跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1000 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：

二〇一九年六月十二日

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 2019 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	39.90 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2018/6/15
15 龙光 02	7.62 亿元	4（2+2）年	AAA	AAA	2018/6/15
16 龙控 02	14.00 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2018/6/15

跟踪评级时间：2019 年 6 月 12 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,001.48	1,560.09
所有者权益（亿元）	279.44	351.96
长期债务（亿元）	160.07	193.98
全部债务（亿元）	295.48	346.69
营业收入（亿元）	271.05	444.67
净利润（亿元）	69.71	95.23
EBITDA（亿元）	95.62	129.39
经营性净现金流（亿元）	143.85	153.36
营业利润率（%）	28.59	29.05
净资产收益率（%）	26.33	30.16
资产负债率（%）	72.10	77.44
全部债务资本化比率（%）	51.40	49.62
流动比率（倍）	1.42	1.30
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.37
EBITDA 利息倍数（倍）	4.94	5.78
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.55	2.10

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、债务有一定集中偿付压力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

1．2018年公司房地产签约销售均价和签约销售金额均大幅增加。

2．公司前期项目布局优势突出，利润结转规模大增长快，盈利能力很强。

3．公司目前土地储备充足，主要集中在粤港澳大湾区的热点城市，土地质量较高。

4．目前公司货币资金充足，经营性净现金流持续为正，债务负担处于行业较低水平，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，投资性房地产公允价值变动对利润有一定影响，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

罗星驰

电话：010-85172818

邮箱：luoxc@unitedratings.com.cn

宋莹莹

电话：010-85172818

邮箱：songyy@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：罗[illegible] 宋[illegible]

联合信用评级有限公司

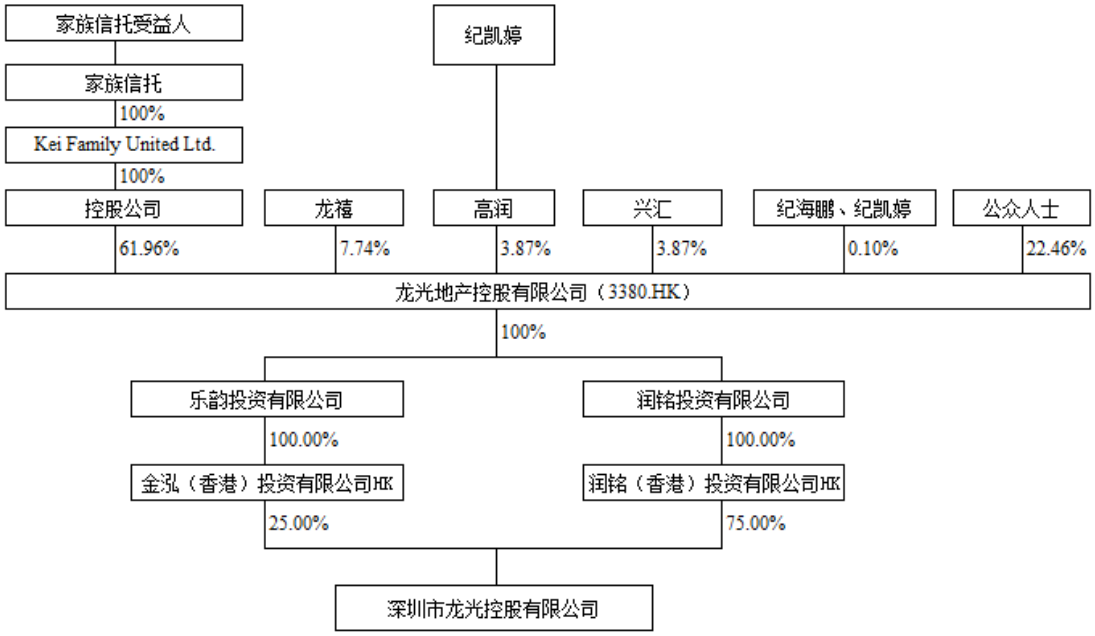
一、主体概况

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 2018 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），且纪凯婷和纪海鹏还通过三家 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 2018 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 2018 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、运营管理中心、成本管理中心、财务管理中心等 13 个部门（见附件 1）；截至 2018 年底，公司合并范围内共 122 家一级子公司，公司总部员工合计 481 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,560.09 亿元，负债合计 1,208.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 351.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益 277.62 亿元。2018 年，公司实现营业收入 444.67 亿元，净利润（含少数股东损益）95.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 88.22

亿元；经营活动产生的现金流量净额 153.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 63.83 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 2018 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 2018 年 8 月 20 日按期足额支付了“15 龙光 01”的利息；于 2018 年 8 月 27 日按期足额支付了“15 龙光 02”的利息。2018 年 8 月 20 日，“15 龙光 01”收到回售申报 0.1 亿元，剩余规模为 39.90 亿元，利率上调 230 个基点至 7.30%。

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 2018 年底，募集资金均已按募集说明使用完毕。公司已于 2018 年 10 月 21 日按期足额支付了上一年度利息。

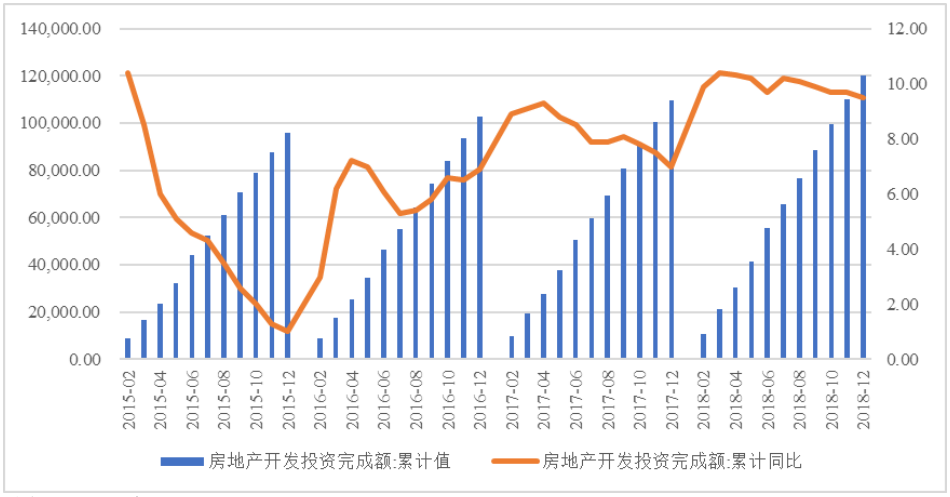
三、行业分析

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 10,2581.00 亿元，同比增长 6.88%，增速较上年上升 5.9 个百分点；2017 年，我国房地产开发投资 109,799.00 亿元，同比增长 7.04%，受密集调控影响，增速较上年微增 0.16 个百分点，整体投资热情仍旧较高。2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，增速较前 11 月回落 0.2 个百分点，但仍高于 2017 年水平，在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。

图 2　2015~2018 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

总体看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响，2016 年以来房地产投资增速有所回升，2018 年虽保持较高增速，但下滑趋势显现。

2．行业政策

2018年3月，“两会”政府工作报告地产直接相关内容主要包含群众住房问题和房地产税两个方面：全国整体棚改目标有所下滑，且棚改货币化程度或将减弱，但部分区域受益于扶持政策，棚改计划逆势增加；在“差别化调控”下，不同城市房地产政策将延续分化；房地产税是落实长效机制的重要组成部分，房地产税立法相关的草案推进有所提速。

2018年7月，中共中央政治局会议要求“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”由“坚决遏制房价上涨”取代了以往历届政府提出的“坚决遏制房价过快上涨”。

2018年12月18日，山东省菏泽市住房和城乡建设局发布《关于推进全市棚户区改造和促进房地产市场平稳健康发展的通知》，提出“取消新购住房限制转让措施”；12月19日，广州市住房和城乡建设委员会发布《关于完善商服类房地产项目销售管理的意见》，指出“2017年3月30日前（含当日）土地出让成交的（以签订土地出让合同、成交确认书或经公告确认土地出让成交日为准）房地产项目，其商服类物业不再限定销售对象，个人购买商服类物业取得不动产证满2年后方可再次转让”。临近2018年底，部分城市调控政策微调，体现“因城施策”的政策基调。

2018年12月中央经济工作会议提出，“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”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。

2019年1月21日，习近平在省部级主要领导干部坚持底线思维着力防范化解重大风险专题研讨班开班式上发表重要讲话，指出“要稳妥实施房地产市场平稳健康发展长效机制方案”。

总体看，2018年，“房住不炒”总基调未变，但开始体现“因城施策”调控思路，预计2019年房地产以“稳”为主，继续推进长效机制方案。

3．行业关注

（1）行业债务水平较高，且2016年10月以来房企融资渠道收窄，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。2015 年以来，国内货币政策持续宽松，再融资政

策进一步松绑，房企融资环境明显改善，公司债融资规模大幅增长，行业债务水平高企。但 2016 年 10 月份以来相关主管机构从银行理财资金、信托、公司债以及私募基金四个方面对房地产行业开发资金来源监管趋严，对房地产企业的再融资能力产生一定不利影响；同时考虑到部分房地产企业存续债项可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

（2）房地产调控政策短期内不会退出

2016年10月至今，房地产调控政策密集出台，全国热点一、二线等城市陆续从限购、限价和限贷等多个方面对房地产行业进行调控，一、二线等城市房地产明显降温。十九大报告中对于房地产行业调控的基调并未发生变化；2018年3月5日，国务院总理李克强在十三届全国人大一次会议上作政府工作报告指出坚持房住不炒的定位，继续实行差别化调控；2018年7月31日，中共中央政治局会议提出“坚决遏制房价上涨”。总体看，房地产调控政策短时间不会退出，难以出现实质性放松。

（3）中小房企面临被整合风险

中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力，实力突出的百亿房企，相继在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购、合作两种主要方式拿地，行业集中度将进一步提高。

4．行业发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2017 年以来，国家出台多项长期调控政策，试点共有产权房、鼓励发展住房租赁市场，并实施差别化的调控政策；此外，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展。

（2）行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

大型房地产投资开发企业扩大综合开发领域，新型城镇化、文旅地产、产业地产、养老休闲地产、体育地产等领域资本集中度提升，中小房地产开发企业出现产品开发周期放长、去化周期放长、现金流频繁困难、开发利润下降的情况，财务成本高和融资结构门槛高成为商业地产开发的“双高”困难，开发企业项目转让及投资退出淘汰率加剧。商业地产尤其是城市商业综合体在满足基础消费的基础上，更多关注市场细分、创新经营和差异化竞争，项目前期策划定位的全面性和综合性成为关键投入，技术性投入比重也将逐步加大。

（3）地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

总体看，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，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。

5．区域经济发展情况

2018 年广东省 GDP 达 97,277.77 亿元，同比增长 6.8%，经济综合实力居全国前列。2018 年末，广东省三次产业结构为 4.0:41.8:54.2，经济结构以工商业及服务业为主，2018 年末全省常住人口 11,346.00 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。2018 年，广东省固定资产投资同比增长 10.7%，房地产开发投资 14,412.19 亿元，同比增长 19.3%。2018 年，全省商品房销售面积 14,336.31 万平方米，同比下降 10.2%；销售额 18,742.12 亿元，同比下降 0.3%。2018 年，广东省住宅新开工面积 13,593.10 万平方米，同比上升 16.2%，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，2018 年广东省商品房销售景气度有所下降，但房企开工意愿不减。

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。2018 年，公司实现营业收入 444.67 亿元，同比增长 64.05%，主要系房地产业务结转收入规模增加所致；综合毛利率 33.54%，较上年略有下降，但仍处于较高水平。

从收入来看，2018 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 47.92%，主要系结转均价上升所致。租金收入同比变化不大。建筑工程收入同比增长 285.74%，主要系新开工联合营项目增多所致；其他业务 2017 年主要是装修款、设计款、顾问费收入，2018 年因包含一级土地开发收入，导致同比大幅增长。

从毛利率来看，2018 年公司房地产销售毛利率同比变化不大。租金收入毛利率有所下降，系公司剥离商业管理公司并支付其管理费用所致。建筑工程毛利率较上年下降 4.25 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 12.24 个百分点，主要系结转佛山一级开发项目毛利率较高所致。

表 1　2017~2018 年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商品房销售	255.12	94.12	35.92	377.38	84.87	35.37
租金收入	0.87	0.32	100.00	0.91	0.20	84.89
建筑工程收入	12.69	4.68	13.48	48.95	11.01	9.23
其他	2.37	0.87	47.26	17.43	3.92	59.50
合计	**271.05**	**100.00**	**35.17**	**444.67**	**100.00**	**33.54**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年公司营业收入大幅增长，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

2018 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。2018 年，公司新拓展项目 32 个，新增土地建筑面积共 747.39 万平方米，楼面均价较上年有所上升，但依然处于较低水平。

表 2　2017~2018 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）

科目	2017 年	2018 年
新拓展项目	17	32
新增土地建筑储备	483.68	747.39
新增土地平均成本	3,697	3,788
新增土地支出金额	132.00	283.14

资料来源：公司提供

公司深耕两广地区，截至 2018 年底土地储备依然主要集中在粤港澳大湾区以及广东其他地区。从公司土地储备成本来看，除深圳外，其他地区土地成本较低，考虑到深圳房地产市场景气度高，土地成本依然处于合理区间。整体看公司土地储备成本较低，为公司未来较好的盈利水平提供了基础。

表 3　截至 2018 年底公司土地储备情况（单位：个、万平方米、%、元/平方米）

区域	项目个数	建筑面积	占比	土地成本
深圳	5	146.10	4.95	23,894
惠州	9	488.55	16.55	961
佛山	15	303.67	10.29	5,706
肇庆	5	314.55	10.66	1,335
珠海	6	110.05	3.73	6,027
中山	9	288.76	9.78	3,165
东莞	3	50.60	1.71	8,625
河源	3	249.32	8.45	1,208
清远	1	10.68	0.36	4,561
阳江	2	64.71	2.19	1,901
汕头	7	109.39	3.71	5,059
潮州	6	171.50	5.81	1,264
汕尾	1	19.94	0.68	2,769
南宁	15	429.81	14.56	2,981
柳州	3	53.02	1.80	2,772
桂林	1	20.88	0.71	1,560
嘉兴	2	10.13	0.34	6,255
苏州	1	6.70	0.23	6,711
陵水	1	42.61	1.44	1,442
成都	2	44.05	1.49	2,150

眉山	1	17.00	0.58	4,000
合计	**98**	**2,952.01**	**100.00**	**3,800**

资料来源：公司提供
注：公司土地储备口径为在建、拟建项目的未销售面积，包含部分联合营项目（按权益比例折算）。

总体看，2018 年公司仍通过招拍挂和收并购持续获取新项目，相较于 2018 年签约销售面积，公司在手货值充足，可满足较长时间的销售需求。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，成本较低，但仍需持续关注市场集中风险。

3．项目开发情况

2018 年，公司房地产新开工面积为 928 万平方米，较上年增长 90.55%，主要系公司前期拿地力度较大，陆续开工补充库存项目所致。2018 年，公司竣工面积为 254 万平方米，较上年变化不大。综上，公司 2018 年末在建面积为 1,398 万平方米，在建面积大幅增长。

表 4　2017~2018 年公司项目开发情况（单位：万平方米）

科目	2017 年	2018 年
新开工面积	487	928
竣工面积	241	254
期末在建面积	724	1,398

资料来源：公司提供
注：表中数据包含联合营项目，均按全口径计算

总体看，2018 年，公司新开发面积保持较大规模，公司在建项目区域主要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

公司销售区域主要集中在珠三角热点地区。2018 年公司实现签约销售额 646.03 亿元，同比增长 56.94%；签约销售面积 381.29 万平方米，同比增长 82.34%；销售均价 16,943 元/平方米，较上年平均售价下降 13.94%，主要系 2017 年深圳玖龙玺项目单价高，且在销售中占比较大所致。2018 年，公司结转面积 187.84 万平方米，较上年减少 15.76%，结转收入 377.38 亿元，较上年增长 47.97%。

表 5　2017~2018 年公司房产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年
签约销售面积	209.11	381.29
签约销售金额	411.68	646.03
签约销售均价	19,687.00	16,943.00
结转收入面积	222.99	187.84
结转收入	255.12	377.38

注：签约数据包含部分联合营项目（按权益比例折算）
资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司签约销售面积和金额均大幅增长，为公司未来收入结转提供良好支撑；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

公司已开业的经营性物业主要为写字楼和商铺，2018 年租金收入 0.91 亿元，较上年增长 4.60%，主要系新增深圳玖龙玺商业物业所致。公司经营性物业出租率保持和租金收入比较稳定。2018 年经营性物业评估值 55.76 亿元，较上年增长 4.28%。截至 2018 年底，公司主要经营性物业如下。

表 6　2017~2018 年公司主要经营性物业情况（单位：平方米、元、月/平方米、%、亿元）

经营性物业项目	2017 年				2018 年			
	出租面积	租金收入	出租率	评估值	出租面积	租金收入	出租率	评估值
深圳世纪大厦写字楼	34,812	69,515,677	98	35.40	35,693	70,760,401.34	99	36.58
深圳天悦龙庭商铺	6,515	6,072,309	100	8.00	6,515	7,168,667.79	100	8.27
深圳玖龙玺商业	--	--	--	6.08	3,664	2,843,147.28	74	6.66
南宁普罗旺斯二期商铺	7,941	1,847,444	100	1.11	7,941	1,811,884.22	100	1.19
南宁水悦龙湾商铺	10,684	3,397,281	94	2.88	14,157	3,990,644.44	90	3.06
合计	**59,952**	**80,832,712**	**--**	**53.47**	**67,970**	**86,574,745.07**	**--**	**55.76**

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，增值率比较合理。

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 2018 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。2018 年，公司合并范围内新增 45 家子公司，减少 9 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 2018 年底，公司合并资产总额 1,560.09 亿元，负债合计 1,208.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 351.96 亿元，其中归属于母公司所有者权益 277.62 亿元。2018 年，公司实现营业收入 444.67 亿元，净利润（含少数股东损益）95.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 88.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 153.36 亿元，现金及现金等价物净增加额 63.83 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 1,560.09 亿元，较年初增长 55.78%，主要系流动资产增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产占比 82.45%，非流动资产占比 17.55%，流动资产占比较年初有所上升。

截至 2018 年底，公司流动资产 1,286.31 亿元，较年初增长 67.27%，主要系其他应收款、货币资金和存货增长所致；公司流动资产主要由货币资金（占 25.80%）、其他应收款（占 29.58%）、预付款项（占 5.16%）和存货（占 36.35%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 331.81 亿元，较年初增长 53.34%，主要系销售回款增加所致。货币资金中银行存款占 71.63%，其他货币资金占 28.36%。其他货币资金主要为受限的保证金和预售房款监管户资金。

截至 2018 年底，公司其他应收款 380.45 亿元，较年初大幅增长 166.88%，主要系联合营项目往来款增加所致。其他应收款账期一年以内的占 97.22%，未计提减值准备，主要为应收联合营公司往来款（占 80.63%），未计提减值准备，若联合营公司经营不善，其他应收款有一定减值风险。

截至 2018 年底，公司存货为 467.59 亿元，较年初增长 28.74%，主要系土地储备大幅增加所致。存货中已完工开发产品占 17.66%，在建开发产品占 39.30%，拟建开发产品占 42.66%。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 2018 年底，公司预付款项 66.43 亿元，较年初增长 274.36%，主要系预付土地价款大幅增加所致。预付款项中预付土地价款占 76.40%，预付工程款占 23.24%。

截至 2018 年底，公司非流动资产为 273.78 亿元，较年初增长 17.76%，主要系投资性房地产和长期应收款增长所致。非流动资产以长期应收款（占 30.62%）和投资性房地产（占 63.75%）为主。

截至 2018 年底，公司长期应收款 83.82 亿元，全部为应收联营企业款项，较年初增长 27.84%，主要系联合营企业向公司借款规模有所增加所致。

截至 2018 年底，公司投资性房地产 174.53 亿元，较年初增长 16.51%，主要系存货转入和评估增值所致，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。

截至 2018 年底，公司受限资产为 244.13 亿元，其中货币资金 94.10 亿元（占货币资金的 28.36%），存货 113.45 亿元（占存货的 24.26%），投资性房地产 36.58 亿元（占投资性房地产的 20.96%）。公司资产受限比例为 15.65%，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，存货规模大且区位较好，资产受限程度较低。但公司其他应收款较多，对资金有一定占用，投资性房地产评估值偏高。综合来看，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 1,208.13 亿元，较年初大幅增长 67.32%，主要系流动负债增长所致；其中流动负债占比 81.75%，非流动负债占比 18.25%，流动负债占比较年初上升了 6.63 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债 987.66 亿元，较年初增长 82.10%，主要系其他应付款增加所致。流动负债主要由应付账款（占比 13.81%）、其他应付款（占比 46.62%）、合同负债（占比 17.99%）、应交税费（占比 5.95%）、和一年内到期的非流动负债（占比 15.18%）构成。

截至 2018 年底，公司应付账款 136.44 亿元，较年初增长 89.94%，主要系按工程完工进度计提的工程款增加所致。

截至 2018 年底，公司合同负债 177.68 亿元，全部为预售房款，较年初预收款项减少 13.98%，主要系项目结转所致。

截至 2018 年底，公司应交税费 58.75 亿元，较年初增长 99.86%，主要系土地增值税和企业所得税增加所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款 460.40 亿元，较年初增长 371.48%，主要系应付关联方和应付联营企业往来款增加所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 149.96 亿元，较年初增长了 26.51%，主要系一年内到期的应付债券增加所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 220.47 亿元，较年初增长 22.71%，主要系应付债券增加所致。非流动负债主要由长期借款（占 29.11%）、应付债券（占 58.88%）和递延所得税负债（占 12.01%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 64.18 亿元，较年初减少 40.82%。截至 2018 年底，公司应付债券 129.80 亿元，较年初增长 151.43%，主要系当年发行 84.90 亿元债券所致。截至 2018 年底，公司递延所得税负债 26.49 亿元，较年初增加 35.14%，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 2018 年底，公司全部债务 346.69 亿元，较年初增长 17.33%，其中，短期债务 152.71 亿元，较年初增长 12.78%；长期债务 193.98 亿元，较年初增长 21.19%。短期债务和和长期债务借款占全部债务比分别为 44.05%和 55.95%。公司有息债务（不含应付票据）2019 年到期 152.51 亿元，2020 年到期 96.53 亿元，2021 年到期 12.55 亿元，2022 年到期 84.90 亿元。此外，公司母公司龙光地产有存续美元债 23.10 亿美元，其中 2020 年到期 7.10 亿美元，2021 年到期 9.50 亿美元，2022 年到期 2.00 亿美元，剩余 4.50 亿美元于 2023 年及以后到期。截至 2018 年底，公司资产负债率为 77.44%，较年初增加 5.34 个百分点；长期债务资本化比率为 35.53%，较年初下降 0.89 个百分点；全部债务资本化比率为 49.62%，较年初下降 1.77 个百分点。公司负债规模有所增长，长短期债务结构变化不大，整体看公司债务负担仍处于行业较低水平，但 2019 年和 2020 年有一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益 351.96 亿元，较年初增长 25.96%，主要系未分配利润和少数股东权益增长所致。其中归属于母公司的所有者权益 277.62 亿元，占所有者权益总额比例下降至 78.88%，少数股东权益占合计所有者权益的比重为 21.12%。公司归属于母公司的所有者权益中，股本占比 1.60%、资本公积占比 2.02%、盈余公积占比 0.82%、未分配利润占比 95.57%，未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。公司资本公积较年初下降 63.68%，主要系收购股东控股的项目所

致。

总体看，公司负债规模有所扩大，债务未来两年有一定集中偿付压力，但整体债务负担仍处于适中水平。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

2018 年，公司实现营业收入 444.67 亿元，同比增长 64.05%，主要系公司结转收入规模增加所致；实现净利润 95.23 亿元，同比增长 36.60%，增幅小于营业收入，主要系公允价值变动收益同比减少所致。

2018 年，公司发生期间费用为 20.62 亿元，同比增长 27.99%，主要系销售和管理费用增加所致。2018 年，公司发生销售费用 11.72 亿元，同比增加 35.87%，主要系销售规模增加所致；管理费用 7.13 亿元，同比增加 23.11%，主要系人员薪酬增加所致；财务费用 1.76 亿元，同比增加 4.45%，变化不大。费用中，销售费用占 56.86%，管理费用占 34.59%，财务费用占 8.55%，构成较上年变化不大。

2018 年，公司公允价值变动收益为 18.40 亿元，同比减少 37.78%。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 14.52%，对营业利润有一定影响。

从盈利指标来看，2018 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 15.32%、10.05%和 30.16%，较上年分别提高 2.15 个百分点、下降 0.58 个百分点和上升 3.83 个百分点。公司盈利能力仍然保持在行业较高水平。

总体看，2018 年，公司收入规模和利润水平均有较大提升；公允价值变动依然对营业利润有一定影响。

5．现金流

2018 年，公司经营活动现金流入 486.00 亿元[1]，同比增长 37.80%，主要系 2018 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 332.64 亿元，同比增长 59.28%，主要系投资拿地增加所致。受以上因素影响，公司经营性现金流净额为 153.36 亿元，同比增长 6.61%。

2018 年，公司投资活动现金流入 106.96 亿元，较上年大幅增长 110.92%，主要系收到联合营公司归还借款所致。投资活动现金流出 215.34 亿元，较上年增加 135.52%，主要系向联合营公司借出借款所致。2018 年公司投资活动现金流净额为-108.39 亿元，净流出规模较上年增加 166.15%。

2018 年，公司筹资活动现金流入 285.60 亿元，较上年增加 161.32%，主要系发行债券所致。筹资活动现金流出 266.74 亿元，较上年增长 87.76%，主要系偿还债务支付现金增加所致。筹资活动现金流净额为 18.86 亿元，较上年由负转正。

总体看，2018 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；由于收购和联营项目增加，投资活动净流出规模有所扩大；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 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.42 倍降低为 1.30 倍，主要系其他应付款大幅增加所致。速动比率由年初的 0.75 倍上升为 0.83 倍，主要系其他应收款和货币资金增加所致。同期，公司现金短期债务比由年初的 1.59 倍上升至 2.17 倍，公司现金对短期债务的覆盖程度高。整体看，公司短期偿债能力强。

[1] 经营活动现金流入与签约销售金额相差较大，主要系公司提供的签约销售数据包含部分联合营项目销售数据所致。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 129.39 亿元，同比增长 35.33%，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 97.74%，公司 EBITDA 以利润总额为主。2018 年，EBITDA 利息倍数为 5.78 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度处于较高水平。2018 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.37 倍。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2018 年底，公司共取得银行授信额度 579.00 亿元，已使用 181.09 亿元，未使用的额度为 397.91 亿元，间接融资渠道畅通。

截至 2018 年底，公司对为商品房承购人提供抵押贷款担保 225.11 亿元。其中对关联公司提供担保 30.42 亿元，占所有者权益比重为 8.64%，若被担保企业经营不善，公司有一定或有负债风险。

截至 2018 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 2019 年 4 月 28 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。公司间接融资渠道通畅，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

截至 2018 年底，公司现金类资产 331.81 亿元，约为“15 龙光 01”、“15 龙光 02”和“16 龙控 02”待偿本金合计数（61.52 亿元）的 5.39 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产 351.96 亿元，约为债券本金合计（61.52 亿元）的 5.72 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。

2018 年，公司 EBITDA 为 129.39 亿元，约为债券待偿本金合计数的 2.10 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。

2018 年公司经营活动产生的现金流入 486.00 亿元，约为债券待偿本金合计数的 7.90 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

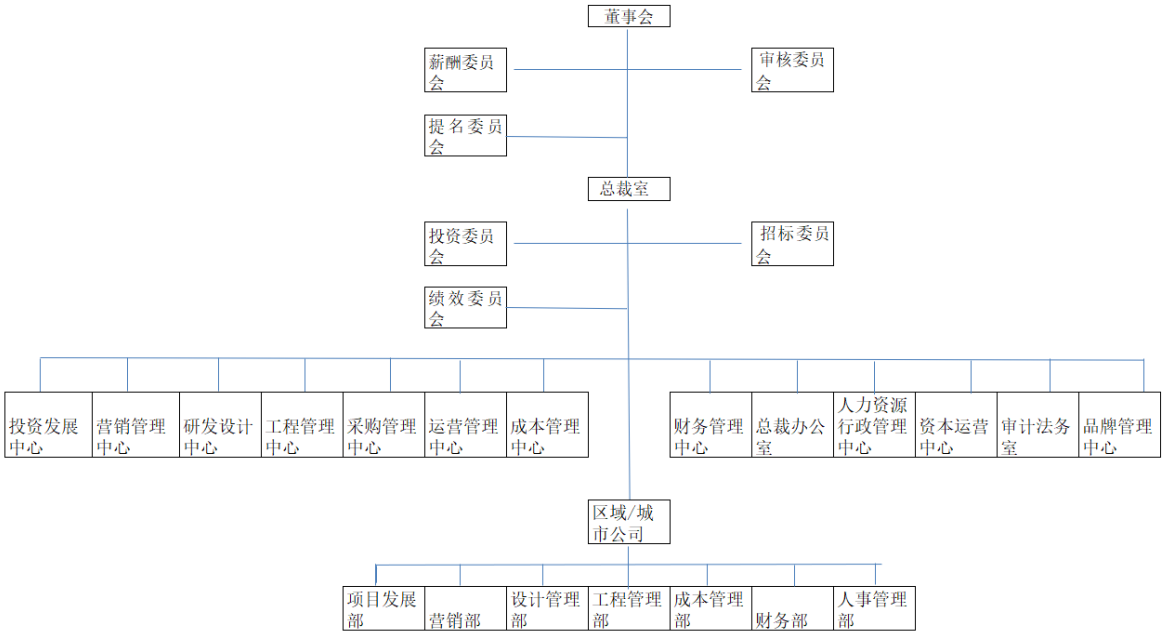
跟踪期内，公司持续深耕房地产景气度较高的粤港澳大湾区，签约销售金额和签约均价大幅提升。公司通过招拍挂和收并购持续获得土地，现有土储规模充足且质量较高；公司财务政策稳健，经营活动现金流持续为正且保持较大规模，货币资金充足，经营情况良好。同时，联合评级也关注到公司房地产业务仍面临一定的政策波动风险、在建拟建房地产项目后续开发仍需较大规模资金、其他应收款对公司资金存在一定占用、债务有一定集中偿付压力等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,001.48	1,560.09
所有者权益（亿元）	279.44	351.96
短期债务（亿元）	135.41	152.71
长期债务（亿元）	160.07	193.98
全部债务（亿元）	295.48	346.69
营业收入（亿元）	271.05	444.67
净利润（亿元）	69.71	95.23
EBITDA（亿元）	95.62	129.39
经营性净现金流（亿元）	143.85	153.36
应收账款周转次数（次）	25.98	25.07
存货周转次数（次）	0.48	0.71
总资产周转次数（次）	0.30	0.35
现金收入比率（%）	122.46	83.52
总资本收益率（%）	13.16	15.32
总资产报酬率（%）	10.63	10.05
净资产收益率（%）	26.33	30.16
营业利润率（%）	28.59	29.05
费用收入比（%）	5.94	4.64
资产负债率（%）	72.10	77.44
全部债务资本化比率（%）	51.40	49.62
长期债务资本化比率（%）	36.42	35.53
EBITDA 利息倍数（倍）	4.94	5.78
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.37
流动比率（倍）	1.42	1.30
速动比率（倍）	0.75	0.83
现金短期债务比（倍）	1.59	2.17
经营现金流动负债比率（%）	26.52	15.53
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.55	2.10

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。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。