跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]954 号

深圳市龙光控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的“15 龙光 01”、“15 龙光 02”和“16 龙控 02”进行跟踪评级，确定：

深圳市龙光控股有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

深圳市龙光控股有限公司公开发行的“15 龙光 01”、“15 龙光 02”和“16 龙控 02”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年八月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

深圳市龙光控股有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
15 龙光 01	40.00 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2017/9/7
15 龙光 02	7.62 亿元	4（2+2）年	AAA	AAA	2017/9/7
16 龙控 02	14.00 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2017/9/7

跟踪评级时间：2018 年 6 月 15 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	788.38	983.16
所有者权益（亿元）	249.99	263.13
长期债务（亿元）	241.08	160.07
全部债务（亿元）	259.05	293.73
营业收入（亿元）	202.48	270.97
净利润（亿元）	50.73	68.45
EBITDA（亿元）	68.94	93.86
经营性净现金流（亿元）	66.10	147.40
营业利润率（%）	26.25	28.59
净资产收益率（%）	24.72	26.68
资产负债率（%）	68.29	73.24
全部债务资本化比率（%）	50.89	52.75
流动比率（倍）	1.84	1.40
EBITDA 全部债务比（倍）	0.27	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	4.64	4.85
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.12	1.52

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”或“公司”）持续深耕房地产景气度较高的粤港澳大湾区，签约销售金额和签约均价大幅提升。公司通过招拍挂和收并购持续获得土地，现有土储规模充足且质量较高；公司财务政策稳健，经营活动现金流持续为正且保持较大规模，货币资金充足，经营情况良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司房地产业务仍面临一定的政策波动风险、在建拟建房地产项目后续开发仍需较大规模资金、其他应收款对公司资金存在一定占用、利润对公允价值变动收益较为依赖等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建和拟建项目的陆续开发、销售和竣工结转，公司盈利能力有望持续提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“15 龙光 01”、“15 龙光 02”和“16 龙控 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．受益于粤港澳大湾区房地产市场景气度的回升，2017年公司房地产签约销售均价和签约销售金额均大幅增加，公司预收款项和经营性净现金流均保持较大规模。

2．公司通过招拍挂和收并购两种方式持续获取大量土地，目前土地储备充足，主要集中在粤港澳大湾区的热点城市，土地质量较高。

3．目前公司货币资金充足，经营性净现金流持续为正，财务政策稳健。

关注

1．房地产行业受区域行业政策影响较大，

公司在建在售项目主要分布在粤港澳大湾区，未来或将面临一定的政策调控压力。

2．近年来公司发展速度快，未来在建和拟建项目的后续开发以及持续拿地均需要较大规模的资金投入，公司将面临一定的资本支出压力。

3．公司债务有一定集中偿付压力，所有者权益稳定性较弱，净利润对投资性房地产公允价值变动收益有一定依赖，与联合营企业往来款规模较大，对资金存在一定占用。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

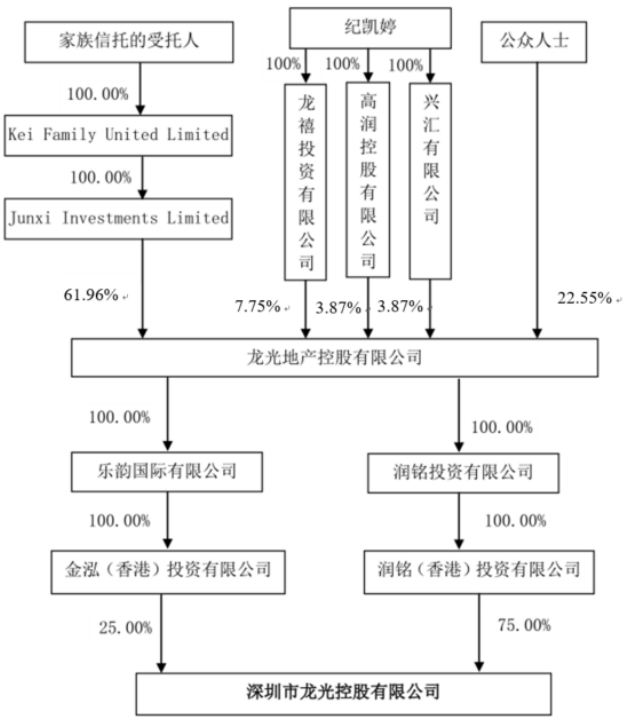
一、主体概况

深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”或“公司”）前身系经深圳市市场监督管理局批准，于 2008 年 4 月 1 日正式成立的深圳市优凯思投资顾问有限公司，公司股东为广东龙光集团房地产有限公司。公司成立时注册资本人民币为 100 万元。后经历次增资，2010 年 1 月，公司股东将其在公司享有股权份额的 25%协议转让于金泓（香港）投资有限公司，转让完成后公司类别变更为中外合资企业。2010 年 4 月，公司股东决议将公司 75%的股权转让给润铭（香港）投资有限公司，此次转让完成后，公司由中外合资企业变更为台港澳合资企业。2016 年 1 月 20 日，公司更名为现用名。

截至 2017 年底，公司注册资本 4.43 亿元，股东润铭（香港）投资有限公司和金泓（香港）投资有限公司分别持股 75%和 25%。公司股东均为龙光地产控股有限公司（以下简称“龙光地产”）的下属全资子公司，而龙光地产由家族信托控股，持股比例为 61.96%；考虑到该家族信托受益人为纪海鹏先生和纪凯婷女士（纪海鹏先生之女），且纪凯婷女士还通过三家 BVI 公司合计持有龙光地产 15.49%的股份。因此，公司的实际控制人为纪海鹏和纪凯婷。

公司是龙光地产旗下主要的地产业务开发平台，龙光地产于 2013 年 12 月在香港主板上市，港股代码为 3380.HK。公司股权结构如下图所示。

图 1　截至 2017 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司及子公司主要从事房地产开发、经营与销售、基础设施工程施工等。

截至 2017 年底，公司下设投资发展中心、营销管理中心、研发设计中心、工程管理中心、采购管理中心、成本管理中心、财务管理中心等 11 个部门（见附件 1）；截至 2017 年底，公司合并范围内共 88 家子公司，公司总部员工合计 400 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 983.16 亿元，负债合计 720.03 亿元，所有者权益（含少数

股东权益）合计 263.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益 225.12 亿元。2017 年，公司实现营业收入 270.97 亿元，净利润（含少数股东损益）68.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 63.79 亿元；经营活动产生的现金流量净额 147.40 亿元，现金及现金等价物净增加额 68.70 亿元。

公司注册地址：深圳市宝安区兴华路南侧龙光世纪大厦 1 栋 2002（办公场所）；法定代表人：沈沛勇。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可〔2015〕1942 号文核准，公司获准发行不超过人民币 50 亿元（含 50 亿元）公司债券。公司分别于 2015 年 8 月 17 日和 8 月 25 日完成发行两期公司债券，并分别于 2015 年 9 月 23 日和 9 月 25 日在上海证券交易所挂牌交易。其中，“15 龙光 01”（证券代码：“122440.SH”）发行总额为人民币 40 亿元，基础发行规模为人民币 25 亿元，超额配售人民币 15 亿；债券期限为 5 年期，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 5%；“15 龙光 02”（证券代码：“122448.SH”）发行总额为人民币 10 亿元，债券期限为 4 年期，附第 2 年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权，发行票面利率为 4.77%。截至 2017 年底，“15 龙光 01”和“15 龙光 02”募集资金已按照募集说明书约定用途使用完毕。公司已于 2017 年 8 月 21 日按期足额支付了“15 龙光 01”的利息；于 2017 年 8 月 28 日按期足额支付了“15 龙光 02”的利息。2017 年 8 月 27 日，“15 龙光 02”收到回售申报 2.38 亿元，剩余规模为 7.62 亿元。

经中国证监会证监许可〔2016〕1537 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行不超过人民币 14 亿元（含）公司债券，该期债券发行的基础规模为人民币 5 亿元，可配售不超过 9 亿元，期限为 5 年期，附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。该期债券已于 2016 年 10 月 24 日发行完毕，实际发行金额为 14 亿元，票面利率为 3.40%。并于 2016 年 12 月 21 日在深交所挂牌交易，证券简称为“16 龙控 02”，证券代码为“112461.SZ”。“16 龙控 02”共募集资金 14 亿元。截至 2017 年底，募集资金均已按募集说明使用完毕。公司已于 2017 年 10 月 23 日按期足额支付了上一年度利息。

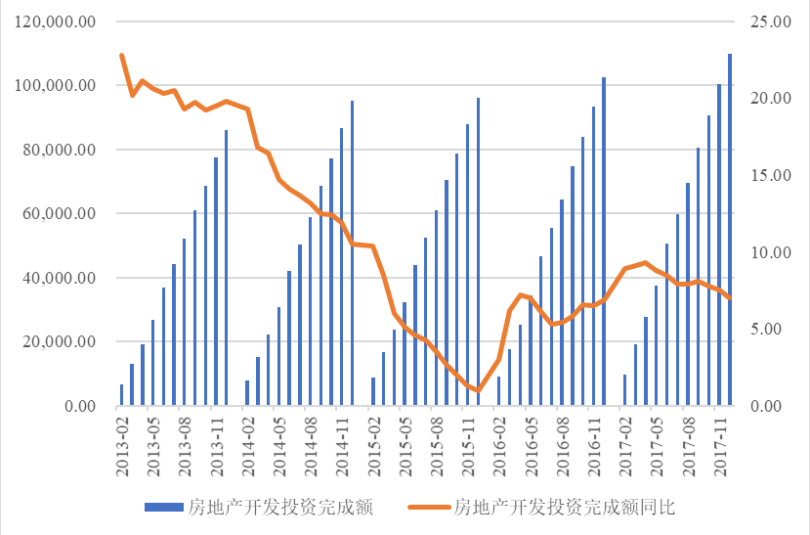
三、行业分析

1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，受限购政策持续影响以及对房地产行业悲观预期，2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.00%，增速继续同比下滑 9.50 个百分点，为近五年来的最低点。受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施，2016 年全国房地产开发投资 102,581 亿元，名义同比增长 6.88%。其中，住宅投资 68,704 亿元，增长 6.36%，全国办公楼开发投资额为 6,533 亿元，同比增长 5.20%；商业营业用房开发投资额为 15,838 亿元，同比增长 8.43%。

图 2　近年来全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

2017 年全国房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.04%，增速较上年同期上升 0.16 个百分点；其中，住宅投资 75,148 亿元，同比增长 9.38%，增速提高 3.02 个百分点，住宅投资占房地产开发投资的比重为 68.44%；办公楼投资 6,761 亿元，同比增长 3.49%，增速降低 2.87 个百分点，占房地产开发比重为 6.16%；商业营业用房投资 15,639 亿元，同比减少 1.26%，占房地产开发比重为 14.24%。从地区分布看，2017 年，东部地区房地产开发投资 58,023 亿元，同比增长 7.20%；中部地区投资 23,884 亿元，同比增长 11.60%；西部地区投资 23,877 亿元，同比增长 3.50%；东北地区投资 4,015 亿元，同比增长 1.00%。

市场供需方面，2017 年，全国 300 个城市土地供应小幅回升，热点城市增加供地稳定市场预期，拉升成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较上年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017 年，除二线城市土地推出面积同比增加 8%外，一线城市和三线城市同比分别减少 20%和 6%；土地成交面积方面，一线城市同比微增 3%，二线和三线城市同比分别减少 3%和 15%；一二三线城市的土地出让金均同比增加，其中一线和三线的土地出让金同比增幅较大，分别为 28%和 39%；楼面均价方面，一线和三线城市增幅较大，分别为 30%和 57%，二线城市增幅为 13%；溢价率方面，一线和三线城市略有下降，二线城市下降了 11 个百分点。

销售价格方面，2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓，其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，一、二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12%左右水平。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 24.10%和 32.50%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积分别为 15.38%和 20.03%。

表 1　近年来前 10 名与前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2015 年	2016 年	2017 年
前 10 大企业销售额占比	16.87	18.81	24.10
前 20 大企业销售额占比	22.82	25.33	32.50
前 10 大企业销售面积占比	11.31	12.19	15.38
前 20 大企业销售面积占比	14.62	15.94	20.03

资料来源：CRIC

总体看，在房地产调控政策的持续影响下，全国房地产投资增速下滑；土地供应上，热点城市供应增加；销售价格上，一二线城市降温明显，三线稳定增长；市场集中度进一步提高，出现强者恒强的局面。

2. 行业政策

2016年国庆期间密集调控之后，房地产市场并未回归平稳健康发展轨道，房价上涨压力并未减弱，2017年3月以来一、二线城市以及一线周边的热点三线城市密集出台新一轮调控政策，本次调控以预防性动机为主，从限购、限贷等政策工具降低房地产泡沫。2017年4月6日，住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，通知指出，各地要根据商品住房库存消化周期，适时调整住宅用地供应规模、结构和时序，对消化周期在36个月以上的，应停止供地；36~18个月的，要减少供地；12~6个月的，要增加供地；6个月以下的，不仅要显著增加供地，还要加快供地节奏。2017年7月下旬，中共中央政治局召开了会议，提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”。长效机制要遵循供给侧结构性改革思路，以扩大供应、疏解需求为核心实现房地产市场供需平衡。培育和发展住房租赁市场是建立长效机制的一个重要方向：我国首部住房租售法规已公开征求意见，立法步伐正在加快；住建部等9部委近日支持在人口净流入大中城市培育和发展住房租赁市场，并选取12个城市先行试点。2017年8月3日，北京市城乡和住房建设委对《北京市共有产权住房管理暂行办法》和《关于印发＜北京市共有产权住房规划设计宜居建设导则（试行）＞的通知》面向社会各界公开征求意见，希望通过引入政府与购房人按份共有产权，有效调节产权比例，对引导新的住房消费理念有重要影响。2018年两会的政府工作报告中提出加快房产税立法，坚持房住不炒，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。2018年4月19日，外管局新闻发言人称除有特殊规定外，房企和融资平台不得借用外债。2018年4月28日，中国人民银行发布了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，对非标融资进一步限制。

总体看，房地产调控依然延续分类调控的思想，房地产长效机制具体措施逐步出台，预计未来供给增多；监管层对非标融资的规范和房企境外借债的限制，使得房企融资环境趋紧。

3. 行业关注

（1）行业资产负债率较高，债务集中到期，融资环境趋紧

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。截至2017年9月底，Wind资讯的地产行业资产负债率为79.01%，较2016年底提高了2.24个百分点，房地产板块整体债务率较高。2018年房企债务集中到期，同时再融资环境趋紧，部分中小房企有现金流资金链断裂的风险。

（2）房地产限购、限售政策常态化，调控难见实质性松绑

2016年10月至2017年8月，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线城市房地产明显降温。2017年末，兰州、武汉、南京等城市限购政策开始放松，但调控的整体基调未发生改变。预计热点城市未来限购、限售政策将持续存在，全国房地产调控仍然严格。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为大型房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的大型房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

4. 行业发展

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色。未来几年，预计二线城市可能成为新的市场主力，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。

总体看，未来我国房地产行业集中度会不断提高；短期政策调控仍会持续，长期看市场是主导房地产市场发展的主要因素；行业内龙头企业、区域优势和特色房地产企业会获得生存空间。

5. 区域经济发展情况

2017 年广东省 GDP 达 89,879.23 亿元，同比增长 7.5%，经济综合实力居全国前列。2017 年末，广东省三次产业结构为 4.2:43.0:52.8，经济结构以工商业及服务业为主，2017 年末全省常住人口 11,169 万人，居全国首位，为广东省房地产行业发展提供了较好市场需求支撑。2017 年，广东省固定资产投资 37,477.96 亿元，同比增长 13.5%，其中房地产开发投资 13,623.59 亿元，同比增长 15.8%。2017 年，全省商品房销售面积 15,958.81 万平方米，同比上升 9.2%；销售额 18,792.76 亿元，同比上升 15.9%。2017 年，广东省住宅新开工面积 16,775.55 万平方米，同比上升 13.0%，广东省房地产企业新开工意愿明显提高。

总体看，广东省综合经济实力居全国前列，2017 年广东省商品房需求旺盛，销售情况较好。

四、管理分析

跟踪期内，公司高管团队未发生变化，相关管理制度延续，经营保持稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2017 年，公司实现营业收入 270.97 亿元，同比增长 33.83%，主要系房地产业务结转收入规模增加所致；综合毛利率 35.17%，与上年基本持平。

从收入来看，2017 年，商品房开发销售依然是公司的主要业务。商品房销售业务较上年增长 30.06%，主要系当期交房面积增加所致。租金收入同比变化不大。建筑工程收入同比增长 155.85%，主要系对关联方及联合营相关项目开工建设增多所致；其他业务主要是装修款、设计款、顾问费收入等，收入同比增长 3.02 倍。

从毛利率来看，2017 年公司房地产销售和租金收入毛利率同比变化不大。建筑工程毛利率较上年下降 8.50 个百分点，主要系人工和材料成本上升所致。其他业务毛利率较上年上升 11.67 个百分点。

表 2　2016~2017 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品房销售	196.10	96.85	35.29	255.04	94.12	35.92
租金收入	0.83	0.41	98.80	0.87	0.32	100.00
建筑工程收入	4.96	2.45	21.98	12.69	4.68	13.48

其他	0.59	0.29	35.59	2.37	0.88	47.26
合计	**202.48**	**100.00**	**35.23**	**270.97**	**100.00**	**35.17**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司营业收入规模扩大，毛利率保持在较高水平。未来随着公司在售楼盘的开发和销售推进，公司营业收入规模预计仍将保持稳健增长。

2．土地储备情况

公司深耕两广地区，土地储备主要集中在深圳、汕头、惠州、佛山、中山、珠海等粤港澳大湾区内的主要城市，以及南宁、桂林、柳州等地。2017 年，公司拿地方式较上年未发生变化，仍以招拍挂和收并购为主，公司目前拿地策略为深耕粤港澳大湾区，因粤港澳大湾区核心城市的招拍挂项目较少，且拍地价格较高，因此公司在粤港澳大湾区内的核心城市采取收并购为主的拿地方式，而在大湾区的外延区域采取招拍挂的拿地方式。2017 年，公司新拓展项目 17 个，新增土地建筑面积共 483.68 万平方米，楼面均价均处于较低水平。2017 年新增土地成本较上年大幅下降，主要系 2016 年拿地主要在深圳，2017 年拿地主要在佛山等二线城市。

表 3　2016~2017 年公司招拍挂土地储备情况（单位：个、万平方米、元/平方米、亿元）

	2016 年	**2017 年**
新拓展项目	5	17
新增土地建筑储备	202.72	483.68
新增土地平均成本	13,393	3,697
新增土地支出金额	190.50	132.00
平均土地成本	3,856	3,950
土地储备总面积	1,186.12	1,446.44

资料来源：公司提供
注：公司土地储备口径包含在建面积，不包含在建但已销售面积

表 4　截至 2017 年底公司土地储备分布情况（单位：万平方米、%）

区域	**招拍挂类**	**收并购类**	**合计**	**合计占比**
粤港澳大湾区	850.50	843.31	1,693.81	68.90
汕头区域	172.66	75.99	248.65	10.11
南宁区域	357.24	69.21	426.45	17.35
其他区域	66.04	23.50	89.54	3.64
合计	**1,446.44**	**1,012.01**	**2,458.45**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年公司仍通过招拍挂和收并购持续获取新项目，目前公司土地储备比较充足，按 2017 年新开工面积计算，可以满足未来 2~3 年的开发需求。公司土地储备聚焦粤港澳大湾区等经济发展状况良好的城市，土地质量较高，但仍需持续关注市场集中风险。

3．项目开发情况

2017 年，公司房地产新开工面积为 487 万平方米，较上年增长 90.98%，主要系房地产市场景气度较高，公司加快项目进度所致；2017 年，公司竣工面积为 241 万平方米，较上年增长 28.88%，主

要系公司施工节奏加快所致；综上，公司 2017 年末在建面积为 724 万平方米，保持较高水平。

表 5　2016~2017 年公司项目开发情况（单位：万平方米）

科目	2016 年	2017 年
新开工面积	255	487
竣工面积	187	241
期末在建面积	478	724

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司招拍挂项目在建拟建总建筑面积 1,325.47 万平方米。从区域分布来看，粤港澳大湾区（广州、佛山、肇庆、深圳、东莞、惠州、珠海、中山、江门）居首位，该区域规划建筑面积为 795.16 万平方米，占比 59.99%；南宁区域和汕头区域占比分别为 23.29%和 12.11%，上述区域总建筑面积合计占比达到 95.39%。截至 2017 年底，公司在建、在销售项目总投资合计 1,002 亿，累计已投资 703 亿，尚需投资 299 亿。

表 6　截至 2017 年底公司在建和拟建项目情况（单位：平方米、%）

区域	在建、拟建面积	占比	扣除已销售未结转在建、拟建面积	占比
成都	151,868.66	1.15	151,868.66	1.30
广佛肇	3,095,950.97	23.36	2,867,485.79	24.51
海南	458,779.51	3.46	458,779.51	3.92
南宁区域	3,087,059.12	23.29	2,252,389.02	19.25
汕头	1,605,376.20	12.11	1,513,787.58	12.94
深莞惠	4,583,515.87	34.58	4,357,243.74	37.25
珠中江	272,112.00	2.05	96,436.29	0.83
总计	**13,254,662.33**	**100.00**	**11,697,990.59**	**100.00**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司新开发面积保持较大规模，公司在建项目区域分布依然集中在珠三角等两广地区，市场环境良好，但在建拟建项目规模较大，公司未来投资规模较大，仍将面临一定的资本支出压力。

4．房产销售情况

受益于公司开发区域主要集中在深圳等珠三角热点地区，该地区房地产市场景气度持续上升，2017 年，公司实现签约销售额 411.68 亿元，同比增长 50.02%；签约销售面积 209.11 万平方米，同比变化不大；销售均价 19,687 元/平方米，较上年平均售价 12,488 元/平方米大幅增长。2017 年，公司结转面积 222.99 万平方米，较上年增长 30.13%。结转收入 255.04 万平方米，较上年增长 30.06%。

表 7　2016~2017 年公司房产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年
签约销售面积	208.94	209.11
签约销售金额	274.42	411.68
签约销售均价	12,488	19,687
签约销售回款率	93	90
结转收入面积	171.36	222.99
结转收入	196.10	255.04

资料来源：公司提供

公司在售项目中汕头悦景阳光禧园、阳光水岸和锦绣阳光御府项目以及柳州玖珑府项目去化率较低，主要系推盘时间均在2017年末所致。其他项目去化良好。

总体看，2017年，公司主要布局区域房地产市场发展态势良好，公司主要区域房地产项目签约销售均价和签约销售额均有较大幅度增长。公司目前主要项目去化情况良好，但考虑到公司在建在售项目区域分布较为集中，若该区域房地产政策发生变动，公司仍将面临一定的经营风险。

5. 经营性物业情况

公司经营性物业主要为写字楼和商铺，2017年租金收入0.81亿元。公司经营性物业出租率和租金收入比较稳定，租金水平整体有所上升。

表8　2016~2017年公司经营性物业情况（单位：平方米、元、月/平方米、%）

经营性物业项目	2016				2017			
	出租面积	租金收入	租金价格	出租率	出租面积	租金收入	租金价格	出租率
深圳世纪大厦写字楼	36,695	70,194,972	159.41	99	34,812	69,515,677	166.41	98
深圳天悦龙庭商铺	6,515	5,837,642	74.67	100	6,515	6,072,309	77.67	100
南宁普罗旺斯二期商铺	7,941	1,794,000	18.83	100	7,941	1,847,444	19.39	100
南宁水悦龙湾商铺	9,710	2,900,422	24.89	85	10,684	3,397,281	26.50	94
合计	**60,861**	**80,727,037**	-	-	**59,952**	**80,832,712**	-	-

资料来源：公司提供

总体看，公司经营性物业比较稳定，能为公司收入和盈利提供一定补充。

6. 经营关注

（1）房地产项目存在区域集中风险

从2016年下半年开始，国家房地产政策收紧，未来仍面临一定的政策调整压力，各地方政府政策频出对地方房地产市场影响较大。考虑到公司房地产业务主要集中在粤港澳大湾区，存在一定的区域集中风险。

（2）在建拟建项目投资规模大，公司将面临一定的资本支出压力

公司通过招拍挂、收并购等方式取得大量土地储备，目前在建和拟建项目投资规模大，公司可能将面临一定的资本支出压力。

7. 未来发展

由于房地产市场在城市和企业方面均呈现分化态势，公司将根据市场环境的变化审时度势，适时调整投资、销售策略，继续坚持“轻资产、快周转”的运营模式，在保持合理利润率的情况下力求实现较高的销售增长。

在产品结构方面，公司将继续专注于主打刚需、改善型住宅，强化公司已有的优势及竞争力，在产品的设计、品质等方面精益求精，力争做到将最好的品质传递给客户，实现公司的产品价值。

在土地投资方面，公司将在维持原有基地城市的市场地位的同时，也将持续关注珠三角、长三角、京津冀等经济发达及具备发展潜力的城市及周边符合公司发展策略的土地获取机会，为公司的销售进一步发展提供优质的土地储备。

总体看，公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 年度合并财务报表已经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见的审计报告。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释以及其他相关规定编制。2017 年，公司合并范围内新增 20 家子公司，减少 6 家子公司，新增子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 983.16 亿元，负债合计 720.03 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 263.13 亿元，其中归属于母公司所有者权益 225.12 亿元。2017 年，公司实现营业收入 270.97 亿元，净利润（含少数股东损益）68.45 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 63.79 亿元；经营活动产生的现金流量净额 147.40 亿元，现金及现金等价物净增加额 68.70 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 983.16 亿元，较年初增长 24.71%，主要系流动资产增加所致。截至 2017 年底，公司流动资产占比 77.14%，非流动资产占比 22.86%，流动资产占比较年初有所增长。

截至 2017 年底，公司流动资产 758.40 亿元，较年初增长 45.02%，主要系其他应收款和货币资金增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 28.17%）、其他应收款（占 18.77%）和存货（占 46.79%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 213.67 亿元，较年初增长 85.34%，主要系销售回款增加所致。货币资金中银行存款占 80.40%，其他货币资金占 19.57%。其他货币资金均为受限的保证金等。

截至 2017 年底，公司其他应收款 142.38 亿元，较年初增长 15.45 倍，主要系应收联营企业款项进行重分类，将部分原列入长期应收款的联营借款列入其他应收款，导致 2017 年底其他应收款增幅较大。其他应收款账期一年以内的占 97.18%。其他应收款未计提减值准备，考虑到其他应收款账龄短，且主要为应收联合营公司往来款（占 87.95%），减值风险不大。

截至 2017 年底，公司存货为 354.86 亿元，较年初减少 3.82%，主要系房屋交付结转所致。存货中已完工开发产品占 23.91%，在建和拟建开发产品占 75.80%。公司存货未计提减值准备。考虑到公司项目所处区域房地产景气度高，销售情况较好，存货减值风险很小。

截至 2017 年底，公司非流动资产为 224.76 亿元，较年初减少 15.32%，主要系长期应收款减少所致。非流动资产以长期应收款（占 29.17%）、投资性房地产（占 63.21%）和长期股权投资（占 5.75%）为主。

截至 2017 年底，公司长期应收款 65.57 亿元，全部为应收联营企业款项，较年初下降 57.26%，主要系应收联营企业款项进行重分类，将部分原列入长期应收款的联营借款列入其他应收款所致。

截至 2017 年底，公司投资性房地产 142.07 亿元，较年初增长 32.27%，主要系评估增值所致，投资性房地产主要为公司自持的位于深圳的商业物业项目，投资性房地产所处地理位置优越，经营状况良好，部分投资性房地产具有一定增值潜力。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 12.91 亿元，较年初大幅增长 19.10 倍，主要系对联合营公司投资成本增加所致。

截至 2017 年底，公司受限资产为货币资金 41.81 亿元（占货币资金的 19.57%），存货 40.21 亿

元（占存货的 11.33%），投资性房地产 35.40 亿元（占投资性房地产的 24.92%）。公司资产受限比例为 11.94%，受限比例较低。

总体看，公司资产规模增长较快，其中流动资产占比高，符合行业特征；公司货币资金较为充裕，但其他应收款和长期应收款较多，对资金有一定占用；资产受限程度较低，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 720.03 亿元，较年初大幅增长 33.74%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比 75.22%，非流动负债占比 24.78%，流动负债占比较年初上升了 22.54 个百分点。

截至 2017 年底，公司流动负债 541.59 亿元，较年初增长 90.98%，主要系一年内到期的非流动负债、预收款项和其他应付款增加所致。流动负债主要由应收账款（占比 13.22%）、预收款项（占比 37.80%）、应交税费（占比 5.43%）、其他应付款（占比 17.79%）和一年内到期的非流动负债（占比 21.57%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款 71.60 亿元，较年初增长 60.51%，主要系按工程完工进度计提的工程款增加所致。

截至 2017 年底，公司预收款项 204.73 亿元，较年初增长 29.91%，主要系预收房屋销售款增长所致。

截至 2017 年底，公司应交税费 29.40 亿元，较年初增长 33.90%，主要系土地增值税增加所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款 96.37 亿元，较年初增长 170.85%，主要系应付关联方和应付联营企业借款增加所致。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 116.80 亿元，较年初增长了 15.79 倍，主要系部分长期借款一年内到期以及“15 龙光 01”、“16 龙光 01”和“16 龙光 02”即将到回售期调入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 178.43 亿元，较年初减少 29.97%，主要系应付债券减少所致。非流动负债主要由长期借款（占 60.78%）、应付债券（占 28.93%）和递延所得税负债（占 10.29%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 108.44 亿元，较年初减少 7.37%。长期借款 2019 年到期 76.58 亿元，2020 年到期 28.53 亿元，2021 年到期 0.51 亿元，2022 年到期 2.81 亿元。公司 2019 年面临一定的集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司应付债券 51.62 亿元，较年初减少 58.37%，主要系“15 龙光 01”、“16 龙光 01”和“16 龙光 02”因临近行权日，调入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2017 年底，公司递延所得税负债 18.36 亿元，较年初增加 33.85%，主要系公允价值变动导致应纳税暂时性差异增加所致。

截至 2017 年底，公司全部债务 293.73 亿元，较年初增长 13.39%，其中，短期债务 133.67 亿元，较年初增长 6.44 倍；长期债务 160.07 亿元，较年初减少 33.60%。长期借款和和短期借款占全部债务比分别为 45.51%和 54.49%。截至 2017 年底，公司资产负债率为 73.24%，较年初增加 4.95 个百分点；长期债务资本化比率为 37.82%，较年初下降 11.27 个百分点；全部债务资本化比率为 52.75%，较年初上升 1.86 个百分点。公司负债规模有所增长，短期偿债压力增加，债务负担有所增长，目前

仍处于行业中等水平。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 263.13 亿元，较年初增长 5.26%，主要系未分配利润增长所致。其中归属于母公司的所有者权益 225.12 亿元，占所有者权益总额比例上升为 85.55%，少数股东权益占合计所有者权益的比重为 14.45%。公司归属于母公司的所有者权益中，股本占比 1.97%、资本公积占比 1.27%、盈余公积占比 0.98%、未分配利润占比 95.78%，未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

总体看，公司负债规模有所扩大，但整体债务负担处于适中水平，短期偿债压力较大，且 2019 年存在一定的集中偿付压力。公司所有者权益保持稳定，但所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 270.97 亿元，同比增长 33.82%，主要系公司结转收入规模增加所致；实现净利润 68.45 亿元，同比增长 34.91%，主要系公司营收规模大幅增加所致。

2017 年，公司发生期间费用为 15.89 亿元，同比增长 48.03%，主要系销售和管理费用增加所致。2017 年，公司发生销售费用 8.57 亿元，同比增加 27.33%，主要系房屋销售规模人员和广告费用增加所致；管理费用 5.68 亿元，同比增加 48.10%，主要系人员薪酬增加所致；财务费用 1.63 亿元，同比增加 895.89%，主要系债务规模上升利息支出增加所致。

2017 年，公司公允价值变动收益为 27.61 亿元，同比增长 4.78%。公允价值变动全部来自于投资性房地产，占营业利润比重为 30.14%，对营业利润有较大影响。

总体看，2017 年，公司收入规模和盈利水平均有较大提升；营业利润受公允价值变动的影响依然较大。

5. 现金流

2017 年，公司经营活动现金流入 340.42 亿元，同比增长 23.41%，主要系 2017 年公司签约销售项目较多使得回款增加所致；经营活动现金流出 193.02 亿元，同比下降 7.97%，主要系 2017 年合作项目较多并表支出减少所致。受以上因素影响，公司经营性现金流净额为 147.40 亿元，同比增长 122.98%。

2017 年，公司投资活动现金流入 50.71 亿元，较上年大幅增长 45.7 亿元，主要系收到联营公司回款 50.71 亿元所致。投资活动现金流出 91.81 亿元，较上年减少 44.06%，主要系上年公司支付 136.81 亿元给联营公司用于联合开发房地产项目所致。2017 年公司投资活动现金流净额为-41.10 亿元，净流出规模较上年大幅缩小。

2017 年，公司筹资活动现金流入 107.55 亿元，较上年减少 60.05%，主要系取得借款规模减少所致。筹资活动现金流出 145.14 亿元，较上年增长 6.57%，主要系收购少数股东权益增加所致。筹资活动现金流净额为-37.60 亿元，较上年由正转负。

总体看，2017 年，受公司签约销售收入增加影响，公司经营活动现金净流量保持较大规模，公司经营活动现金流表现良好；考虑到公司在建房地产项目规模增长较多，未来仍存在较大的外部融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率由年初的 1.84 倍降低为 1.40 倍，主要

系一年内到期的非流动负债大幅增加所致。速动比率由年初的 0.54 倍上升为 0.75 倍，主要系其他应收款增加所致。同期，公司现金短期债务比由年初的 6.41 倍下降为 1.60 倍，公司现金对短期债务的覆盖程度尚可。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 93.86 亿元，同比增长 36.15%，主要系利润总额大幅增加所致。公司 EBITDA 构成中，利润总额占比 97.75%，公司 EBITDA 以利润总额为主。2017 年，EBITDA 利息倍数为 4.85 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度处于较高水平。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.32 倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司共取得银行授信额度 534.00 亿元，未使用的额度为 344.29 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2017 年底，公司对外担保（不含子公司）19.19 亿元，占所有者权益比重为 7.29%；被担保公司经营状况良好，代偿风险较低。

截至 2017 年底，公司无未决重大诉讼。

根据公司提供的中国人民银行出具的企业信用报告（机构信用代码：G1044030603517750C），截至 2018 年 3 月 2 日，公司无未结清不良贷款或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力强，EBITDA 对利息和债务的保障能力较好。公司间接融资渠道，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

截至 2017 年底，公司现金类资产 213.67 亿元，约为“15 龙光 01”、“15 龙光 02”和“16 龙控 02”待偿本金合计数（61.62 亿元）的 3.47 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 263.13 亿元，约为债券本金合计（61.62 亿元）的 4.27 倍。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 龙光 01”、“15 龙光 02”和“16 龙控 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

2017 年，公司 EBITDA 为 93.86 亿元，约为债券待偿本金合计数的 1.52 倍，公司 EBITDA 对“15 龙光 01”、“15 龙光 02”和“16 龙控 02”的覆盖程度较高。

2017 年公司经营活动产生的现金流入 340.42 亿元，约为债券待偿本金合计数的 5.52 倍，公司经营活动现金流入量对“15 龙光 01”、“15 龙光 02”和“16 龙控 02”的债券待偿本金覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家大中型房地产企业，在土地储备、区域定位、一体化产业链等方面具有优势，公司对“15 龙光 01”、“15 龙光 02”和“16 龙控 02”的偿还能力极强。

八、综合评价

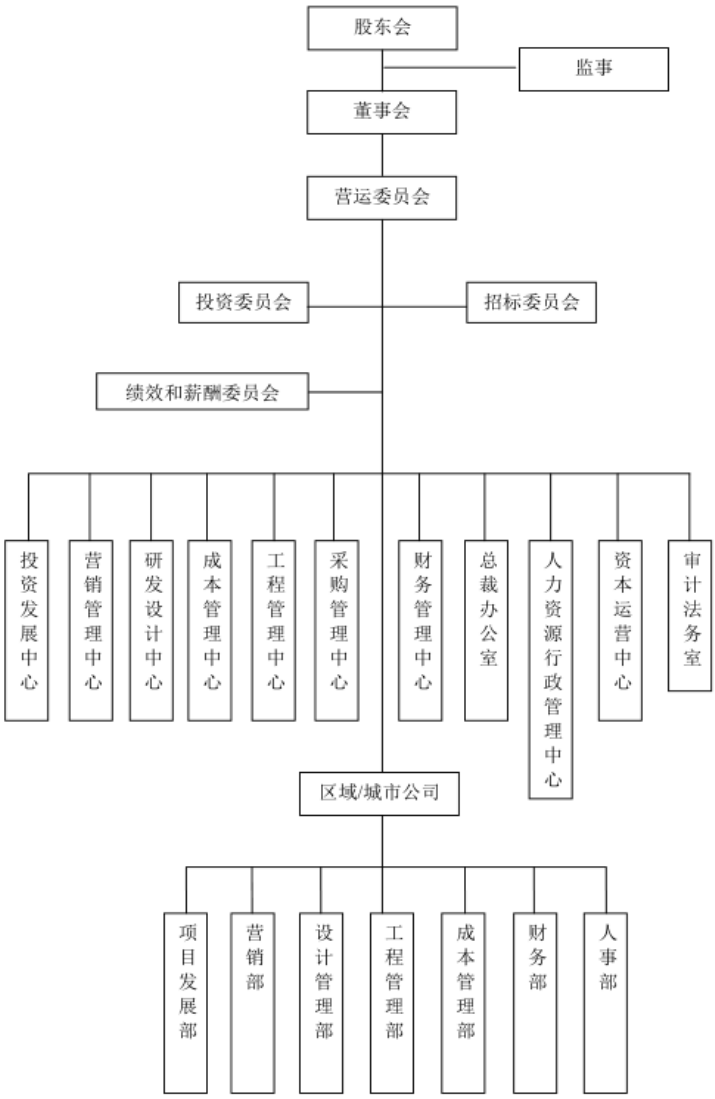
跟踪期内，公司持续深耕房地产景气度较高的粤港澳大湾区，签约销售金额和签约均价大幅提升。公司通过招拍挂和收并购持续获得土地，现有土储规模充足且质量较高；公司财务政策稳健，经营活动现金流持续为正且保持较大规模，货币资金充足，经营情况良好。同时，联合评级也关注到公司房地产业务仍面临一定的政策波动风险、在建拟建房地产项目后续开发仍需较大规模资金、其他应收款对公司资金存在一定占用、利润对公允价值变动收益较为依赖等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司在建和拟建项目的陆续开发、销售和竣工结转，公司盈利能力有望持续提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”，同时维持“15 龙光 01”、“15 龙光 02”和“16 龙控 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　深圳市龙光控股有限公司

组织结构图



附件 2　深圳市龙光控股有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	788.38	983.16
所有者权益（亿元）	249.99	263.13
短期债务（亿元）	17.98	133.67
长期债务（亿元）	241.08	160.07
全部债务（亿元）	259.05	293.73
营业收入（亿元）	202.48	270.97
净利润（亿元）	50.73	68.45
EBITDA（亿元）	68.94	93.86
经营性净现金流（亿元）	66.10	147.40
应收账款周转次数（次）	39.66	25.57
存货周转次数（次）	0.42	0.49
总资产周转次数（次）	0.32	0.31
现金收入比率（%）	131.87	121.68
总资本收益率（%）	12.50	13.15
总资产报酬率（%）	10.66	10.54
净资产收益率（%）	24.72	26.68
营业利润率（%）	26.25	28.59
费用收入比（%）	5.30	5.86
资产负债率（%）	68.29	73.24
全部债务资本化比率（%）	50.89	52.75
长期债务资本化比率（%）	49.09	37.82
EBITDA 利息倍数（倍）	4.64	4.85
EBITDA 全部债务比（倍）	0.27	0.32
流动比率（倍）	1.84	1.40
速动比率（倍）	0.54	0.75
现金短期债务比（倍）	6.41	1.60
经营现金流动负债比率（%）	23.31	27.22
EBITDA/代偿本金合计（倍）	1.12	1.52

注：本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成。2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。