

2017年重庆龙湖企业拓展有限公司绿色债券（第二期）

# 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(2017)010095】

**评级对象:** 2017年重庆龙湖企业拓展有限公司绿色债券(第二期)(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2月24日

**计划发行:** 不超过40.40亿元

**本期发行:** 不超过10亿元

**发行目的:** 用于固定资产投资、补充营运资金

**存续期限:** 7年,附第5年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

**偿还方式:** 按年付息,最后一期利息随本金支付

**增级安排:** 无

## 主要财务数据及指标

项 目	2013年	2014年	2015年	2016年 上半年
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	2.65
刚性债务	17.67	17.27	96.25	162.82
所有者权益	64.30	54.70	112.68	116.76
经营性现金净流入量	3.92	7.44	-79.63	-101.10
总资产	1158.94	1289.94	1425.38	1546.48
总负债	766.10	815.55	829.36	893.14
刚性债务	208.04	270.55	292.91	353.81
所有者权益	392.85	474.39	596.02	653.34
营业收入	392.73	495.89	412.64	168.52
净利润	65.45	91.63	92.24	37.32
经营性现金净流入量	18.88	70.48	64.03	2.47
EBITDA	87.25	124.65	120.82	-
资产负债率[%]	66.10	63.22	58.19	57.75
权益资本与刚性债务比率[%]	188.83	175.34	203.48	184.66
流动比率[%]	164.58	165.07	186.37	210.88
现金比率[%]	19.29	22.66	25.65	24.57
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年及未经审计的2016年上半年度财务数据整理、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,并给予本期债券 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（第二期）

# 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等比例增资，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) 本期债券概况

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10亿元，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。本期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. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	2017年重庆龙湖企业拓展有限公司绿色债券（第二期）
总发行规模:	不超过40.40亿元人民币
本次发行规模:	不超过10亿元
本次债券期限:	7年，附第5年末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

截至目前，该公司共发行13支债券，发行金额合计242.40亿元，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228.40亿元。

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	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)	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)
16 龙湖 02	18.00	5+3	3.68	2016年1月	未到期	
16 龙湖 03	25.00	3+3	3.19	2016年3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	
17 龙湖绿色 债 01	16.00	3+2	4.40	2017年2月	不超过40.4亿元 (含)	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	本息兑付情况
17 龙湖绿色债 02	14.00	5+2	4.67	2017 年 2 月		未到期

资料来源：Wind 资讯

## (二) 本期债券募集资金用途

### ■ 固定资产投资

该公司拟将本期债券募集资金中的 7 亿元用于上海虹桥商务区核心区一期 5 号地块绿色建筑项目的投资金。

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
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
		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		
		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	土地	
		沪房地闵字[2012]第 045754 号		
	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	

资料来源：龙湖企业拓展

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 3 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。

2016 年第三季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。在国际环境与加息进程的影响下，美国在经历了较强劲的经济复苏和失业率触底之后，经济与就业呈现出一定的波动性，但温和增长与低失业率的总体态势不变。在宽松性货币政策的刺激下，欧盟经济延续温和复苏的态势，并且通胀水平有一定回升，但是英国脱欧公投等事件的扰动增加了其复苏过程的不确定性。欧洲银行业的风险有所升高，但是引发系统性震荡的可能性不大。在经济低迷的背景下，日本通胀率跌幅扩大，但日本经济仍然处于低速复苏的通道。人口与劳动结构导致的日本社会经济结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第三季度，国际石油价格仍然低迷。主要石油输出国在 9 月底初步达成非正式冻产协议，但在各国石油产量已接近历史峰值的情况下，冻产协议缺乏实际意义，难以推动油价实质性回升。部分严重依赖油气出口的国家风险仍然较高，并且在长期中面临结构转型的需要。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，但是其工业化进程受到体制因素的束缚。俄罗斯在经历了一年的资本流出与经济萎缩之后，经济增速已经筑底，有望在第四季度恢复正增长。巴西经济也仍然处在萎缩状态，但跌幅继续收敛。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐总体上仍偏保守，而 12 月仍有较大加息可能性；在经济不确定性增加的情况下，欧元区和日本为了促进经济增长和防止通货紧缩，近期都将继续维持宽松的货币政策；新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。



2016年第三季度，中国GDP实际同比增长6.7%，与一、二季度持平。本季度经济下行压力有一定程度的缓和，但是在房地产等领域，泡沫风险有所积累，部分城市房价出现较大幅度上涨。在工业领域仍然处在出清过程的背景下，暂时的压力减轻尚不能等同于实质性的回暖，因此经济增速在短期中仍然有小幅降速的可能而难以真正稳定在6.7%。房地产行业虽然面临“去库存”的需要，但仍然对中国经济增长有较大的贡献，因此楼市的骤冷可能会引发系统性危机。预计房地产业将在政策的保障下温和出清，房价不会持续上涨也不会骤然下跌。

9月份中国CPI同比增1.9%，PPI扭转跌势，同比增0.1%。通胀水平超预期与煤炭、有色等过剩行业的价格颓势收敛有关。在当前的经济形势，价格水平短期内仍将维持温和态势，但长期中可能会面临一定的通胀压力。由于中美经济周期与货币政策的差异，人民币对美元继续表现出有序贬值的状态，但是“预期”的因素在其中起到重要的助推作用。在中国经济基本面长期向好、人民币国际需求增加以及中国金融体系需要稳定的条件下，人民币虽然在近期面临贬值压力，但在中长期并不具有持续贬值的基础。

2016年第三季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动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上仍然可控。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，但是流动性注入实体经济的过程显出不畅，并且刺激了房地产等行业的泡沫扩张。在这样的状况下，预计未来中国货币政策将更趋稳健，而财政政策可以发挥更大的作用。

中国经济本年仍面临一定的下行压力，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仍在发生；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，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。在供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构优化、城镇化发展、内需扩大的条件下，在中长期中，中国经济仍将保持中高速增长态势。



#### 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。受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地市场景气度存在一定波动。2016 年前三季度，我国房地产市场销售旺盛，带动行业投资增速有所回升。

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，行业整体增长快。2004-2015 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元上升至 9.60 万亿元。其中，住宅年完成投资额从 2004 年的 0.88 万亿元上升至 2015 年的 6.46 万亿元。

图表 4. 2005-2015 年房地产投资情况 (单位: 万亿元)



资料来源: Wind 资讯

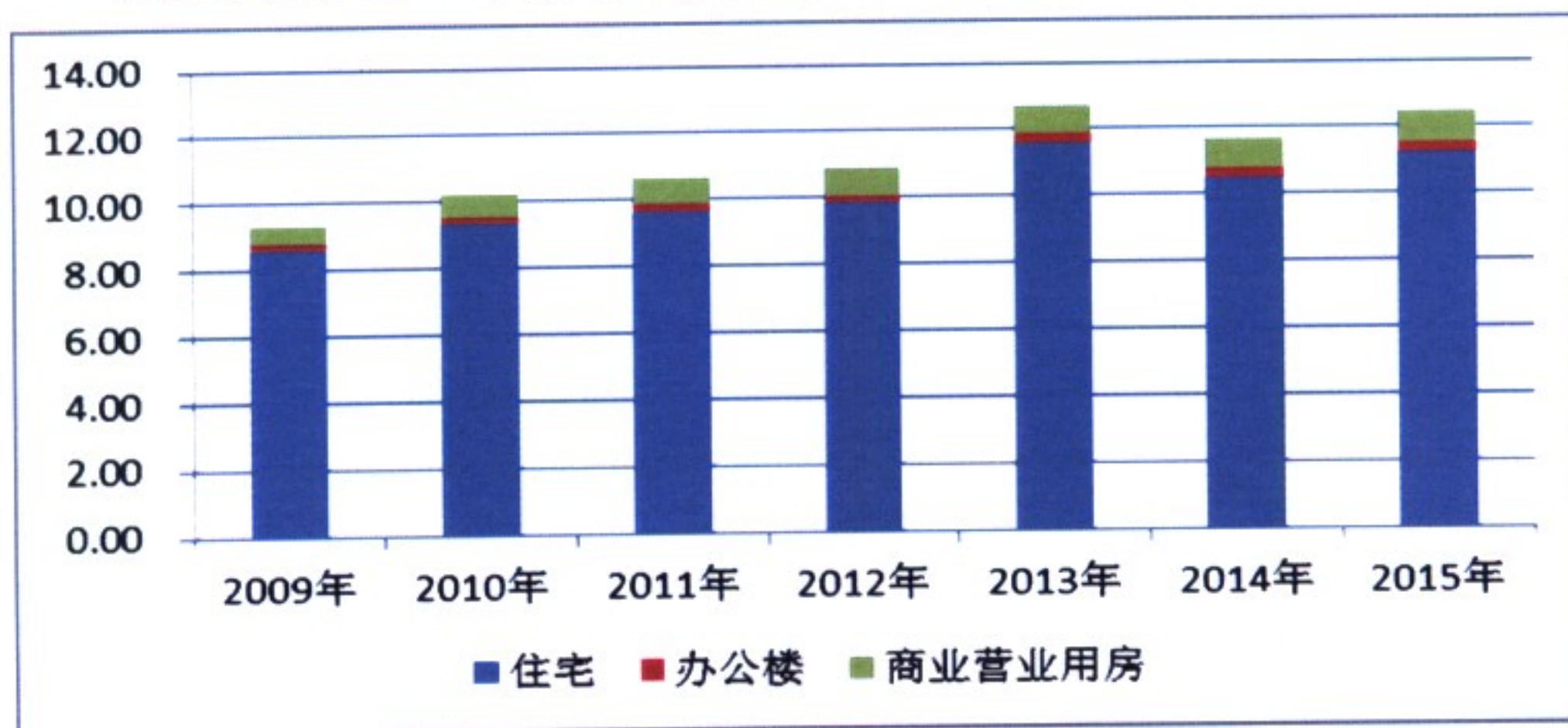
近十余年内我国房地产市场发展迅速，但期间也经历了较大的起伏。出于平抑市场波动、保障市场理性发展的初衷，我国政府曾多次制定并实施相关政策以规范引导房地产市场。2005-2013 年，我国调控政策主要目标为抑制投机行为、增加保障性住房供给、控制房价快速上涨。尤其自 2009 年起，国务院加大了调控力度，陆续出台“新国四条”、“新国八条”和“新国五条”等一系列政策。受政策调控力度加大以及宏观经济增速放缓等多因素叠加影响，国内房地产需求增速逐步放缓，市场进入调整阶段。自 2009 年以来，全国房地产市场销售面积增速不断下降，2012 年同比增速更降至仅 1.95%，其中住宅销售面积同比增长仅 2.01%。2013 年，国务院出台“新国五条”严厉调控房价，由此造成的政策末班车效应导致市场一度强烈反弹。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%。

需求集中释放后的 2014 年，全国房地产销售面积、住宅销售面积



分别同比减少 8.11%和 9.11%，成交量下滑明显。为提振楼市，自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，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 年下半年及 2015 年，央行数次下调贷款基准利率，也对楼市形成了有效支撑。2015 年，我国商品房销售面积同比增加 6.50%至 12.85 亿平方米；其中住宅销售面积同比增加 6.87%至 11.24 亿平方米。

图表 5. 2009-2015 年我国主要类型商品房的销售面积 (单位: 亿平方米)



资料来源: Wind 资讯

我国房地产整体库存去化压力较大，且城市之间的市场分化加剧。当前我国房地产政策的调控方向仍为：着力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。

虽然我国房地产开发投资完成额同比增速已于 2010 年进入下行通道，但由于 2010~2013 年行业投资规模扩张依旧处于高速阶段、2009 年以来需求增速总体放缓等因素，国内房地产市场库存<sup>1</sup>续上行。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已升至 78.84 亿平方米，其中待售商品房面积为 7.19 亿平方米；2015 年末全国房地产市场库存已升至 71.66 亿平方米，其中待售商品房面积为 7.19 亿平方米。2016 年 9 月末，我国房地产市场库存达到 69.35 亿平方米，较上年同期增长 2.79%；待售面积为 6.96 亿平方米，与 2 月末的 7.39 亿平方米（近 5 年内的峰值）相比有所减少。

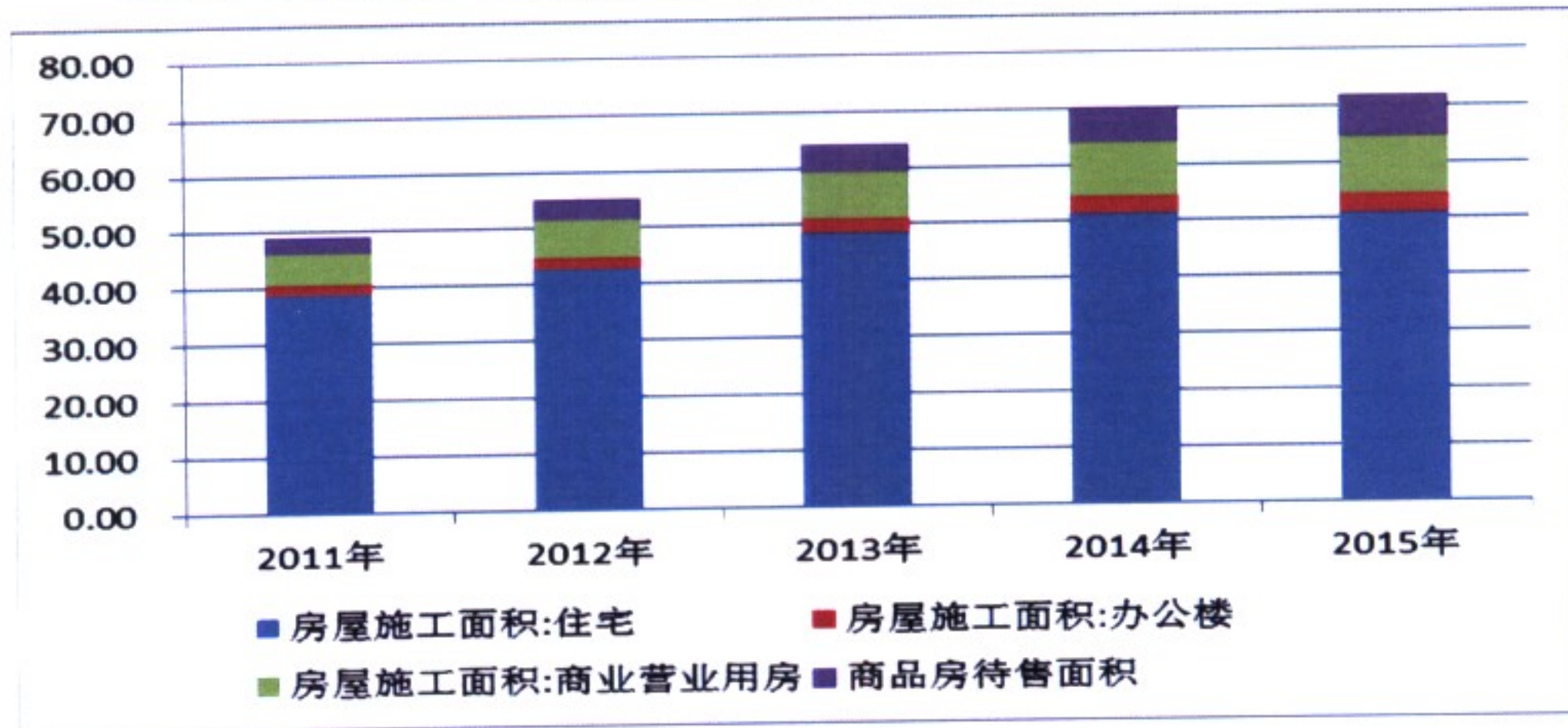
根据 CREIS 中指数据的资料显示，从 2015 年初至今，我国 20 个代表城市的待售面积持续下降，2016 年 9 月末已降至 1.12 亿平方米，较上年同期减少 35.5%，短期内存在供不应求现象。而三、四线城市的

<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



待售面积较上年同期虽有所减少，但下降幅度较小，供需矛盾问题依旧较大。

图表 6. 2011-2015 年我国房地产库存情况 (单位: 亿平方米)



资料来源: Wind 资讯

近年来，房地产市场库存高位运营对市场形成了较大压力，中央政府 2014 年下半年以来开始出台政策支持、促进市场发展。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 年政策延续上年的宽松态势，在降准、降息、调低二套房首付比例及放松限购等政策刺激下，我国房地产市场整体回暖。

2016 年以来，房产市场区域差异化程度加剧，各地房产调控政策分化明显。2016 年第一季度，政府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”等政策，推动了我国房地市场景气度进一步回暖，我国一、二线城市房价出现大幅跳升。2016 年 3 月末，上海、深圳先后提高购房门槛，一线城市成交量有所回落、房价涨幅收窄。在一线城市溢出效应的带动下，二线城市房价显著上涨，南京、苏州、合肥、厦门等城市商品住宅价格指数环比增幅逐渐超过一线城市。2016 年 8 月起，二线城市房价调控政策趋紧，南京提高二套房首付比例，苏州、厦门、武汉先后重启限购政策。“十一假期”前后，北京、天津、苏州、郑州、



成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌、惠州及南宁 22 个城市集中出台房地产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节。随着相关政策执行力度的加大（以北京“930 新政”为标志），调控效果已于 2016 年 10 月显现。根据国家统计局数据显示，10 月份 70 个大中城市中的主要一、二线城市新建商品房住宅价格环比涨幅出现不同幅度的回落。总体而言，我国房地产政策的调控方向依然为：着力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。

2016 年 1-9 月，随着房产市场进一步回暖，房地产投资需求显著释放。国内房地产开发投资完成额为 7.46 万亿元，同比增长 5.76%。同期，在土地供应量与上年同期基本持平的背景下，全国 300 个城市各类用地成交平均溢价率为 60.30%，较去年同期提高 42.1 个百分点，其中住宅用地溢价率为 76.6%，较去年同期提高 51.6 个百分点。各类用地成交楼面均价同比上升 77.20%，达到 2415 元/平方米，其中住宅用地楼面价为 3965 元/平方米，同比上升 64.60%。热点城市土地市场的高热促使监管层对房企交易资金的监管予以更严格的规定。三季度以来，随着政策调控的落地执行，房企对资金的自主权显著减弱，部分资金链脆弱的中小房企将遭到重大冲击，很容易面临股权并购或项目被收购的局面。预计中短期内，国内房企之间整合并购将加速，市场集中度将进一步提高。

## 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件一。

### （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、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、创新事业部和新业务筹备组共16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求，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 7. 2013-2015 年及 2016 年上半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	2016 年上半年
商品房销售	375.36	474.46	385.81	153.21
物业管理	6.78	9.14	12.13	6.95
物业出租	6.72	8.73	13.06	7.68
其他	2.57	3.02	0.94	0.53
<b>合计</b>	<b>391.43</b>	<b>495.35</b>	<b>411.93</b>	<b>168.37</b>
毛利率 (%)	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年上半年
商品房销售	33.78	30.88	31.31	31.98
物业管理	27.00	26.88	25.07	20.53
物业出租	70.01	78.65	77.01	80.11
其他	8.55	11.16	8.51	31.73
<b>合计</b>	<b>34.11</b>	<b>31.52</b>	<b>32.57</b>	<b>33.70</b>

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 8. 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 9. 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	<b>375.36</b>	<b>100.00</b>	<b>474.47</b>	<b>100.00</b>	<b>385.81</b>	<b>100.00</b>

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。

<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。



图表 10. 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 11. 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
重庆晶郛馆	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		<b>133.53</b>	<b>95.8</b>

资料来源：龙湖企业拓展



图表 12. 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
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。

<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。



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。

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

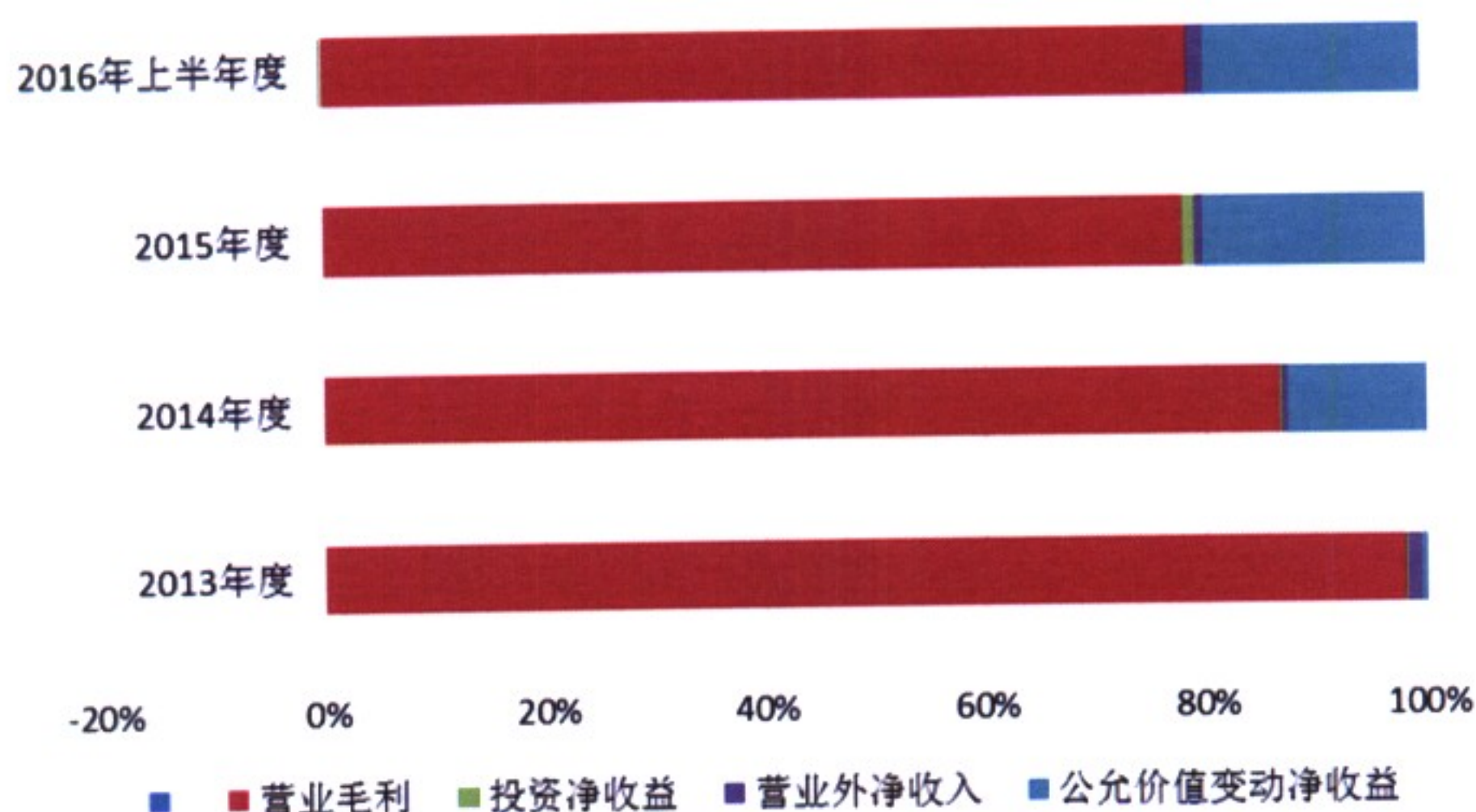
近三年该公司营业毛利主要来自商品房销售业务，保持在较高水平，期间费用率控制在较低水平，整体盈利能力较强，但需关注行业政策对公司经营业绩的影响。

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。2016 年上半年，公司实现营业毛利 56.83 亿元，综合毛利率为 33.72%。

图表 13. 公司盈利来源及构成分析（单位：亿元）

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年上半年
营业毛利	134.69	156.60	134.40	56.83
投资净收益	0.30	0.39	1.72	-0.29
营业外净收入	1.81	0.95	1.53	1.01
公允价值变动净收益	0.67	22.77	34.67	14.22
合计	137.47	180.71	172.32	71.77





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。

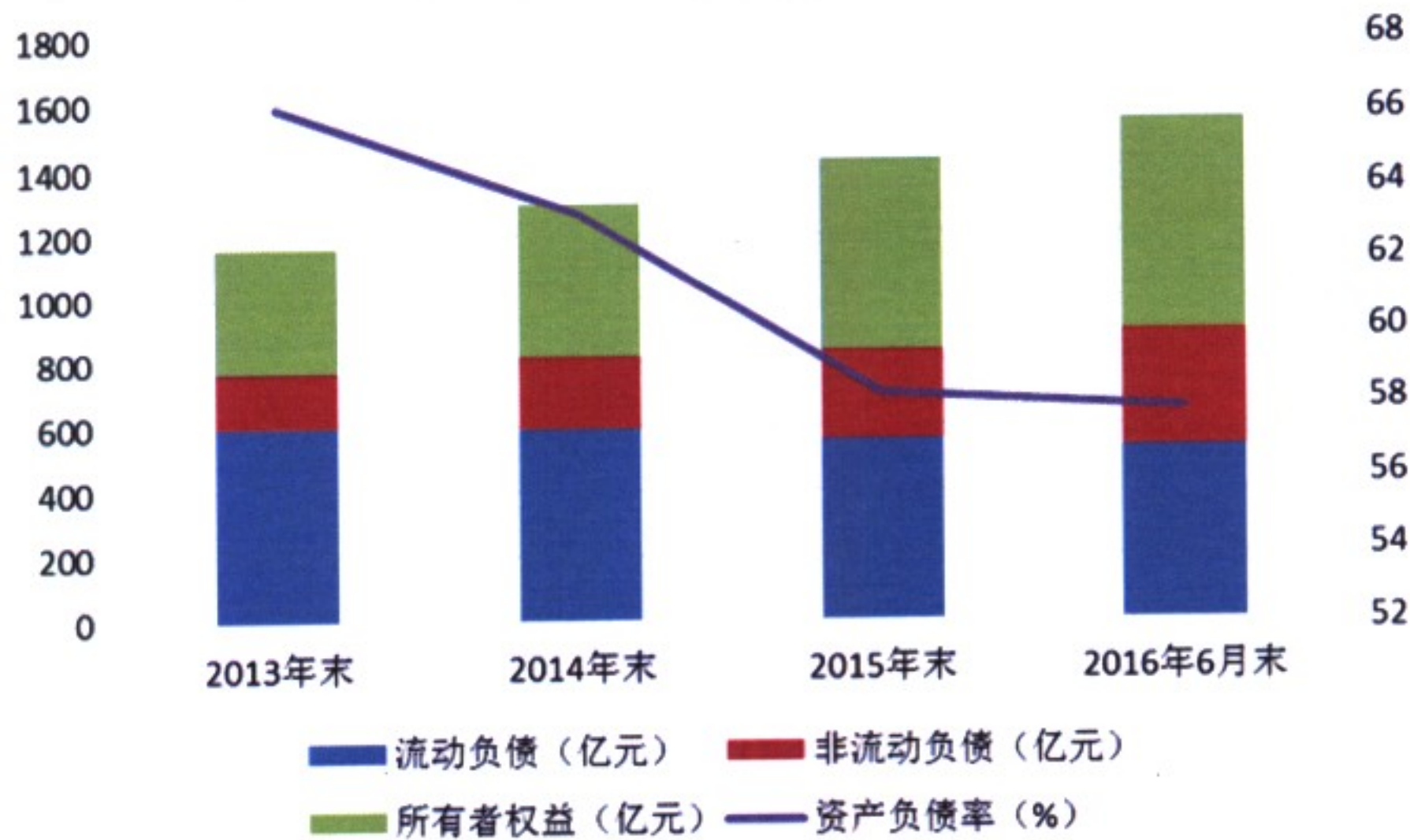
## (二) 公司偿债能力

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 14. 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	2016 年 6 月末
流动负债 (亿元)	597.19	589.55	553.23	531.29
非流动负债 (亿元)	168.90	226.00	276.13	361.85
所有者权益 (亿元)	392.85	474.39	596.02	653.34
资产负债率 (%)	66.10	63.22	58.19	57.75

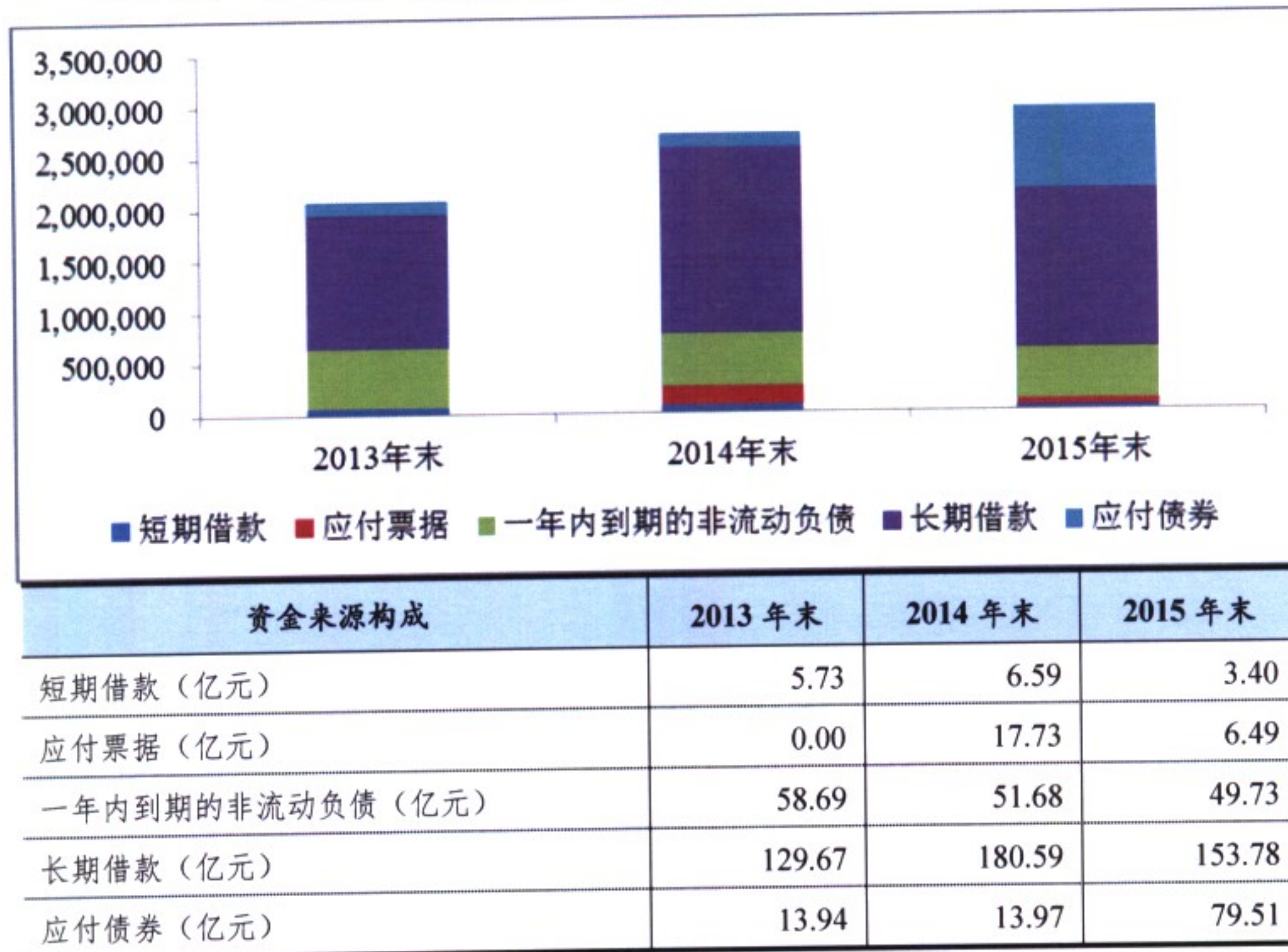
资料来源: 根据龙湖企业拓展所提供资料整理、绘制。

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 15. 公司刚性债务构成分析 (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。

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。

<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%。



## 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年及2016年上半年经营性净现金流分别为18.88亿元、70.48亿元、64.03亿元和24.66亿元。同期，公司投资性现金流量净额分别为-29.18亿元、-75.10亿元、-91.41亿元和-83.86亿元，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。2013-2015年及2016年上半年公司筹资性净现金流分别为-1.32亿元、22.90亿元、35.79亿元和71.50亿元。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。

图表 16. 公司现金流量分析 (单位: 万元)

项目	2013年	2014年	2015年	2016年 上半年
营业收入现金率 (%)	105.23	85.93	86.64	113.12
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	18.88	70.48	64.03	2.47
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-29.18	-75.10	-91.41	-83.86
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-1.32	22.90	35.79	71.50

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 17. 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%。2016 年 6 月末，公司所有者权益为 653.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 473.93 亿元。

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，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。

2016 年 6 月末，该公司资产总额为 1,546.48 亿元，其中，预付款项较 2015 年末大幅增加 79.39%，系公司新购置尚未开工土地时，预支土地款所致。2016 年 6 月末流动比率和速动比率分别为 210.88 和 52.30。

图表 18. 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		2016 年 6 月末	
	金额	占比	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	130.55	8.44
预付款项	49.96	4.31	49.32	3.82	71.87	5.04	128.93	8.34
其他应收款	32.42	2.80	49.35	3.83	125.94	8.84	136.46	8.82
存货	781.29	67.41	726.87	56.35	669.78	46.99	713.56	46.14
投资性房地产	151.63	13.08	290.09	22.49	365.36	25.63	393.00	25.41

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 2016 年 6 月末，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 444 亿元，仍有较大的融资空间。

## 八、本期债券偿付保障分析

### （一）持续的盈利积累

2013~2015 年及 2016 年上半年度，该公司营业毛利分别为 134.69 亿元、156.60 亿元、134.40 亿元和 56.83 亿元；净利润分别为 65.45 亿元、91.63 亿元、92.24 亿元和 37.32 亿元。整体盈利能力较好，持续的经营积累可为本期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，2013-2015 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，可为本期债券偿付提供良好保障。



### （三）募投项目预测收益较为可观

上海虹桥商务区核心区一期5号地块预计总投资为80.60亿元。根据周边市场价格推算，预计整体可实现收入为134.95亿元，扣除运营成本后预计可形成收益为82.34亿元，上述项目经济效益可对本期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。

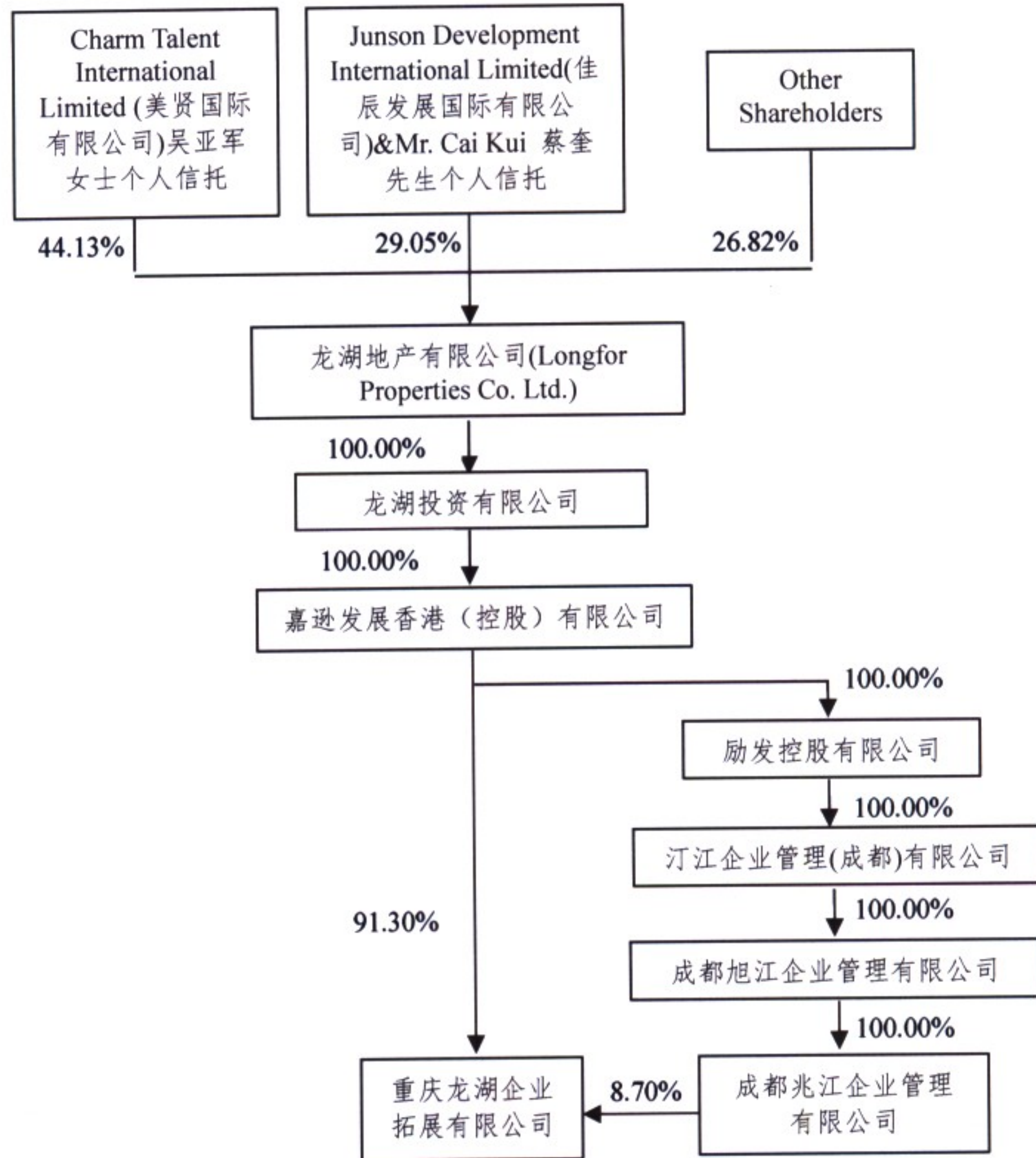
本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

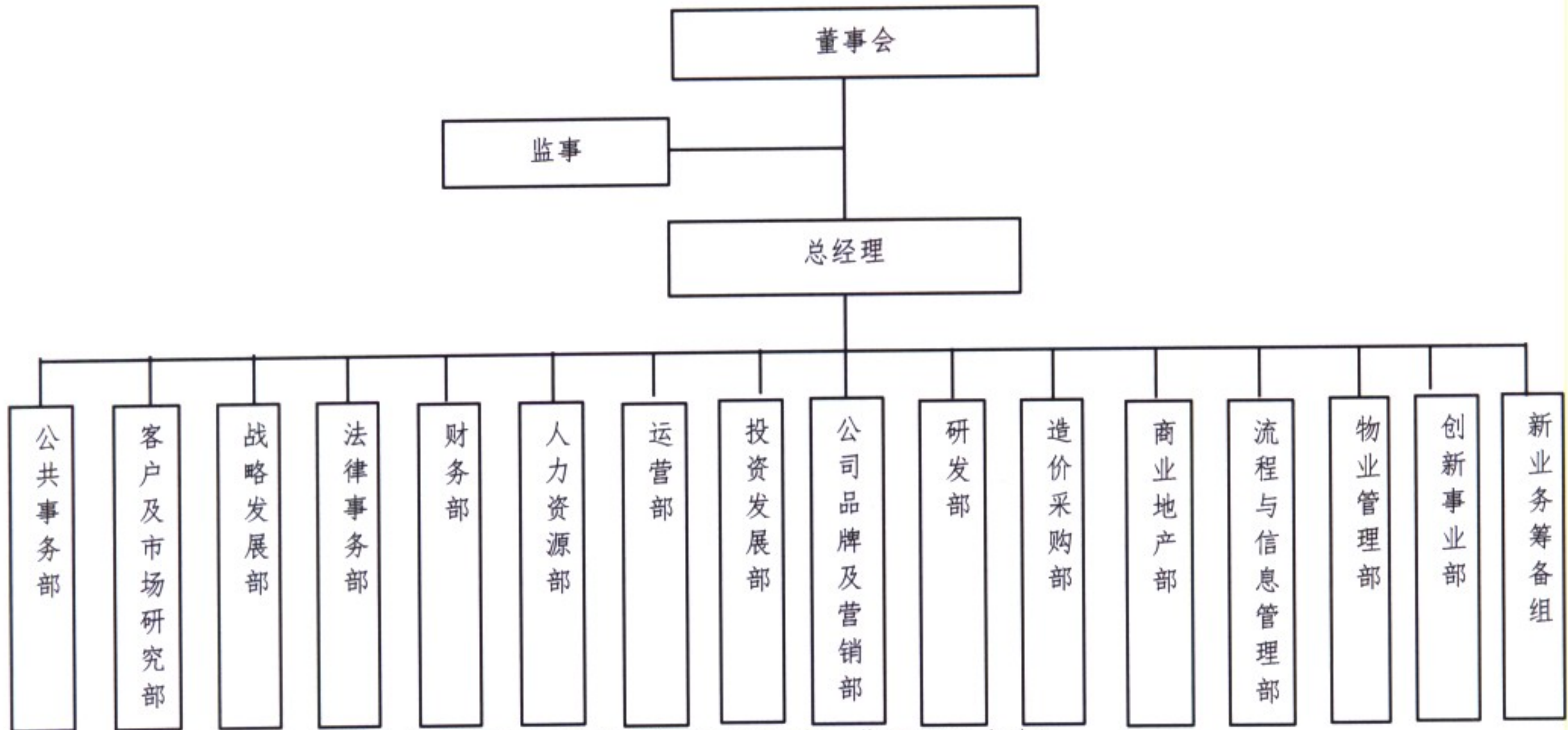


注：根据龙湖企业拓展提供的资料绘制（截至 2016 年末）



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2016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	2016年 上半年
资产总额 [亿元]	1,158.94	1,289.94	1,425.38	1,546.48
货币资金 [亿元]	115.22	133.41	141.90	130.55
刚性债务[亿元]	208.04	270.55	292.91	353.81
所有者权益 [亿元]	392.85	474.39	596.02	653.34
营业收入[亿元]	392.73	495.89	412.64	168.52
净利润 [亿元]	65.45	91.63	92.24	37.32
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	2.47
投资性现金净流入量[亿元]	-29.18	-75.10	-91.41	-83.86
资产负债率[%]	66.10	63.22	58.19	57.75
长期资本固定化比率[%]	31.34	45.23	45.22	41.97
权益资本与刚性债务比率[%]	188.83	175.34	203.48	184.66
流动比率[%]	164.58	165.07	186.37	210.88
速动比率 [%]	25.39	33.41	52.31	52.30
现金比率[%]	19.29	22.66	25.65	24.57
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	136.77
营运资金与非流动负债比率[%]	228.34	169.74	173.04	162.80
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	33.72
营业利润率[%]	21.62	24.85	28.52	28.95
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	113.12
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经审计的2013~2015年度及未经审计的2016年上半年度财务数据整理、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。