌及营销部、研发部、造价采购部、工程部、商业地产部、流程与信息管理部、物业管理部、客户及市场研究部、公共事务部、创新事业部和新城市筹备组共17个部门，各职能部门间在业务开展中能够相互独立并保持顺畅协作。公司组织结构图见附录二。

该公司与关联方存在较为频繁的资金往来，往来借款金额较大。同时，公司向关联方借款提供担保涉及金额较大，但风险尚可控。2015年，子公司为关联方提供物业管理服务并获得收入合计742.35万元；子公司向关联方销售货物（材料、苗木）取得收入合计1.01亿元；公司长期抵押借款中1.40亿元同时由关联方佛山乐意投资管理有限公司提供信用担保，公司向关联方借款提供担保金额为35.54亿元。截至2015年末，公司应收账款、其他应收款中与关联方相关款项余额为99.88亿元，以免息的合营、联营企业往来资金拆借为主，其中难以收回往来单位借款0.15亿元；公司其他应付款中往来款合计36.80亿元，占其他应付款的43.84%。

## （三）公司管理水平

该公司拥有较为清晰完善的经营管理体制，业务运营有序开展。

该公司根据业务和市场需要，建立了相关的管理制度及较有效的监督制约机制，形成了较为完善的经营管理体制。

在资产管理方面，该公司及控股子公司独立拥有与生产经营有关的土地使用权、房屋、生产经营设备、特许经营权等资产的所有权或者使用权，公司的控股股东、实际控制人及其控制的其他企业不存在违规占用公司的资金、资产和其他资源的情况。公司的资产独立于控股股东及实际控制人。

在人员管理方面，该公司建立了独立的人事档案、人事聘用和任免制度、人数考核、奖惩制度、工资管理制度，与全体员工签订了劳动合同，建立了独立的工资管理、福利与社会保障体系。公司人力资源部独立负责公司员工的聘任。

在机构管理方面，该公司的生产经营和办公机构与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业完全分开，不存在混合经营、合署办公的情形，也不存在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业干预公司机构设置的情况。公司根据自身发展需要建立了完整独立的内部组织结构和职能体系，各部门之间职责分明、相互协调，自成为完全独立运行的机构体系。

在财务管理方面，该公司建立了独立的财务核算体系，独立做出财务决策和安排，具有规范的财务会计制度和财务管理制度；公司的财务与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业严格分开，实行独立核算，控股股东及实际控制人依照《公司法》、《公司章程》等规定行使股东权利，不越过董事会等公司合法表决程序干涉公司正常财务管理与会计核算；公司财务机构独立，公司独立开设银行账户，不与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业共用银行账户；公司独立办理纳税登记，独立申报纳税。

#### **（四）公司经营状况**

该公司为香港上市企业龙湖地产的核心业务平台，以中高档住宅开发为核心主业，并继续扩大保有商业物业的租赁经营业务。近年来公司合同销售额保持在较高水平，且在手项目较充足，区域分布较为分散，储备土地项目具有一定的成本优势，为业务的持续发展提供良好支撑。

该公司为龙湖地产的核心业务平台，以中高档住宅及配套商铺开发为主。近年来，公司以住宅开发为核心主业，并继续扩大租赁用商业物



业的保有量。2013-2015年，公司分别实现营业收入392.73亿元、495.89亿元和412.64亿元，其中，商品房销售收入分别为375.36亿元、474.46亿元和385.81亿元，占比均在95%左右，为公司主要的收入来源。公司物业管理和物业租赁业务收入继续保持良好的增幅，也在一定程度上提升了公司的经营业绩。

图表 8. 2013-2015 年公司主营业务收入构成及毛利率变化分析

业务类别/金额 (亿元)	2013 年度	2014 年度	2015 年度
商品房销售	375.36	474.46	385.81
物业管理	6.78	9.14	12.13
物业出租	6.72	8.73	13.06
其他	2.57	3.02	0.94
合计	391.43	495.35	411.93
毛利率 (%)	2013 年度	2014 年度	2015 年度
商品房销售	33.78	30.88	31.31
物业管理	27.00	26.88	25.07
物业出租	70.01	78.65	77.01
其他	8.55	11.16	8.51
合计	34.11	31.52	32.57

注：根据龙湖企业拓展提供的数据整理

### 1. 商品房销售

近年来，该公司执行快速周转策略，整体销售情况较好。2013-2015年公司房地产签约销售面积分别为371.35万平方米、395.77万平方米和316.63万平方米，签约销售金额分别为423.03亿元、429.29亿元和422.45亿元。

图表 9. 公司最近三年房地产开发经营情况

	2013 年	2014 年	2015 年
开（复）工面积（万平方米）	1,004.20	892.38	818.50
其中：新开工面积（万平方米）	488.68	338.31	369.80
竣工面积（万平方米）	503.01	520.93	392.30
销售面积（万平方米）	371.35	395.77	316.63
销售金额（亿元）	423.03	429.29	422.45
平均售价（元/平方米）	11,391.64	10,847.00	13,341.97

数据来源：龙湖企业拓展

在销售区域方面，该公司逐步拓展全国性业务布局，目前房地产开发区域已由重庆为主逐步扩展至北京、长三角及其他部分区域经济中心城市。2013-2015年，重庆地区业务收入占房屋销售收入的比重分别为

26.85%、10.58%和 18.44%；北京地区业务收入占房屋销售收入的比重分别为 17.26%、27.66%和 7.21%；上海地区业务收入占房屋销售收入的比重分别为 7.20%、5.74%和 12.52%。此外，来自杭州、宁波等地区的营业收入贡献占比在 10%以上，有利于公司降低单一地区市场波动风险。

图表 10. 公司商品房收入区域构成 (单位: 亿元、%)

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
重庆区域	100.77	26.85	50.21	10.58	71.13	18.44
成都区域	57.18	15.23	40.22	8.48	41.60	10.78
西安区域	26.15	6.97	35.33	7.45	16.06	4.16
北京区域	64.78	17.26	131.24	27.66	27.81	7.21
上海区域	27.04	7.20	27.26	5.74	48.30	12.52
苏南区域	42.55	11.33	41.93	8.84	19.44	5.04
杭州和宁波区域	19.35	5.16	58.53	12.34	43.31	11.23
沈阳区域	6.46	1.72	16.49	3.48	13.25	3.43
山东区域	19.43	5.18	51.57	10.87	15.45	4.01
其他区域	11.66	3.11	21.68	4.57	89.44	23.18
合计	375.36	100.00	474.47	100.00	385.81	100.00

数据来源: 龙湖企业拓展 (苏南区域指: 无锡和常州; 山东区域指: 济南、青岛、烟台)

截至 2015 年末, 该公司在建及拟建房地产项目分别为 52 个和 13 个, 主要分布在重庆、西安、杭州、宁波、大连、厦门、长沙、无锡、常州、青岛、沈阳、成都、北京和上海等 24 个城市, 区域较分散。2013-2015 年, 公司开 (复) 工面积分别为 1,004.20 万平方米、892.38 万平方米和 818.50 万平方米, 其中新开工面积分别为 488.68 万平米、338.31 平方米和 369.80 万平方米。2014 年以来, 公司为去化库存, 对新开工面积进行了管控, 公司新开工面积及开 (复) 工面积均有所下降。近三年, 公司竣工面积分别为 503.01 万平方米、520.93 万平方米和 392.30 万平方米。受前期开工规模较大影响, 2013-2014 年公司竣工面积显著增加; 在开工规模严格控制下, 2015 年公司竣工面积明显减少。总体看, 公司对在手项目规模执行较严格的控制, 但仍面临一定的资金支出压力。

该公司土地储备集中在一线及强二线城市, 目前公司已进入 22 个城市, 覆盖环渤海地区、西部地区、长三角地区、华南地区及华中地区, 且近年新获地块区位趋向城市中心区。截至 2015 年末, 公司土地储备总建筑面积为 2,709.4 万平方米 (其中权益建筑面积 2,362.5 万平方米), 在手土地储备平均成本较低<sup>2</sup>。从区域分布看, 环渤海地区、华中地区、西

<sup>2</sup> 参考上市公司龙湖地产在手土地储备平均成本 3,165 元/平方米。

部地区、长江三角洲地区、华南地区占比分别为 42.7%、3.2%、22.8%、21.2%和 10.1%。总体看，公司储备项目较充足，区域覆盖范围较广，且整体土地成本较低，有助于其合理应对市场波动风险。

图表 11. 截至 2015 年末公司主要土地储备情况 (单位: 万平方米)

地区	城市	总建筑面积	所占比例	权益建筑面积	所占比例
环渤海地区	北京	165.2	6.1%	69.9	3.0%
	沈阳	165.9	6.1%	161.0	6.8%
	青岛	62.1	2.3%	62.1	2.6%
	烟台	654.6	24.2%	654.6	27.7%
	济南	35.3	1.3%	35.3	1.5%
	大连	74.5	2.7%	41.0	1.7%
	小计	<b>1,157.7</b>	<b>42.7%</b>	<b>1,024.0</b>	<b>43.3%</b>
华中地区	长沙	86.5	3.47%	86.5	3.79%
	小计	<b>86.5</b>	<b>3.2%</b>	<b>86.5</b>	<b>3.7%</b>
西部地区	重庆	171.9	6.3%	158.4	6.7%
	成都	224.3	8.3%	191.2	8.1%
	西安	141.7	5.2%	141.7	6.0%
	玉溪	79.0	2.9%	79.0	3.3%
	小计	<b>616.9</b>	<b>22.8%</b>	<b>570.3</b>	<b>24.1%</b>
长江三角洲地区	上海	83.6	3.1%	69.2	2.9%
	无锡	84.8	3.1%	84.8	3.6%
	常州	87.1	3.2%	87.1	3.7%
	杭州	161.4	6.0%	113.1	4.8%
	绍兴	17.6	0.7%	17.6	0.7%
	宁波	26.0	1.0%	22.4	0.9%
	苏州	21.7	0.8%	10.9	0.5%
	南京	92.3	3.4%	62.6	2.6%
	小计	<b>574.5</b>	<b>21.2%</b>	<b>467.5</b>	<b>19.8%</b>
华南地区	厦门	69.7	2.6%	34.8	1.5%
	泉州	132.6	4.9%	132.6	5.6%
	广州	34.9	1.3%	17.5	0.7%
	佛山	36.6	1.4%	29.3	1.2%
	小计	<b>273.8</b>	<b>10.1%</b>	<b>214.2</b>	<b>9.1%</b>
合计		<b>2,709.4</b>	<b>100.0%</b>	<b>2,362.5</b>	<b>100.0%</b>

资料来源: 龙湖企业拓展

## 2. 租赁业务

该公司投资的持有型商业物业全部为商场，商业地产包括三个系列的产品体系，分别为龙湖天街系列、龙湖星悦荟系列、龙湖家悦荟系列。其中，天街系列定位为都市购物中心，规模较大；星悦荟系列定位为社

区购物中心，体量较小；家悦荟系列定位为家居生活馆。目前，公司保有的商业物业主要为具有一定规模的商业中心，而社区商铺等则对外销售，以实现“高周转”的经营目标。近年来，随着实力的进一步增强，公司逐步提高物业保有比例，提升长期经营能力。公司商业地产租金收入规模相对较小，但随着运营面积的提升逐年增长，2013-2015年分别为6.72亿元、8.73亿元和13.06亿元。截至2015年末，公司已开业商业地产项目共计16个，商场面积合计为133.53万平方米，整体出租率达到95.8%。公司在建商业地产项目7个，规划建筑面积约为86.11万平方米，预计于2016-2018年陆续开业。随着在建投资物业的建成及投入使用，预计公司租金收入将进一步增长。

图表 12. 截至 2015 年末公司主要物业出租情况

项目名称	物业类型	建筑面积 (万平方米)	出租率(%)
重庆北城天街	商场	12.08	100.0
重庆西城天街	商场	7.60	99.1
重庆时代天街 1 期	商场	16.02	95.9
重庆时代天街 2 期	商场	15.45	92.1
成都北城天街	商场	21.55	86.6
成都时代天街 1 期	商场	6.20	87.2
北京长楹天街	商场	22.13	91.8
成都金楠天街	商场	9.16	92.9
重庆晶廊馆	商场	1.62	100.0
成都三千集	商场	3.80	98.4
重庆春森星悦荟	商场	5.46	83.9
重庆紫都城	商场	2.94	100.0
北京颐和星悦荟	商场	0.63	100.0
重庆 U 城	商场	1.55	93.4
西安大兴星悦荟	商场	4.42	91.7
重庆 MOCO	商场	2.91	100.0
其他	—	—	—
合计		133.53	95.8

资料来源：龙湖企业拓展

图表 13. 截至 2015 年末公司在建的商业物业情况

项目名称	规划建筑面积 (万平方米)	开工时间	预计开业时间
北京时代天街	15.40	2014 年	2016 年
上海虹桥天街	17.05	2014 年	2016 年
重庆时代天街三期	7.41	2014 年	2016 年

项目名称	规划建筑面积 (万平方米)	开工时间	预计开业时间
重庆源著二期	9.33	2014年	2017年
杭州滨江天街	15.81	2015年	2017年
重庆U城天街	10.24	2015年	2017年
常州龙城天街	10.87	2014年	2018年
合计	86.11	—	—

资料来源：龙湖企业拓展

### 3. 物业管理

该公司还通过提供物业管理服务获得一定收入。公司已在北京、成都、西安及上海等地设立了物业管理服务公司，物业管理服务除覆盖自身所开发项目外，还包括部分合作开发项目。2013-2015年，公司物业管理服务收入分别为 6.78 亿元、9.14 亿元和 12.13 亿元，随着交房量增加逐年增长。

此外，该公司还从事建筑材料销售等其他业务，但规模较小，2013-2015年相关业务收入分别为 2.57 亿元、3.02 亿元和 0.94 亿元。

#### (五) 公司财务质量

北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2013-2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。2014 年财政部新制定和修订了 9 条准则，公司当年对资本公积和长期股权投资科目进行了追溯调整<sup>3</sup>。

截至 2015 年末，该公司合并报表口径资产总额为 1,425.38 亿元，所有者权益为 596.02 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 440.08 亿元），当年实现营业收入 412.64 亿元，净利润 92.24 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 80.99 亿元），经营活动产生的现金流量净额为 64.03 亿元。

截至 2015 年末，该公司合并范围内重要子公司共 90 家，其中 2015 年新增 40 家、减少 4 家。同期末，新增子公司净资产合计为 80.74 亿元、净利润合计为 -0.32 亿元。

<sup>3</sup>（1）根据《企业会计准则第 30 号——财务报表列报》，该公司将原计入资本公积的投资性房地产转换日公允价值变动调整至其他综合收益，2014 年初资本公积减少 46.66 亿元，其他综合收益增加 46.66 亿元。（2）根据《企业会计准则第 2 号——长期股权投资》，公司将原计入长期股权投资的未能对被投资方实施控制、重大影响的权益性投资，作为其他权益性投资调整至可供出售金融资产，年初长期股权投资减少 0.19 亿元，可供出售金融资产增加 0.19 亿元。

近年来，该公司总体运营较为平稳，资产规模稳步增长，资产负债率持续下降，收入虽有波动但盈利持续增长。受益于快速周转，销售回款率保持在 90%左右，经营性现金净流入持续为正。

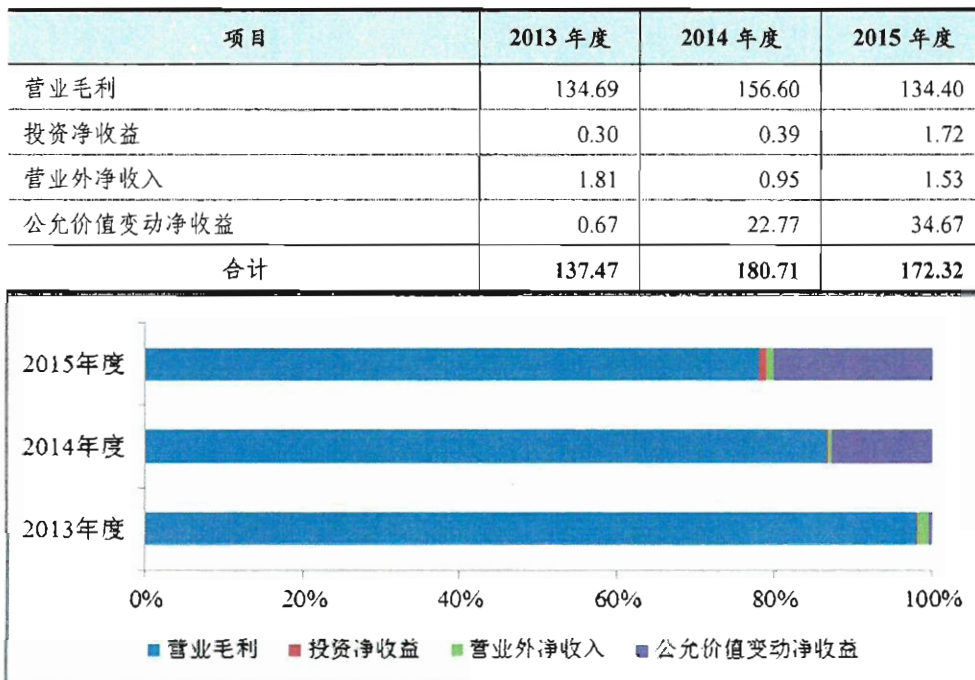
## 六、公司财务分析

### （一）公司盈利能力

近三年该公司营业毛利主要来自商品房销售业务，保持在较高水平，期间费用率控制在较低水平，整体盈利能力较强，但需关注行业政策对公司经营业绩的影响。

该公司主业突出，盈利主要来源于商品房销售业务。主要受项目结转周期影响，近三年公司收入有所波动，致营业毛利相应波动，2013-2015 年分别为 134.69 亿元、156.60 亿元和 134.40 亿元。同期，公司综合毛利率分别为 34.30%、31.58%和 32.57%，波动较小。

图表 14. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）



资料来源：根据龙湖企业拓展所提供数据整理、绘制。

该公司利息支出基本资本化，期间费用主要由管理费用和销售费用构成。随着公司项目投资规模和业务区域不断扩大，相应的人员成本增幅较大，管理费用逐年上升。2013-2015 年，公司期间费用分别为 14.57 亿元、18.14 亿元和 16.64 亿元；期间费用率分别为 3.71%、3.66%和

4.03%。总体看，公司期间费用控制在较低水平。

2013-2015年，该公司公允价值变动净收益分别为0.67亿元、22.77亿元和34.67亿元，年度间分别同比增长3,291.36%和52.26%，主要源于投资物业资产价值重估。

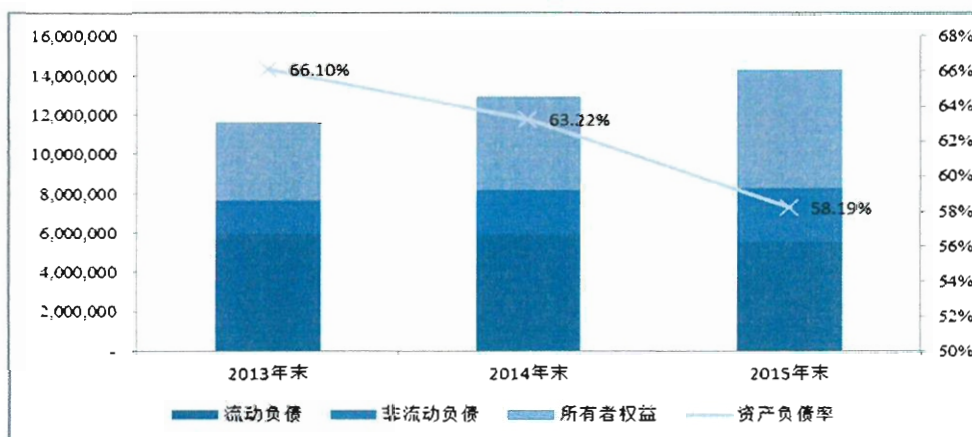
2013-2015年，该公司利润总额分别为86.73亿元、124.19亿元和119.21亿元；净利润分别为65.45亿元、91.63亿元和92.24亿元。同期，公司净资产收益率分别为18.10%、21.13%和17.23%，整体盈利能力较强。我国房地产市场易受政策调整影响，一线城市严格实行“限购”政策，三四线城市去化压力大，加上“营改增”税收政策的调整，公司房地产开发业务面临一定的盈利压力。

## （二）公司偿债能力

近年来该公司债务规模随着经营业务规模扩大而不断上升，但债务期限结构有所优化。受益于良好的存货周转及经营积累，公司资本实力逐年增强，资产负债率持续下降，处于行业较好水平。公司销售回款率较高，现金流较为充裕，可为即期债务偿付提供一定保障。

### 1. 债务分析

图表 15. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：万元）



资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末
流动负债 (亿元)	597.19	589.55	553.23
非流动负债 (亿元)	168.90	226.00	276.13
所有者权益 (亿元)	392.85	474.39	596.02
资产负债率 (%)	66.10	63.22	58.19

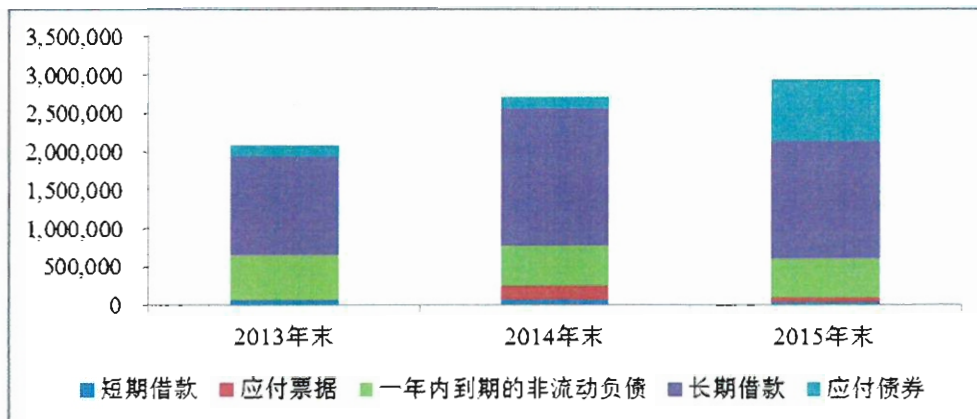
资料来源：根据龙湖企业拓展所提供资料整理、绘制。

房地产项目开发周期较长，资金需求量大。随着业务规模的逐步扩

张，该公司资金需求量增加，负债规模逐年增长，2013-2015 年末分别为 766.10 亿元、815.55 亿元和 829.36 亿元。但得益于良好经营积累，公司资本实力逐年增强，资产负债率持续下降，同期分别为 66.10%、63.22% 和 58.19%。2015 年末，扣除预收账款之后的实际资产负债率为 40.82%，处于行业较低水平。

该公司债务以流动负债为主，但近年来债务期限结构逐步优化，2013-2015 年末长短期债务比率分别为 28.28%、38.33%和 49.91%。公司负债主要由刚性债务及预收账款构成，2015 年末上述两者合计占债务总额的 65.16%。公司预收账款主要为尚未交房结算的预收房款，2015 年末为 247.52 亿元，较上年末减少 13.28%；公司刚性债务逐年增长，2015 年末为 292.91 亿元（其中中长期刚性债务为 233.29 亿元），较上年末增长 8.27%。此外，公司其他应付款包括往来款、购房诚意金、代收代缴业主税费和保证金等，2015 年末为 83.94 亿元，其中一年以内其他应付款占比 68.94%。

图表 16. 公司刚性债务构成分析（单位：万元）



资金来源构成	2013 年末	2014 年末	2015 年末
短期借款（亿元）	5.73	6.59	3.40
应付票据（亿元）	0.00	17.73	6.49
一年内到期的非流动负债（亿元）	58.69	51.68	49.73
长期借款（亿元）	129.67	180.59	153.78
应付债券（亿元）	13.94	13.97	79.51

资料来源：根据龙湖企业拓展所提供资料整理、绘制。

银行借款是该公司的主要融资方式。2013-2015 年末，公司银行借款余额分别为 194.10 亿元、238.86 亿元和 192.93 亿元，分别占负债总额的 25.34%、29.29%和 23.26%。从借款方式上看，公司银行借款以抵押借款为主（截至 2015 年末公司抵质押资产的账面价值为 380.94 亿元，其中为合并范围外关联方提供抵押担保的相关资产账面价值为 9.32 亿元）。除银



行借款外，公司还通过发行债券融资。2009年，公司发行了14亿元“09龙湖债”企业债券，已于2016年5月5日到期兑付；2015年，公司先后共发行4期、金额合计80亿元的公司债券；2016年第一季度，公司先后发行4期、金额合计为91亿元的公司债券。考虑到公司在建和拟建项目规模较大，且部分资产用于借款抵押<sup>4</sup>，后续面临一定的投融资压力。

截至2015年末，该公司为客户按揭贷款104.14亿元提供保证担保。除对客户提供的按揭贷款担保外，同期末公司对外担保余额为35.54亿元，全部为对关联方银行贷款的担保。

### 公司过往债务履约情况

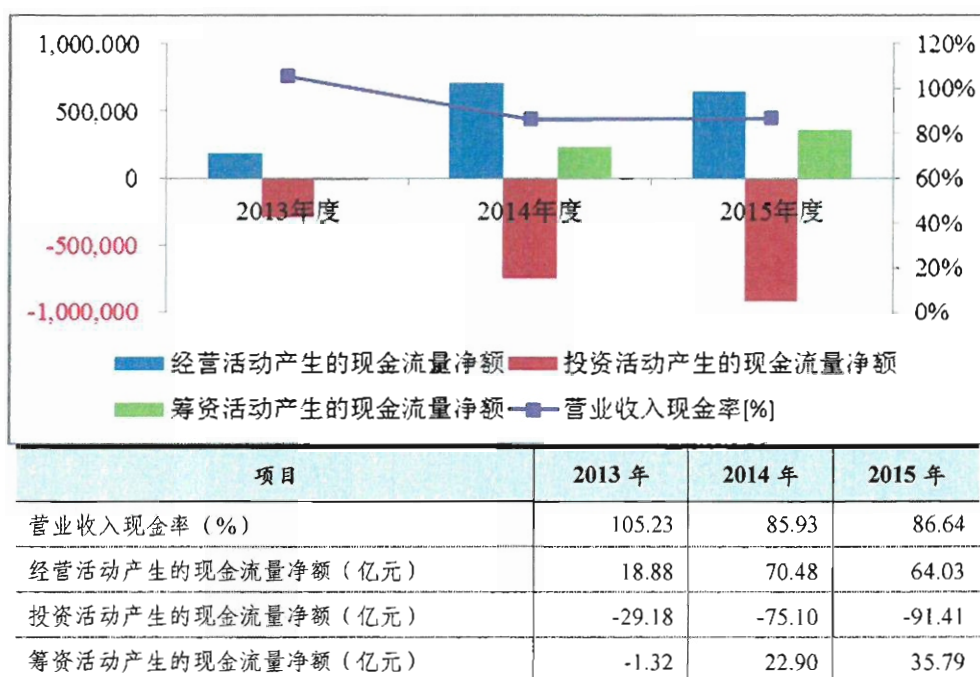
根据该公司提供的2016年4月8日《企业信用报告》，未发现存在违约记录。

## 2. 现金流分析

房地产项目从土地购置到房产预售的间隔时间较长，房地产项目销售、资金回笼情况、土地购置以及新开工项目的变化直接影响到经营性现金流。近年来，该公司执行快速周转策略，房地产销售资金回笼情况良好，2013-2015年经营性净现金流分别为18.88亿元、70.48亿元和64.03亿元。投资方面，2013-2015年公司投资性现金流量净额分别为-29.18亿元、-75.10亿元和-91.41亿元，主要由于近年来对持有型商业物业保持了较大的开发力度，投资环节现金表现为净流出，并逐年扩大。公司主要依赖销售资金回笼及外部融资为其业务发展提供支持。近三年公司筹资性净现金流分别为-1.32亿元、22.90亿元和35.79亿元。长期来看，公司现金流状况将取决于公司如何针对政策及市场环境变化及时调整自身经营策略。

<sup>4</sup> 截至2015年末，该公司用于抵押借款的资产包括应收账款、存货、投资性房地产和长期股权投资，占资产总额的27%。

图表 17. 公司现金流量分析 (单位: 万元)



资料来源: 根据龙湖企业拓展所提供资料整理、绘制。

2013-2015 年, 该公司 EBITDA 分别为 87.25 亿元、124.65 亿元和 120.82 亿元。整体看, 公司 EBITDA 对刚性债务覆盖程度处于较好水平。

图表 18. 公司现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年
EBITDA/利息支出(倍)	6.50	7.68	7.54
EBITDA/刚性债务(倍)	0.44	0.52	0.43
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	3.42	11.88	11.21
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	2.61	8.91	7.79

注: 根据龙湖企业拓展提供的数据整理计算

### 3. 资产质量分析

2013-2015 年末, 该公司所有者权益分别为 392.85 亿元、474.39 亿元和 596.02 亿元, 其中实收资本和资本公积占比分别为 17.19%、14.20% 和 11.40%。公司资产以房地产项目待开发产品及开发产品为主要构成的流动资产为主, 同期末流动资产余额占资产总额比重分别为 84.81%、75.44%和 72.33%。

该公司资产主要为货币资金、存货及投资性房地产, 2015 年末三者合计占总资产比重为 82.58%, 资产分布与主业的关联度高。其中, 货币资金余额为 141.90 亿元, 其中受限资金 2.19 亿元, 现金比率为 25.65%, 对短期刚性负债覆盖程度较高。近年来, 公司存货规模逐年减少。2014 年以来, 为应对市场变化, 公司对项目开发节奏进行控制, 期末存货较

上年末减少 6.97%至 726.87 亿元；2015 年期末存货继续降至 669.78 亿元，较上年末减少 7.85%，主要包括已完工开发产品 86.06 亿元、在开发产品 531.04 亿元和拟开发土地 45.00 亿元。2013-2015 年末，公司存货周转速度分别为 0.36 次、0.45 次和 0.40 次，考虑到公司全国性业务布局，公司存货周转速度较快。近年来，公司加大了商业物业开发及保有力度，同时得益于公允价值重估收益，投资性房地产较快增长，2015 年末为 365.36 亿元，较上年末增长 25.95%。2015 年，公司新增新开业项目为成都金楠天街（价值合计为 18.06 亿元），新增在建项目为杭州滨江天街和重庆 U 城天街二期（价值合计为 23.67 亿元）。此外，公司预付款项主要为预付地价款、工程款和材料款，2015 年末账面余额为 71.87 亿元，较上年增长 45.72%，主要系当年拿地数量较多造成；其他应收款以往来借款为主，2015 年末为 125.94 亿元，其中一年以内的占比 89.79%。

2015 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 186.37%和 52.31%，由于公司流动资产中以开发成本为主的存货及以预付土地款为主的预付账款占比较高，其变现能力易受我国房地产行业竞争及政策环境变动的影 响。

图表 19. 公司核心资产分布及变化趋势（单位：亿元，%）

项目	2013 年末		2014 年末		2015 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	115.22	9.94	133.41	10.34	141.90	9.95
预付款项	49.96	4.31	49.32	3.82	71.87	5.04
其他应收款	32.42	2.80	49.35	3.83	125.94	8.84
存货	781.29	67.41	726.87	56.35	669.78	46.99
投资性房地产	151.63	13.08	290.09	22.49	365.36	25.63

资料来源：根据龙湖企业拓展所提供资料整理。

## 七、公司抗风险能力/外部支持

### （一）自身抗风险能力

该公司品牌认可度较高，物业布局较为分散，执行快速周转策略，融资渠道较顺畅，整体抗风险能力不断提升。

该公司为龙湖地产的核心运营管理平台，经过多年发展，积累了较为丰富的物业开发经验，品牌认可度较高。近年来公司持续调整产品结

构和地域分布，并执行快速周转策略，实现了较好销售业绩，经营积累持续增长，资本实力持续增强。目前，公司在开发项目较为充裕，储备项目成本较低，区域分布较合理，产品具有较强的差异化、品质化优势，融资渠道相对便利与通畅，在政策调控趋紧背景下的风险抵御能力较强。

## （二）外部支持

该公司主要与四大国有银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道较为通畅。截至 2015 年末，公司获得的四大国有银行授信总额为 590 亿元，未使用额度为 448 亿元，仍有较大的融资空间。

## 八、本次债券偿付保障分析

### （一）持续的盈利积累

近三年，该公司营业毛利分别为 134.69 亿元、156.60 亿元和 134.40 亿元；净利润分别为 65.45 亿元、91.63 亿元和 92.24 亿元。整体盈利能力较好，持续的经营积累可为本次债券偿付提供基础保障。

### （二）较强的现金回笼能力及充裕的货币资金存量

近年来该公司采取快速周转策略，销售签约合同稳步增长，2012-2015 年分别为 423.03 亿元、429.29 亿元和 422.45 亿元。受益于良好的销售回款和稳定的租金收入，公司经营性现金净流量持续为正。公司自身业务“造血”功能较好，同时货币资金充裕，可为本次债券偿付提供良好保障。

### （三）募投项目预测收益较为可观

龙湖礼嘉新项目和上海虹桥商务区核心区一期 5 号地块两个项目预计总投资分别为 113.70 亿元和 80.60 亿元。根据周边市场价格推算，预计整体可实现收入分别为 167.88 亿元和 134.95 亿元，扣除运营成本后预计可形成收益分别为 150.56 亿元和 82.34 亿元，上述两个项目经济效益可对本次债券本金形成有效覆盖。

## 九、结论

房地产行业与宏观经济关联度较高，并对政策调控极为敏感。国内房地产行业在经历长期高速增长后，逐渐暴露出供求错配等诸多问题，目前房地产市场已进入调整阶段，该公司未来业务发展与房产政策紧密相关。

嘉逊发展持有该公司 100% 股权，吴亚军女士为公司实际控制人。公司董事会为最高权力机构，治理结构较清晰；公司根据业务需要建立了较为合理的组织结构，管理较为规范。

该公司为香港上市企业龙湖地产的核心业务平台，以中高档住宅开发为核心主业，并继续扩大保有商业物业的租赁经营业务。近年来公司合同销售额保持在较高水平，且在手项目较充足，区域分布较为分散，储备土地项目具有一定的成本优势，融资渠道较顺畅，为业务的持续发展提供良好支撑。

近三年该公司营业毛利主要来自商品房销售业务，保持在较高水平，期间费用率控制在较低水平，整体盈利能力较强。公司债务规模随着经营业务规模扩大而不断上升，但债务期限结构有所优化。受益于良好的存货周转及经营积累，公司资本实力逐年增强，资产负债率持续下降，处于行业较好水平。公司销售回款率较高，现金流较为充裕，可为即期债务偿付提供一定保障。

## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年6月30日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

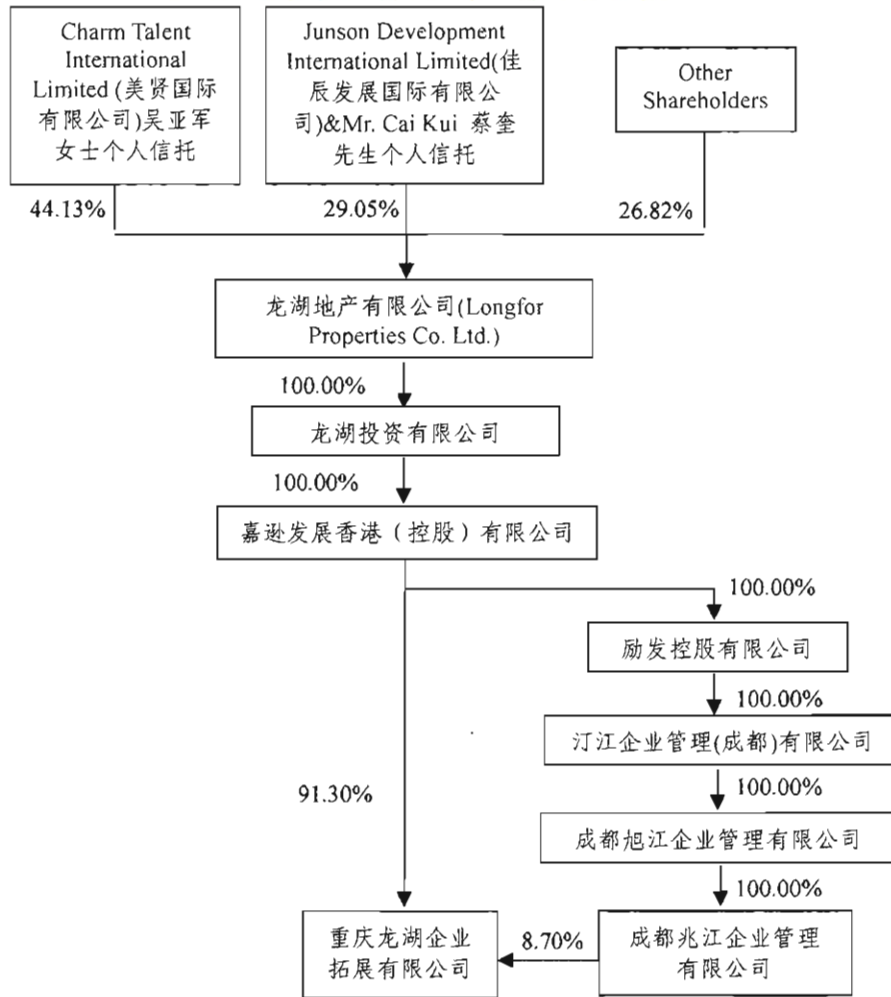
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

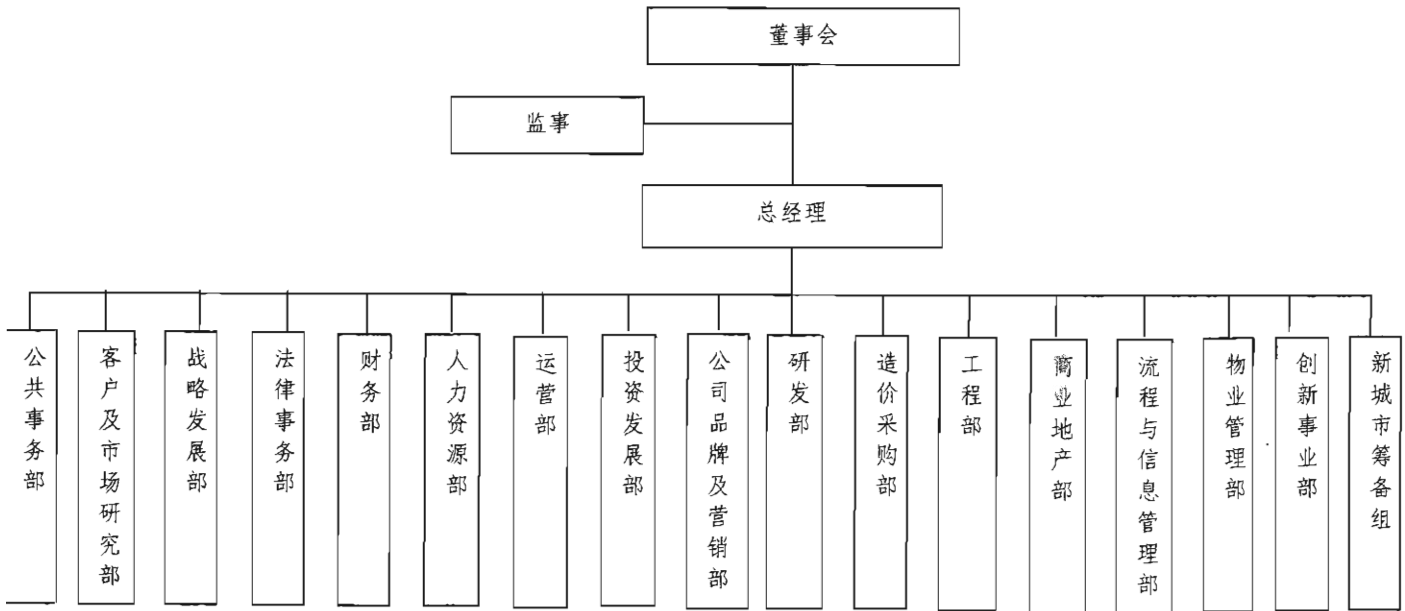
### 公司与实际控制人关系图



注：根据龙湖企业拓展提供的资料绘制（截至 2015 年末）

附录二：

## 公司组织结构图



注：根据龙湖企业拓展提供的资料绘制（截至2015年末）



附录三：

## 主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 [ 亿元]	1,158.94	1,289.94	1,425.38
货币资金 [ 亿元]	115.22	133.41	141.90
刚性债务[亿元]	208.04	270.55	292.91
所有者权益 [ 亿元]	392.85	474.39	596.02
营业收入[亿元]	392.73	495.89	412.64
净利润 [ 亿元]	65.45	91.63	92.24
EBITDA[亿元]	87.25	124.65	120.82
经营性现金净流入量[亿元]	18.88	70.48	64.03
投资性现金净流入量[亿元]	-29.18	-75.10	-91.41
资产负债率[%]	66.10	63.22	58.19
长期资本固定化比率[%]	31.34	45.23	45.22
权益资本与刚性债务比率[%]	188.83	175.34	203.48
流动比率[%]	164.58	165.07	186.37
速动比率 [ %]	25.39	33.41	52.31
现金比率[%]	19.29	22.66	25.65
利息保障倍数[倍]	6.47	7.65	7.50
有形净值债务率[%]	195.18	172.03	139.23
营运资金与非流动负债比率[%]	228.34	169.74	173.04
担保比率[%]	17.99	3.77	6.38
应收账款周转速度[次]	95.06	55.41	23.61
存货周转速度[次]	0.36	0.45	0.40
固定资产周转速度[次]	234.11	273.79	219.71
总资产周转速度[次]	0.36	0.40	0.30
毛利率[%]	34.30	31.58	32.57
营业利润率[%]	21.62	24.85	28.52
总资产报酬率[%]	8.01	10.14	8.86
净资产收益率[%]	18.10	21.13	17.23
净资产收益率*[%]	20.75	25.04	20.21
营业收入现金率[%]	105.23	85.93	86.64
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	3.42	11.88	11.21
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	2.61	8.91	7.79
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-1.86	-0.78	-4.79
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-1.42	-0.58	-3.33
EBITDA/利息支出[倍]	6.50	7.68	7.54
EBITDA/刚性债务[倍]	0.44	0.52	0.43

注：表中数据依据龙湖企业拓展提供的 2013-2015 年审计报告整理、计算。

附录四：

## 各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

## 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性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券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

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。