跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1321 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”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”和“16 龙控 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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 2020 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	当前余额	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	2019/6/12
16 龙控 02	14.00 亿元	5（3+2）年	AAA	AAA	2019/6/12

跟踪评级时间：2020 年 6 月 11 日

主要财务数据

项　目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,001.48	1,560.09	1,834.58
所有者权益（亿元）	279.44	351.96	406.70
长期债务（亿元）	160.07	193.98	151.41
全部债务（亿元）	295.48	346.69	394.91
营业收入（亿元）	271.05	444.67	557.94
净利润（亿元）	69.71	95.23	115.96
EBITDA（亿元）	95.62	129.39	163.42
经营性净现金流（亿元）	143.85	153.36	4.66
营业利润率（%）	28.59	29.05	28.79
净资产收益率（%）	26.33	30.16	30.57
资产负债率（%）	72.10	77.44	77.83
全部债务资本化比率（%）	51.40	49.62	49.26
流动比率（倍）	1.42	1.30	1.19
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.37	0.41
EBITDA 利息倍数（倍）	4.94	5.78	4.92
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.77	2.40	3.03

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

2019 年，深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”或“公司”）继续深耕粤港澳大湾区以及南宁、汕头等区域，签约销售面积和金额保持较快增长态势。公司在粤港澳大湾区拥有充足的低成本项目储备，面临良好的销售前景；公司有多个孵化中的城市更新项目未来有望转化为土地储备。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司经营易受房地产行业及粤港澳大湾区政策调控影响，公司债务期限结构有待改善，权益结构稳定性较弱等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司土地储备和在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，公司经营状况将保持良好。

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”和“16 龙控 02”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. **公司项目储备位于粤港澳大湾区部分占比较高，销售前景良好。**粤港澳大湾区经济发展较快，区域房地产市场需求较强，公司项目储备中位于粤港澳大湾区部分占比较高，销售前景良好。

2. **公司拿地方式多元化、整体土地获取成本较低，为公司未来盈利能力奠定良好基础。**公司通过招拍挂、收并购和城市更新等多种形式拓展项目储备，项目储备充足；受益于多元化的土地获取渠道和对土地市场周期节点的良好把握，公司整体土地获取成本较低，为公司未来盈利能力奠定良好基础。

3. **公司整体盈利能力很强。**2019 年，公司签约销售保持较快增长态势，营业收入和净

利润规模持续提升，整体盈利能力很强。

4．**公司整体资产质量较高。**2019 年，公司资产规模保持较快增长态势，账面资金较为充足，整体资产质量较高。

关注

1．**房地产行业受政策影响较大。**“房住不炒”的政策基调下区域政策、结构性调控可能会给公司经营业绩、财务状况和现金流量带来一定影响；受市场波动及行业竞争等因素影响，行业毛利率或将普遍承压；公司部分项目位于汕头等粤港澳大湾区的外延区域，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

2．**公司面临一定资金支出压力。**随着公司在建项目的增多、区域布局的拓展，项目管理、资金管理难度相应加大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求；公司在建项目较多，规模较大，面临较大的开发建设支出压力，且公司城市更新项目孵化期亦需较大资金投入，公司面临较大资金需求。

3．**公司债务期限结构有待改善，权益稳定性有待提高。**公司短期债务规模和占比较高，公司债务期限结构有待改善；所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

分析师

支亚梅　登记编号（R0040216100002）
赵　兮　登记编号（R0040220040005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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：

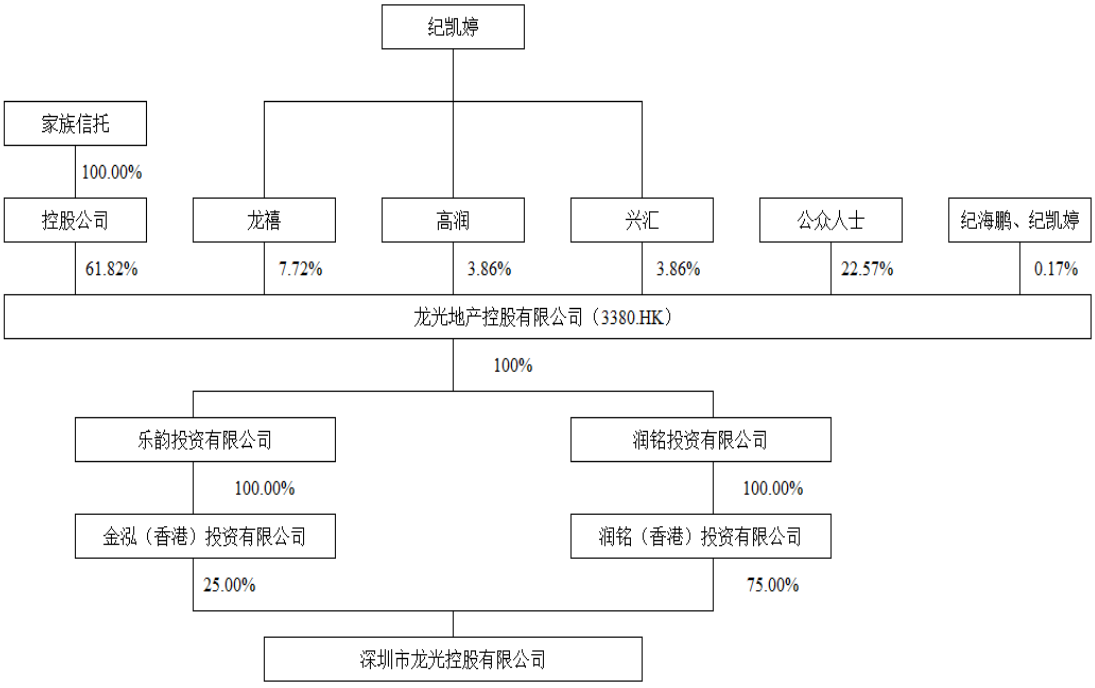
联合信用评级有限公司

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。

公司是龙光地产控股有限公司（以下简称“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。截至 2019 年底，公司注册资本 4.43 亿元；龙光地产通过润铭（香港）投资有限公司和金泓（香港）投资有限公司间接持有公司股权，占公司注册资本的比例为 100%，系公司的控股股东；而纪海鹏先生和纪凯婷女士通过家族信托实际控制龙光地产，系公司的实际控制人。公司股权结构如下图所示。截至 2019 年底，公司控股股东所持公司股份不存在被质押、冻结或权属纠纷的情况。

图 1　截至 2019 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 2019 年底，公司内设投资发展中心、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、财务管理中心等多个部门。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 164 家；在职员工合计 369 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,834.58 亿元，负债合计 1,427.88 亿元，所有者权益（含少数股东权益）406.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益 319.56 亿元。2019 年，公司实现营业收入 557.94 亿元，净利润（含少数股东损益）115.96 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 113.25

亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.66 亿元，现金及现金等价物净增加额 85.31 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。2015 年 8 月 19 日，公司发行了“15 龙光 01”，发行规模 40 亿元，发行时票面利率为 5.00%，发行期限为 5 年。截止 2019 年 12 月 31 日，“15 龙光 01”债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。“15 龙光 01”债券专项账户的管理以及余额管理的事项与募集说明书的相关承诺一致。2019 年 8 月 19 日，“15 龙光 01”已支付前一计息期间 2018 年 8 月 19 日至 2019 年 8 月 18 日的债券利息。

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。2016 年 10 月 21 日，公司发行了“16 龙控 02”，发行规模 14 亿元，发行时票面利率为 3.4%，发行期限为 5 年。截止 2019 年 12 月 31 日，“16 龙控 02”债券募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。“16 龙控 02”债券专项账户的管理以及余额管理的事项与募集说明书的相关承诺一致。2019 年 10 月 21 日，“16 龙控 02”已支付 2018 年 10 月 21 日至 2019 年 10 月 21 日的债券利息。

三、行业分析

1. 行业概况

2019 年，房地产开发投资在二季度后虽在高位但已呈现下降趋势，房企拿地更趋理性，土地溢价率继续走低；一季度房企融资环境有所回暖，但二季度再次收紧；全年房地产销售面积虽负增长，但仍保持一定韧性，销售价格的稳定增长带动销售额再创新高，行业竞争激烈。

开发投资方面，2019 年，全国房地产开发投资 132,194.26 亿元，同比增长 9.90%，增速较上年上升 0.40 个百分点，总体仍维持高位，但从 2019 年 4 月开始已连续 8 个月下降，主要系土地购置费进一步降速所致。

土地供应方面，2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二城市土地市场交易活跃，土地成交楼面均价和出让金总额增长明显，整体溢价率较上年基本持平。分城市来看，一线城市供求同比双涨，但楼面均价有所下滑，溢价率同比变化不大；二线城市供求小幅上涨，土地出让金总额和楼面均价分别同比增长 28%和 18%，溢价率较上年同期增加 1 个百分点；三四线城市供求、溢价率均出现一定程度下滑，土地出让金和楼面均价继续走高。

开发资金来源方面，2019 年一季度，受益于多项稳经济、宽信用政策发力，房地产行业融资环境有所改善。2019 年 4 月开始，随着金融机构违规放款给房地产市场的事件频出，以及土地市场上高溢价地块的多次出现，房地产开发企业的融资环境开始有所收紧；2019 年 5 月以来，监管层收紧房地产开发贷款、信托借款和海外美元债等房地产开发企业重要融资渠道，融资端政策超预期收紧。2019 年，房地产开发企业到位资金 178,608.59 亿元，同比增长 7.60%，增速较上年提高 1.20 个百分点。其中国内贷款资金同比增长 5.10%，自 2019 年 8 月以来继续回落，在融资监管趋严预期下增速有收窄迹象；自筹资金同比增长 4.20%，继续低位运行；定金及预收款和个人按揭贷款分别同比增长 10.70%和 15.10%，增速较前 11 月有所回升。

市场供需方面，2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.1%，较上年下降 1.4 个百分点，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈微幅负增长；全国房地产销售金额 159,725.12 亿元，同比增长 6.50%，增速较上年同期回落 5.70 个百分点，销售额在售价逐渐走高的基础上，仍保持一定增长。2019 年，房地产开发企业房屋施工面积 893,820.89 万平方米，同比增长 8.70%，增速较上年增长 3.50 个百分点，主要系房企为加快资金回笼，加快施工速度所致；房屋竣工面积 95,941.53 万平方米，同比增长 2.60%。整体看，2019 年房地产市场销售下行压力中韧性前行。

销售价格方面，2019 年，百城住宅价格指数上涨 3.34%，涨幅较上年同期收窄 1.75 个百分点，百城住宅价格指数同比增速自 2017 年 3 月以来继续收窄。其中，一线城市住宅价格指数增速自 2018 年末触底回升，2019 年末价格上涨 0.71%，较上年同期扩大 0.31 个百分点；二、三线城市住宅价格指数增速继续下探，二线城市 2019 年末价格指数同比收窄 2.84 个百分点，三四线代表城市 2019 年末价格指数同比收窄 4.11 个百分点。

行业竞争方面，2019 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比均较 2018 年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。据 CRIC 统计的 2019 年房地产开发企业销售额情况，碧桂园、万科地产、中国恒大和融创中国全口径销售额均步入 5,000 亿元，其中碧桂园销售额超过 7,000 亿元；保利发展、绿地控股、中海地产迈入 3,000 亿元门槛；新城控股、世茂房地产、华润置地、龙湖集团、招商蛇口、阳光城、金地集团、旭辉集团进入 2,000 亿元阵营，另有 19 家房地产开发企业销售额过千亿，再次呈现强者恒强局面。

2. 行业政策

2019年，中央继续坚持房住不炒、因城施策思路，推进房地产长效调控机制，确保房地产市场平稳发展；2020年一季度，中央再次强调房住不炒，地方因城施策较灵活。

2019年3月5日，李克强总理在《政府工作报告》中对房地产相关表述主要有两处：一是“更好解决群众住房问题，落实城市主体责任，改革完善住房市场体系和保障体系，促进房地产市场平稳健康发展。继续推进保障性住房建设和城镇棚户区改造，保障困难群体基本居住需求”；二是“健全地方税体系，稳步推进房地产税立法”。针对2019年一季度部分城市房地产市场出现过热苗头，中央政治局在4月和7月的政治局会议上重申“房住不炒”，并首次提出“不将房地产作为短期刺激经济的手段”。银保监会接连在2019年5月和8月下发相应文件，对房地产融资进行控制；2019年12月，中央经济工作会议重申“房住不炒”基调。房住不炒和因城施策仍是主基调，各地政府应根据情况稳定当地房地产市场，确保房地产市场平稳健康发展。

2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月16日，财政部部长在《积极的财政政策要大力提质增效》一文中称，坚持“房住不炒”的定位，落实房地产长效管理机制，深入开展中央财政支持住房租赁市场发展试点、城镇老旧小区改造等工作，推动完善基本住房保障体系。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行。同时，为了解决用地问题，国务院于2020年3月12日印发《关于授权和委托用地审批权的决定》，将土地审批权下放，赋予省级地方政府更多的自主权，使其能够因地制宜，自主调整土地利用空间布局。但国家并未对建设用地规模进行松绑，仍将从严从紧控制建设用地总规模。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、

降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

3. 行业关注

房地产行业债务水平较高，房地产开发企业融资渠道整体趋严，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，房地产开发企业融资环境明显改善，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，对房地产开发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开发企业存续债务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。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年两会及4月、7月的政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房地产开发企业面临被整合风险

随着资源逐步向大型房地产开发企业集中，中小房地产开发企业面临较大的经营压力，面临被大型房地产开发企业收购整合风险。实力突出的大型房地产开发企业，相继在长三角、粤港澳大湾区等热点区域以收购、合作两种主要方式进行项目扩充，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，行业销售面临下滑压力

受新冠疫情和经济增速放缓等因素影响，房地产行业销售和回款承压，行业业绩下行风险加大，行业的整体流动性风险在提高。

4. 行业发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

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。

四、管理分析

公司高管及核心管理人员变动属正常现象，整体管理运作正常。

2020 年 3 月，公司根据《公司法》及其公司章程规定的议事方式和表决程序，决定公司监事由肖丹变更为张倍源。本次人事变动已于 2020 年 3 月 4 日完成工商变更登记。

张倍源先生，1984 年出生，于 2007 年加入公司，现担任公司监事及总裁办公室副总经理。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司营业收入与净利润延续较快增长态势，但收入结构有所变动，一级土地开发收入和建筑工程及装饰收入占比有所提升；公司综合毛利率较高但有所下降，未来受市场波动及行业竞争等因素影响毛利率或将承压。

公司主营商品房开发和销售，属于房地产开发企业。公司房地产销售状况良好，经营规模整体持续扩大，2019 年，公司实现营业收入 557.94 亿元，同比增长 25.47%，主要系建筑工程收入增长所致。2019 年，公司实现净利润 115.96 亿元，同比增长 21.77%，其中归属于母公司所有者的净利润 113.25 亿元。

从公司营业收入的构成来看，近年来商品房开发销售为其主要收入来源，占营业收入比重最高。2018－2019 年，公司商品房销售收入分别为 377.38 亿元和 376.40 亿元。公司建筑工程及装饰收入主要系为联合营企业建造项目并提供装饰服务、以及向置业者提供室内装修服务收入，近两年该板块收入占比分别为 11.01%和 22.66%，收入快速增长主要系公司新开工联合营项目增多导致对联合营公司及关联方的建设工程收入增加所致。2018－2019 年，公司分别确认一级土地开发收入 10.67 亿元和 49.00 亿元，其中 2018 年，主要来源于佛山禅城区一级土地整理开发项目政府收储的补偿款，2019 年主要来源于深圳南山区旧改项目出售。公司租金收入和其他收入在营业收入中占比不大，对营业收入影响较小。

表 1　2017－2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	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	376.40	67.46	28.64
一级土地开发	--	--	--	10.67	2.40	60.82	49.00	8.78	61.18
租金收入	0.87	0.32	100.00	0.91	0.20	84.62	1.26	0.23	80.95
建筑工程收入	12.69	4.68	13.48	48.95	11.01	9.21	126.44	22.66	24.30
其他	2.37	0.87	47.26	6.76	1.52	57.40	4.84	0.87	95.66
合计	**271.05**	**100.00**	**35.17**	**444.67**	**100.00**	**33.53**	**557.94**	**100.00**	**31.21**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019 年，受结转项目毛利率下降影响，公司商品房销售毛利率下降至 28.64%。2019 年，公司建筑工程毛利率同比提升 15.09 个百分点至 24.30%，主要系装修服务收入占比提升所致。一级土地开发业务毛利率维持平稳，近两年该业务毛利率分别为 60.82%和 61.18%。综上，2019 年，公司综合毛利率为 31.21%，同比下降 2.32 个百分点。

2. 土地储备

公司深耕粤港澳大湾区以及南宁、汕头等区域，项目储备充足，可满足较长时间的销售需求。受益于多元化的土地获取渠道和对土地市场周期节点的良好把握，公司土地成本较低，整体土地储备的情况较好，为公司未来盈利能力奠定良好基础。此外，公司积极通过收并购及城市更新项目拓展土地储备，未来城市更新项目有望成为公司新的利润增长点。但近期公司新获取部分位于广深项目总价和单价均较高，若未来行业进入下行阶段，公司经营风险将加大。

公司深耕粤港澳大湾区以及南宁、汕头等区域，并于 2018 年起开始布局环上海都市圈。项目获取方式上，除了在招拍挂市场上获取土地之外，公司凭借在大湾区较高品牌知名度和资源信息优势，

积极通过合作开发、收并购或城市更新等多元化渠道获取项目储备。产品定位上以聚焦于“刚需”“首改”的主流人群的住宅开发为主。

从公开市场招拍挂拿地情况看，2019 年，公司通过公开市场招拍挂形式新拓展项目储备 31 个，新增土地储备建筑面积 666.78 万平方米；新增土地平均成本为 5,285 元/平方米，新增土地平均成本同比上升主要系当期于深圳新获取一块土地单价和占总地价的比重较高所致。进入 2020 年以来，公司在招拍挂市场保持较为积极参与度，但新获取部分位于广深项目总价和单价均较高，若未来行业进入下行阶段，公司经营风险将加大。

表 2　公司通过招拍挂拿地情况（单位：个、万平方米、元/平方米、亿元）

指标	2017 年	2018 年	2019 年
新拓展项目	17	32	31
新增土地储备建筑面积	483.68	747.39	666.78
新增土地平均成本	3,697.00	3,788.00	5,285.00
地价总额	132.00	283.14	352.36

注：表中数据为全口径
资料来源：公司提供

除了在招拍挂市场上获取土地之外，公司积极以多元化方式增加优质土地储备。凭借在大湾区较高品牌知名度和资源信息优势，公司积极通过收并购及城市更新项目拓展土地储备。截至 2019 年底，公司城市更新业务布局 10 个城市，项目约 95%布局在大湾区；未来，城市更新项目有望成为公司新的利润增长点。

从存量土地储备来看，截至 2019 年底，公司土地储备总建筑面积为 2,969.45 万平方米，项目储备充足，保障未来供货。其中，通过公开市场招拍挂获取的土地储备建筑面积 1,926.90 万平方米，通过收并购或城市更新途径获取的土地储备建筑面积合计 1,042.55 万平方米。从区域分布看，主要集中在粤港澳大湾区、南宁及周边区域、汕头及周边区域。从土地储备成本来看，截至 2019 年底，公司平均土地成本约 3,709 元/平方米；受益于多元化的土地获取渠道和对土地市场周期节点的良好把握，公司整体土地成本较低。整体看公司土地储备成本较低，土地储备充足，为公司未来盈利能力奠定良好基础。

表 3　截至 2019 年底公司土地储备情况（单位：万平方米、%）

区域	建筑面积	占比
惠州	618.39	20.83
南宁	455.24	15.33
佛山	311.53	10.49
肇庆	266.09	8.96
河源	229.97	7.74
汕头	145.06	4.89
珠海	133.82	4.51
潮州	130.33	4.39
深圳	103.03	3.47
中山	77.95	2.63
嘉兴	67.47	2.27
阳江	63.30	2.13
柳州	52.84	1.78
桂林	52.02	1.75

陵水	48.23	1.62
东莞	46.09	1.55
眉山	37.84	1.27
江门	33.18	1.12
成都	30.57	1.03
北海	22.89	0.77
广州	16.74	0.56
汕尾	13.57	0.46
清远	7.32	0.25
苏州	3.29	0.11
海口	2.69	0.09
合计	**2,969.45**	**100.00**

注：公司土地储备口径为已确权权益未售建筑面积，包括联合营项目
资料来源：公司提供

3. 项目开发情况

2019 年，公司保持较大规模项目开发建设力度，新开工面积和竣工面积大幅增长；公司在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

从项目开发节奏来看，2019 年，公司保持较大规模项目开发建设力度，实现新开工面积 1,175 万平方米，同比增长 26.62%。2019 年，公司竣工面积 543 万平方米，同比提升 113.78%。截至 2019 年底，公司期末在建面积达 2,030 万平方米。

表4 2017－2019年公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新开工面积	487	928	1,175
竣工面积	241	254	543
期末在建面积	724	1,398	2,030

注：表中数据包含联合营项目，均按全口径计算
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司在建、拟建项目数量合计 120 个，总建筑面积 2,795.04 万平方米；公司在建项目规模较大，为后续收入来源提供了保障，但也带来了较大的开发建设支出压力。

4. 房产销售情况

2019 年，公司签约销售面积和金额保持较快增长态势；公司签约销售主要集中于粤港澳大湾区、汕头及广西南宁等区域，在售项目整体去化水平良好。

公司采用以自主销售为主，代理销售为辅的销售模式。公司设有专责的营销管理团队。公司总部的营销管理中心负责制定营销及销售策略、进行市场研究、管理整个销售流程、管理客户关系以及向销售代理提供销售指引。公司专职营销管理团队协助实现营销目标及策略，同时维持各项目的销售策略的灵活性。营销部在物业发展项目的初期即已参与其中，以确保营销策略得以成功执行；收购新项目所需土地后，营销管理中心连同相关地区办事处就土地进行客户、营销及定位研究，同时编制详细的项目市场定位报告。在规划及设计过程中，营销部提供意见以供考虑。营销部通常亦负责通过规划、设计及营运向客户展示产品的现场项目展销中心，以及透过规划和执行利用各种媒体渠道的综合项目营销及促销计划，以推动客户需求及项目销售。产品定价方面，公司在房地产项

目定价时，通常在成本和目标利润的基础上，综合考虑宏观与微观两个方面的因素进行市场定价。

从公司项目销售情况看，2019 年，公司实现签约销售面积 621.34 万平方米，同比增长 62.96%；实现签约销售金额 843.28 亿元，同比增长 30.53%；签约销售均价方面，2019 年，公司签约销售均价为 13,572 元/平方米，同比下降 19.90%主要系销售均价较低的南宁等城市销售占比提升所致。

表 5　公司 2017－2019 年房产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售面积	209.11	381.29	621.34
签约销售金额	411.68	646.03	843.28
签约销售均价	19,687	16,943	13,572
结转收入面积	222.99	187.84	296.92
结转收入	255.12	377.38	376.40

注：签约销售数据为全口径
资料来源：公司提供

从销售区域分布来看，公司签约销售主要集中于粤港澳大湾区、汕头及南宁等区域；其中2019年，公司签约销售额占比前五大城市为南宁、佛山、深圳、惠州和汕头，占当期签约销售金额的比重分别为24.08%、15.08%、14.10%、12.23%和5.67%。

从项目去化情况看，截至2019年底，公司在售/可售项目126个，已推盘面积累计去化率86%，整体去化水平良好。

5. 其他业务

公司建筑工程板块业务规模快速增长，占营业收入的比重有所提升；2018 年以来公司新增一级土地开发收入，成为公司收入和毛利润来源的重要补充；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。

（1）建筑工程

公司及其子公司拥有房屋建筑工程施工总承包壹级、市政公用工程总承包贰级、建筑装修装饰工程专业承包贰级、机电设备安装工程专业承包三级等。建筑工程收入系为集团公司及其联合营企业建造项目并提供装饰服务，以及向置业者提供室内装修服务。公司承建施工项目后，进行具体的工程施工工作，包括工程设计、勘探、采购材料和设备、施工管理等大量具体工作，盈利模式为成本加一定合理的利润。2018－2019 年，公司建筑工程及装饰收入分别为 48.95 亿元和 126.44 亿元，其中 2019 年增长较快主要系公司新开工联合营项目增多导致对联合营公司及关联方的建设工程收入增加所致；占营业收入的比重分别为 11.01%和 22.66%。

（2）城市更新

在土地招拍挂市场竞争日趋激烈和土地一级市场价格高企的情况下，公司积极通过城市更新项目拓展土地储备，控制土地成本。公司拥有城市更新专业团队，在粤港澳大湾区深耕多年，熟悉粤港澳大湾区地方商圈资源和渠道，深度了解大湾区地方政策，产业和人口的城市规划，在城市更新领域具有资源和信息优势。

运作模式上，对于不需进行收储程序的项目，以市场化自主改造为主，采取“一二级联动”或通过股权转让退出等形式。对于需要进行收储程序的项目，公司以提供前期的土地整理服务为主，所整理土地是否后续摘地进行二级开发视招拍挂情况而定。2019 年，公司实现一级土地开发收入 49.00 亿元，主要来自深圳南山区城市更新项目出售。

（3）物业租赁

经营性物业方面，公司经营性物业主要为写字楼和商铺，公司近两年租金收入分别为 0.91 亿元和 1.26 亿元。公司经营性物业出租率保持和租金收入比较稳定，公司主要经营性物业如下。

表 6　2017－2019 年公司主要经营性物业情况（单位：平方米、万元、%）

经营性物业项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	出租面积	租金收入	出租率	出租面积	租金收入	出租率	出租面积	租金收入	出租率
深圳世纪大厦写字楼	34,812	6,952	98	35,693	7,076	99	39,564	5,245	94
龙光城商业中心	--	--	--	--	--	--	34,305	2,113	87
深圳天悦龙庭商铺	6,515	607	100	6,515	717	100	6,515	714	100
深圳玖龙玺商业	--	--	--	3,664	284	74	5,466	746	96
南宁普罗旺斯二期商铺	7,941	185	100	7,941	181	100	7,941	246	100
南宁水悦龙湾商铺	10,684	340	94	14,157	399	90	12,163	472	88
合计	**59,952**	**8,084**	--	**67,970**	**8,657**	--	**105,954**	**9,536**	--

资料来源：公司提供

6. 经营关注

（1）公司业务布局中广东省各市区占比较高，广东省经济发展及房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响；公司部分项目位于汕头等粤港澳大湾区外延区域，需关注区域市场需求情况及项目去化速度。

（2）公司在建项目较多，规模较大，面临较大的开发建设支出压力，且公司城市更新项目孵化期亦需较大资金投入，公司面临较大资金需求。

（3）随着公司在建项目的增多、区域布局的拓展，项目管理、资金管理难度相应加大，对公司项目运营管理能力提出更高的要求。

7. 未来发展

公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

公司预期未来中国房地产市场将维持平稳发展，商品房市场集中度将进一步提升，人口和产业将继续向中国三大都市圈集中。基于优质的土储和强大的执行力，未来，公司将继续坚持深耕大湾区，扩大区内主要城市的市场占有率和盈利规模。此外，随着房地产行业未来将进入加速整合期，行业将出现大量并购的机会。凭借于房地产行业丰富的运营经验，公司将积极把握土地收购机遇，同时寻求更多并购目标，多元化增加优质土地储备，以最低的成本锁定更多高回报项目。公司将加快销售，同时继续全面提升项目的产品力，继续坚持质量成就品牌的理念，不断增强市场竞争力及渗透率，进一步提升公司的品牌形象，巩固公司于粤港澳大湾区的领导地位。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2019 年度的财务报表已经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计报告。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。从合并范围变动情况来看，2019 年，公司合并范围内新增 48 家子公司，减少 6 家子公司。公司合并范围有一定变化，但考虑公司主营业务连续，公司财务数据可比性仍属较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,834.58 亿元，负债合计 1,427.88 亿元，所有者权益（含少

数股东权益）406.70 亿元，其中归属于母公司所有者权益 319.56 亿元。2019 年，公司实现营业收入 557.94 亿元，净利润（含少数股东损益）115.96 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 113.25 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.66 亿元，现金及现金等价物净增加额 85.31 亿元。

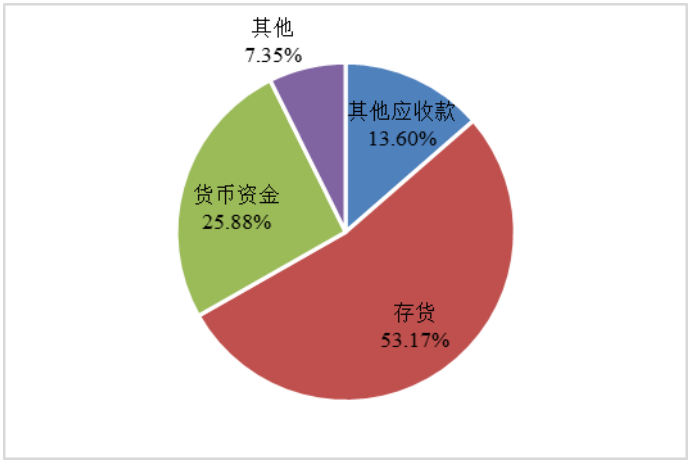
2．资产质量

随着业务规模扩张，公司资产规模保持较快增长态势；公司资产规模较大，货币资金充裕，资产受限程度一般，整体资产质量良好。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1,834.58 亿元，较年初增长 17.59%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占 79.86%，非流动资产占 20.14%，公司资产以流动资产为主。

截至2019年底，公司流动资产1,465.01亿元，较年初增长13.89%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占25.88%）、其他应收款（占13.60%）和存货（占53.17%）构成。

图 2　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司货币资金 379.11 亿元，较年初增长 14.25%，主要系销售回款增加所致；货币资金中银行存款 322.92 亿元（占 85.18%），其他货币资金 56.08 亿元（占 14.79%）；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。

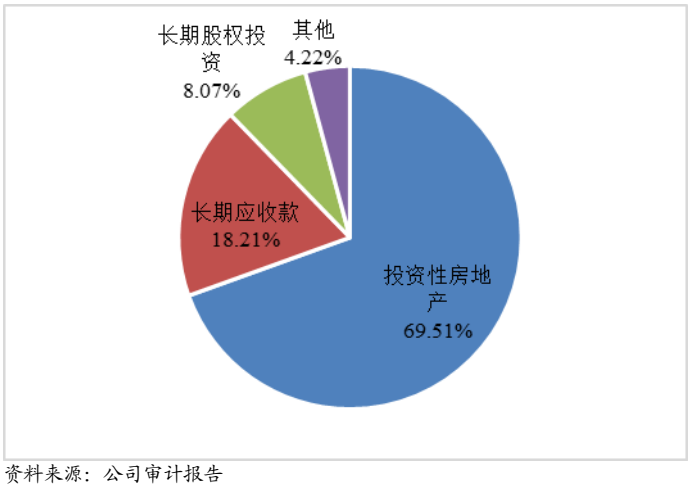
截至 2019 年底，公司其他应收款 199.21 亿元，较年初下降 47.64%，主要系应收联合营款项下降所致；其他应收款账期一年以内的占 98.23%，主要为应收联合营公司往来款（占 61.40%）。公司未对其他应收款计提坏账准备，考虑欠款性质，公司其他应收款回款风险较低，但对公司资金形成一定的占用。

截至 2019 年底，公司存货为 778.99 亿元，较年初增长 66.60%，主要系加大拿地规模以及在建项目投入增加所致。公司存货主要由在建开发产品（占 77.12%）和已完工开发产品（占 17.67%）构成；已完工开发产品中占比前五大项目分别为惠州龙光城（占比 24.39%，主要为车位以及别墅）、深圳玖钻（占比 16.33%，主要为车位及写字楼）、南宁龙光世纪（占比 6.80%，主要为车位及写字楼）、深圳玖龙玺（占比 4.66%，主要为车位）和潮州阳光水岸（占比 3.92%，主要为车位和部分尾货）。公司存货未计提减值准备。考虑到其项目所处区域房地产景气度高，销售情况较好，且楼面地价较低，存货减值风险一般。

截至 2019 年底，公司非流动资产 369.58 亿元，较年初增长 34.99%，主要系投资性房地产和长期股权投资增长所致。非流动资产以长期应收款（占 18.21%）、长期股权投资（占 8.07%）和投资性

房地产（占 69.51%）为主。

图 3　截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年底，公司长期应收款 67.30 亿元，较年初减少 19.71%，主要系联合营企业借款规模有所减少所致；长期应收款全部为应收联营企业款项。

截至 2019 年底，公司长期股权投资 29.82 亿元，较年初增长 239.99%，主要系对联营企业投资增多所致。

截至 2019 年底，公司投资性房地产 256.88 亿元，较年初增长 47.18%，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及南宁等地的商业物业项目，2019 年，公司租金收入 1.26 亿元，约占期末投资性房地产公允价值的 0.49%，受已竣工及运营中项目占比较低影响租金收入对投资性房地产评估值匹配性较弱；投资性房地产公允价值变动受国家宏观经济形势、房地产政策等影响较大，存在一定的估值波动风险。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 202.30 亿元。其中，货币资金 56.08 亿元（占货币资金的 14.79%），存货 122.91 亿元（占存货的 15.78%），投资性房地产 23.30 亿元（占投资性房地产的 9.07%）；受限资产占总资产的比例为 11.03%，整体受限比例一般。

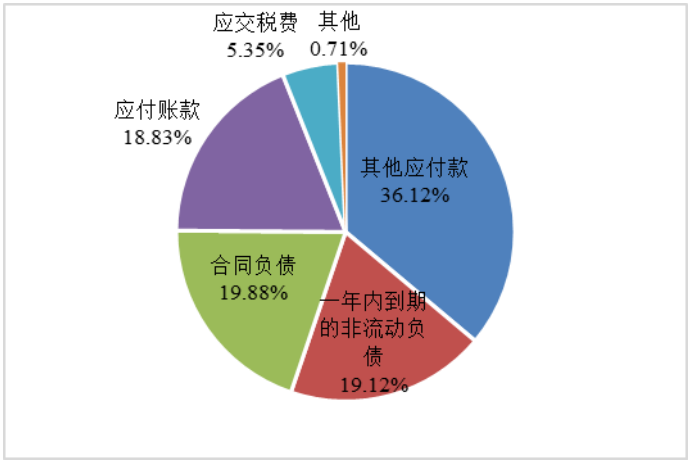
3．负债及所有者权益

公司负债结构以流动负债为主，债务负担处于可控水平；但公司短期债务规模较大，公司债务结构有待改善。

截至 2019 年底，公司负债合计 1,427.88 亿元，较年初增长 18.19%，主要系流动负债增长所致。负债构成中，流动负债占比 86.51%，非流动负债占比 13.49%。

截至2019年底，公司流动负债1,235.21亿元，较年初增长25.06%，主要系一年内到期的非流动负债和应付账款增加所致；流动负债主要由应付账款（占比18.83%）、应交税费（占比5.35%）、其他应付款（占比36.12%）、合同负债（占比19.88%）和一年内到期的非流动负债（占比19.12%）构成。

图 4　截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司应付账款232.54亿元，较年初增长70.43%，主要系应付保理公司款项增多所致；应付账款主要由应付及预提成本构成，主要系按照工程完工进度计提的工程款。

截至 2019 年底，公司应交税费 66.09 亿元，较年初增长 12.49%，主要系土地增值税和企业所得税增加所致。

截至2019年底，公司其他应付款446.22亿元，较年初减少3.08%，主要系应付联合营企业款项下降所致；其中应付利息占比1.43%，应付股利占比0.38%，应付关联方占比39.30%，应付联合营企业占比3.55%，应付第三方占比55.34%。

截至2019年底，公司合同负债245.52亿元，较年初增长38.18%，主要系预收房屋销售款增长所致。

截至2019年底，公司一年内到期的非流动负债236.14亿元，较年初增长57.46%，主要系一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。

截至2019年底，公司非流动负债192.67亿元，较年初减少12.61%，主要系应付债券减少所致；非流动负债由长期借款（占35.08%）、应付债券（占43.50%）和递延所得税负债（占21.41%）构成。

截至2019年底，公司长期借款67.59亿元，较年初增长5.32%，主要系新增借款所致；其中抵押借款占53.37%，保证借款占26.10%，质押借款占20.53%。

截至2019年底，公司应付债券较年初下降35.42%，主要系部分债券重分类至一年内到期的非流动负债所致。截至2020年5月底，公司存续公司债券如下所示。

表 7　截至 2020 年 5 月底公司存续公司债券明细（单位：亿元）

债券名称	发行规模	当前余额	起息日期	到期日期	下一回售行权日
15龙光01	40.00	39.90	2015-08-19	2020-08-19	--
16龙控01	30.00	19.72	2016-07-25	2021-07-25	--
16龙控02	14.00	14.00	2016-10-21	2021-10-21	--
18龙控01	20.00	7.10	2018-02-01	2022-02-01	--
18龙控02	20.00	18.26	2018-03-22	2022-03-22	--
18龙控05	24.90	24.90	2018-11-20	2022-11-20	2020-11-20
18龙控06	10.00	10.00	2018-12-07	2022-12-07	2020-12-07
19龙控01	15.10	15.10	2019-03-19	2024-03-19	2022-03-19
19龙控02	5.00	5.00	2019-08-05	2024-08-05	2022-08-05
19龙控03	10.00	10.00	2019-08-05	2023-08-05	2021-08-05

19龙控04	20.00	20.00	2019-11-18	2024-11-18	2022-11-18
20龙控01	10.00	10.00	2020-01-08	2025-01-08	2023-01-08
20龙控02	15.00	15.00	2020-04-16	2024-04-16	2022-04-16
合计	**234.00**	**208.98**	--	--	--

资料来源：Wind，联合评级整理

截至2019年底，公司递延所得税负债41.25亿元，较年初增加55.74%，主要系收购子公司的评估增值以及公允价值变动导致应纳税暂时性差异增加所致。

截至2019年底，公司全部债务394.91亿元，较年初增长13.91%。其中，短期债务占61.66%，长期债务占38.34%，以短期债务为主。截至2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.83%、49.26%和27.13%，较年初分别提高0.39个百分点、下降0.36个百分点和下降8.40个百分点。从全部债务期限结构看，公司短期债务规模和占比较高，债务结构有待改善。

表 8　截至 2019 年底公司全部债务期限分布情况（单位：亿元）

时间	假设债券不回售					
	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	长期借款	应付债券	债务合计
1 年内	6.70	0.66	151.24	--	--	**158.60**
1~2 年	--	--	--	55.49	33.72	**89.21**
2~3 年	--	--	--	4.00	84.90	**88.90**
3~4 年	--	--	--	8.10	10.00	**18.10**
4~5 年	--	--	--	--	40.10	**40.10**
合计	**6.70**	**0.66**	**151.24**	**67.59**	**168.72**	**394.91**
时间	**假设债券回售**					
	短期借款	**应付票据**	**一年内到期的非流动负债**	**长期借款**	**应付债券**	**债务合计**
1 年内	6.70	0.66	236.14	--	--	**243.50**
1~2 年	--	--	--	55.49	43.72	**99.21**
2~3 年	--	--	--	4.00	40.10	**44.10**
3~4 年	--	--	--	8.10	--	**8.10**
4~5 年	--	--	--	--	--	--
合计	**6.70**	**0.66**	**236.14**	**67.59**	**83.82**	**394.91**

资料来源：公司提供

2019年，公司所有者权益保持增长，但权益中未分配利润占比很高，权益稳定性弱。

截至2019年底，公司所有者权益406.70亿元，较年初增长15.55%，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319.56亿元（占比78.57%）。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占比1.39%、未分配利润占比98.61%，未分配利润占比很高，所有者权益稳定性弱。

4．盈利能力

2019 年，公司营业收入与净利润延续较快增长态势；公允价值变动收益对公司盈利有一定影响；公司整体盈利能力很强。

2019 年，公司实现营业收入 557.94 亿元，同比增长 25.47%，主要系建筑工程收入增长所致。2019 年，公司实现净利润 115.96 亿元，同比增长 21.77%，其中归属于母公司所有者的净利润 113.25 亿元。

期间费用方面，2019年，公司期间费用22.39亿元，同比增长8.59%，主要系管理费用增长所致；其中销售费用12.02亿元（占53.68%），管理费用11.14亿元（占49.77%），财务费用-0.77亿元（其中利息支出1.88亿元，利息收入3.02亿元）。2019年，公司销售费用和管理费用分别同比增长2.52%和56.28%，主要系经营规模扩大所致。2019年，公司财务费用-0.77亿元，财务费用为负主要系利息资本化所致。

从利润构成看，2018－2019 年，公司公允价值变动收益分别为 18.40 亿元和 16.61 亿元，主要系采用公允价值模式进行后续计量的投资性房地产公允价值变动产生的损益；公允价值变动收益占公司营业利润比例分别为 14.52%和 10.42%，公允价值变动收益对公司盈利有一定影响。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 28.79%，同比下降 0.27 个百分点，变化不大。2019 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 15.71%、9.49%和 30.57%，同比分别提高 0.39 个百分点、下降 0.56 个百分点和提高 0.41 个百分点。与同行业其他主要上市公司比较，公司盈利能力很强。

表 9　房地产开发类上市公司 2019 年盈利指标（单位：%）

股票简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
中国奥园	29.73	31.23	4.72
佳兆业集团	28.80	19.40	4.11
时代中国控股	29.31	28.93	7.82
富力地产	32.78	13.29	5.91
龙光控股	**31.21**	**30.57**	**9.49**

注：上市公司数据引自 Wind，公司数据由联合评级根据公司审计报告计算
资料来源：Wind

5．现金流

公司经营活动现金流保持净流入；受合作开发往来款和对外投资减少等因素影响，公司投资活动现金流转为净流入；考虑到公司在建项目规模较大且债务结构有待优化，未来公司筹资需求较大。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入549.47亿元，较上年增长13.06%，主要系销售回款增长所致；经营活动现金流出544.80亿元，较上年增长63.78%，主要系购买土地和项目开发支出增加所致。2019年，公司经营活动产生的现金流量净额4.66亿元，持续净流入，但净流入规模大幅减少。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入214.50亿元，较上年增长100.55%；其中收到其他与投资活动有关的现金212.64亿元，主要为收到的联合营项目销售回款、收回联合营公司开发往来款等。2019年，公司投资活动现金流出123.63亿元，同比减少42.59%，主要系投资支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金减少所致。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额90.87亿元，由净流出转为净流入。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入171.47亿元，较上年下降39.96%，主要系取得借款收到的现金减少所致；筹资活动现金流出181.69亿元，较上年下降31.89%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。2019年，公司筹资活动现金净流出10.22亿元，由净流入转为净流出。

6．偿债能力

公司偿债能力指标很强，间接融资渠道畅通；随着公司项目储备及在建项目的持续推进，未来销售回款情况有望保持良好，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2018－2019年，公司流动比率分别为1.30倍和1.19倍，2019年下降主要系应付账款、一年内到期的非流动负债等增长较快所致；速动比率分别为0.83倍和0.56倍，2019年下降主要系其他应收款和预付款项减少所致；现金短期债务比分别为2.17倍和1.56倍，公司现金对短期债务的覆盖程度很强。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为163.42亿元，同比增长26.30%，主要系利润总额增长所致；EBITDA构成中，利润总额占比97.46%，EBITDA以利润总额为主。2018－2019年，EBITDA利息倍数分别为5.78倍和4.92倍，EBITDA对利息支出的保障程度处于较高水平。2018－2019年，EBITDA全部债务比分别为0.37倍和0.41倍，EBITDA对全部债务的保障程度处于较高水平。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至2019年底，公司已经获得银行授信额度合计697.00亿元人民币，已使用的各类授信额度总额为278.74亿元人民币，间接融资渠道畅通。

截至2019年底，公司对为商品房承购人提供抵押贷款担保322.75亿元，占2019年末净资产的79.36%；对关联方担保金额11.01亿元，占2019年末净资产的2.71%，公司存在一定的或有负债风险。

截至2020年3月底，公司无涉案金额逾1,000万元的重大未决诉讼。

根据公司提供的企业信用报告，截至2020年5月8日，公司无未结清不良或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

7．母公司财务分析

公司母公司资产以其他应收款为主，负债以其他应付款为主，所有者权益中未分配利润占比高；母公司收入规模较小，以投资收益为主。

截至2019年底，公司母公司资产总计896.28亿元，较年初减少4.25%，主要系货币资金和长期应收款减少所致；其中流动资产占比91.96%，非流动资产占比8.04%，流动资产占比较高。母公司资产主要由其他应收款（占88.82%）和长期应收款（占6.93%）构成。

截至2019年底，公司母公司负债规模794.41亿元，较年初减少2.89%；其中流动负债占比88.86%，非流动负债占比11.14%，以流动负债为主。母公司负债主要由其他应付款（占72.51%）、一年内到期的非流动负债（占16.34%）和应付债券（占10.55%）构成。

截至2019年底，公司母公司所有者权益为101.87亿元，较年初减少13.69%，主要系未分配利润减少所致；其中实收资本占4.35%，资本公积占0.93%，盈余公积占2.17%，未分配利润占92.54%。

2019年，公司母公司实现营业收入3.12亿元，同比增长103.69%；实现净利润34.84亿元，同比增长17.47%，母公司利润以投资收益为主。

2019年，公司母公司实现经营活动产生的现金流量净额26.41亿元，投资获得产生的现金流量净额-50.47亿元，筹资活动产生的现金流量净额7.11亿元。

七、公司债券偿债能力分析

截至2019年底，公司现金类资产379.11亿元，约为“15龙光01”和“16龙控02”待偿本金合计（53.90亿元）的7.03倍，公司现金类资产对“15龙光01”和“16龙控02”的覆盖程度较高。截至2019年底，公司净资产406.70亿元，约为“15龙光01”和“16龙控02”待偿本金合计（53.90

亿元）的 7.55 倍，净资产对“15 龙光 01”和“16 龙控 02”的覆盖程度较高。

2019 年，公司 EBITDA 为 163.42 亿元，约为“15 龙光 01”和“16 龙控 02”待偿本金合计（53.90 亿元）的 3.03 倍，公司 EBITDA 对“15 龙光 01”和“16 龙控 02”的覆盖程度较高。

2019 年，公司经营活动产生的现金流入 549.47 亿元，约为“15 龙光 01”和“16 龙控 02”待偿本金合计（53.90 亿元）的 10.19 倍，公司经营活动现金流入量对“15 龙光 01”和“16 龙控 02”的债券待偿本金覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为深耕粤港澳大湾区的具备较强综合实力的房地产开发公司，在土地成本及开发规模、区域布局、开发经验、品牌知名度、行业竞争力等方面具备较强优势，公司对“15 龙光 01”和“16 龙控 02”的偿还能力极强。

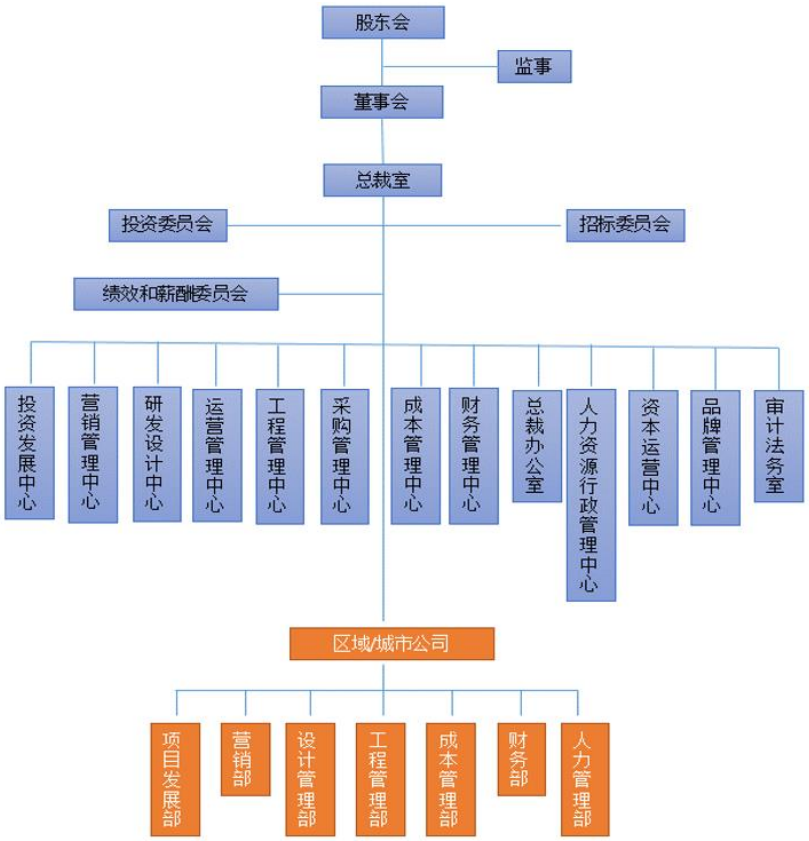
八、综合评价

2019 年，公司继续深耕粤港澳大湾区以及南宁、汕头等区域，签约销售面积和金额保持较快增长态势。公司在粤港澳大湾区拥有充足的低成本项目储备，面临良好的销售前景；同时，公司有多个孵化中的城市更新项目未来有望转化为土地储备。同时，联合评级也关注到公司经营易受房地产行业及粤港澳大湾区政策调控影响，公司债务期限结构有待改善，权益结构稳定性较弱等因素对公司信用水平造成的不利影响。

公司土地储备和在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，公司经营状况将保持良好。

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”和“16 龙控 02”的债项信用等级为 AAA。

附件 1　截至 2019 年底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	2019 年
资产总额（亿元）	1,001.48	1,560.09	1,834.58
所有者权益（亿元）	279.44	351.96	406.70
短期债务（亿元）	135.41	152.71	243.50
长期债务（亿元）	160.07	193.98	151.41
全部债务（亿元）	295.48	346.69	394.91
营业收入（亿元）	271.05	444.67	557.94
净利润（亿元）	69.71	95.23	115.96
EBITDA（亿元）	95.62	129.39	163.42
经营性净现金流（亿元）	143.85	153.36	4.66
流动资产周转次数(次)	0.42	0.43	0.41
存货周转次数（次）	0.48	0.71	0.62
总资产周转次数（次）	0.30	0.35	0.33
现金收入比率（%）	122.46	83.52	95.74
总资本收益率（%）	13.16	15.32	15.71
总资产报酬率（%）	10.63	10.05	9.49
净资产收益率（%）	26.33	30.16	30.57
营业利润率（%）	28.59	29.05	28.79
费用收入比（%）	5.94	4.64	4.01
资产负债率（%）	72.10	77.44	77.83
全部债务资本化比率（%）	51.40	49.62	49.26
长期债务资本化比率（%）	36.42	35.53	27.13
EBITDA 利息倍数（倍）	4.94	5.78	4.92
EBITDA 全部债务比（倍）	0.32	0.37	0.41
流动比率（倍）	1.42	1.30	1.19
速动比率（倍）	0.75	0.83	0.56
现金短期债务比（倍）	1.59	2.17	1.56
经营现金流动负债比率（%）	26.52	15.53	0.38
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.77	2.40	3.03

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。