跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1150 号

深圳深国投房地产开发有限公司：

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公司债券进行跟踪评级，确定：

深圳深国投房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

深圳深国投房地产开发有限公司公开发行的“16 莱蒙 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十一日

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

深圳深国投房地产开发有限公司
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：AA　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 莱蒙 01	5(3+2)年	8.00 亿元	AA	AA	2018/06/26

评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	237.70	229.86	211.79
所有者权益（亿元）	117.32	74.77	75.81
长期债务（亿元）	21.92	51.36	9.44
全部债务（亿元）	25.25	51.36	40.66
营业收入（亿元）	47.76	13.96	16.77
净利润（亿元）	3.96	0.28	0.45
EBITDA（亿元）	8.32	5.84	3.28
经营性净现金流（亿元）	-18.48	-8.40	-7.03
营业利润率（%）	13.78	14.03	28.49
净资产收益率（%）	3.44	0.30	0.60
资产负债率（%）	50.64	67.47	64.20
全部债务资本化比率（%）	17.71	40.72	34.91
流动比率（倍）	1.95	1.83	1.38
EBITDA 全部债务比（倍）	0.33	0.11	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	2.18	1.04
EBITDA/待偿债券本金（倍）	1.04	0.73	0.41

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、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。3、EBITDA/待偿债券本金=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金。

评级观点

2018年，深圳深国投房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“深国投”）作为和昌地产集团有限公司（以下简称“和昌地产”）的华南区域公司，和昌地产对公司的各项支持力度均较大；公司土地储备主要位于深圳地区，成本较低，质量较好；公司债务负担较轻，权益稳定性较好。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司的项目以深圳旧改项目为主，资本支出压力较大，未来不确定性较大；公司可售项目较少，非经常性损益对公司营业利润影响较大，公司关联资金拆借及对关联方的担保规模均较大以及公司对筹资活动依赖较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到公司南联旧改项目第一期将于2019年下半年开工，于2020年实现开盘预售，公司开发规模有望扩大，届时公司现金流水平有望提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“16莱蒙01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司作为和昌地产华南区域公司，和昌地产对公司的各方面支持力度均较大。

2．公司土地储备充足，成本较低；且储备项目主要位于深圳地区，质量较好。

3．公司全部债务负担较轻；权益稳定性较好。

关注

1．公司深圳旧改项目规模大，周期较长，尚需投入资本较多，未来存在一定的不确定性。

2．截至2018年底，公司关联方交易规模较大，以对外担保和资金往来为主，关联方对公

司资金形成占用。

3．2018年，公司可售项目较少，营业利润对投资性房地产公允价值变动损益及投资收益等非经常性损益的依赖程度较大；公司盈利能力有待提升。

4．2018 年，公司经营活动和投资活动现金流持续为净流出，对筹资活动依赖较大。

分析师

冯　磊
电话：010-85172818
邮箱：fengl@unitedratings.com.cn
李　莹
电话：010-85172818
邮箱：liying@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。

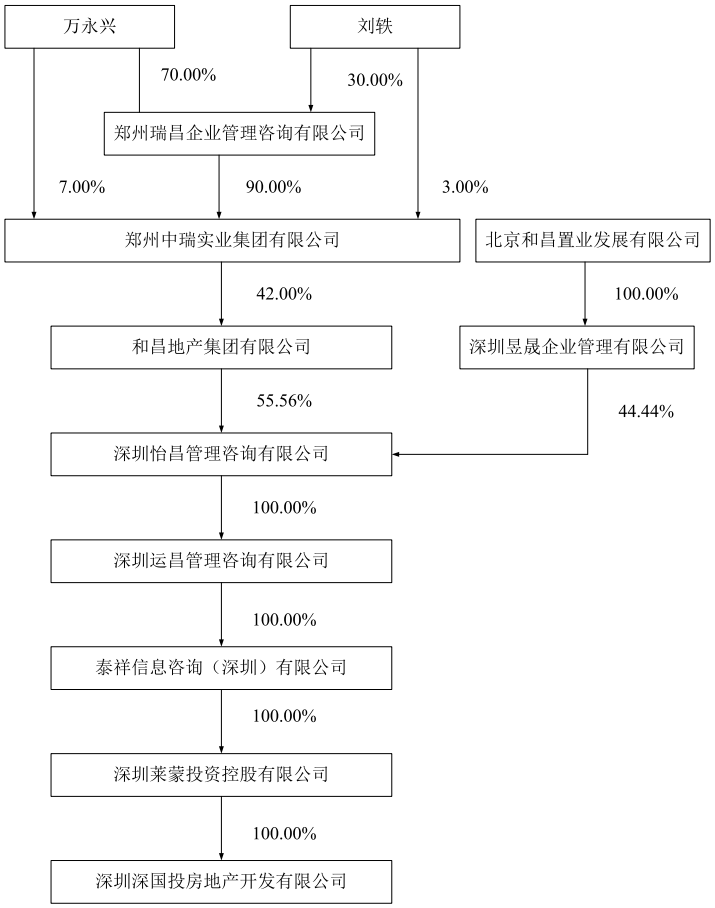
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳深国投房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“深国投”）原名深圳市信托房地产开发公司，系1989年8月成立的全民所有制企业，初始注册资本500万元。1996年4月，公司发生股权变更，公司性质变更为合资经营（港资）。2002年，公司再度发生股权变更，公司性质变更为内资企业。2004年12月，公司变更为现用名。2017年10月13日，公司原实际控制人莱蒙国际集团有限公司（以下简称“莱蒙国际”）将一系列资产出售给和昌地产集团有限公司（以下简称“和昌地产”），公司的实际控制人变更为和昌地产。历经多次增资和股权变更，截至2018年底，公司注册资本350,000万元，深圳莱蒙投资控股有限公司系公司唯一股东，万永兴为公司的实际控制人。（见下图）

图 1　截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2018年底，公司经营范围未发生变化；公司纳入合并范围的子公司共13家。截至2019年3月底，公司拥有在职员工215人。

截至2018年底，公司合并资产总额211.79亿元，负债总额135.97亿元，所有者权益总额（含少数股东权益）75.81亿元，归属于母公司所有者权益52.66亿元。2018年，公司实现营业收入16.77亿元，净利润（含少数股东损益）0.45亿元，归属于母公司所有者的净利润0.66亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.03亿元，现金及现金等价物净增加额-12.95亿元。

公司注册地址：深圳市福田区莲花街道福中社区生命人寿大厦十二层；法定代表人：齐翌博。

二、跟踪债券概况

公司于 2016 年 9 月 12 日发行“深圳深国投房地产开发有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称：16 莱蒙 01；债券代码：112448.SZ。具体发行情况如下表所示。

表 1　本报告所跟踪债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	债券代码	当前余额	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
16莱蒙01	112448.SZ	8.00	5（3+2）	5.80	2016/9/13	公开

资料来源：Wind

本报告对“16莱蒙01”进行跟踪。截至2018年底，上述债券募集资金已全部使用完毕，资金用途为偿还公司债务及补充流动资金，与募集说明书承诺使用用途一致。2018年9月，公司已按期完成上述债券的付息工作。

三、行业分析

公司以房地产开发业务为主，收入来源几乎完全为房地产业务，属于房地产行业。

1．行业概况

2018 年，全国房地产开发投资 120,263.51 亿元，同比增长 9.50%，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。土地供应量继续上扬，全国 300 个城市土地供应量 128,440 万平方米，同比增长 20%；土地成交面积 105,492 万平方米，同比增长 14%；土地出让金总额为 41,773 亿元，同比微增 2%；整体成交楼面均价及溢价率均有所下滑，房企拿地趋于理性。在调控政策持续深化背景下，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，销售面积及销售金额同比增速均有所放缓，处于 2015 年 6 月以来的相对较低位。一二三线城市百城住宅价格指数增速在调控下也有所放缓。

2019 一季度，全国房地产开发投资 23,803.00 亿元，同比增长 11.80%，增速创近几年新高，主要系土地购置费依旧高位，以及一季度销售、资金端改善，房企新开工和施工意愿增强，带动建安投资回升所致。但一季度土地市场下行，全国 300 个城市土地市场指标按一二三线城市统计的指标均不同程度下降；其中 2019 年 3 月，二线城市土地成交溢价率和楼面均价同环比均涨，二线城市土地市场热度有所回升。房地产开发企业到位资金 38,948.00 亿元，同比增长 5.90%，增速较前两月回升 3.8 个百分点，其中国内贷款、个人按揭贷款同比转正；另目前首套房及二套房房贷利率 2019 年以来连续三月下降，2019 年前三月房企信用债发行只数和额度均大幅超过去年同期水平、发债利率明显降低，房地产行业融资环境有所改善。全国房地产销售面积 29,828.94 万平方米，同比下降 0.90%，增速转负，但较前两月上涨 2.7 个百分点；销售金额 27,038.77 亿元，同比增长 5.60%，增速较前两月上涨 2.80 个百分点；受益于调控政策在因城施策下结构性微调、信贷条件宽松，一二线城市被压制需求释放，3 月房地产销售情况有所好转，2019 年 4 月中央政治局会议再提“房住不炒”，预计后续市场以“稳”为主。

2018 年，前 10 名和前 20 名房地产企业销售额占比分别为 26.89%和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别为 19.08%和 25.74%，集中度继续提升。

2018 年，政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。2019 年两会明确提出“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”；2019 年 4 月 19 日中央政治局会议重申“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实好一城一策、因城施策、城市政府主体责任的长效调控机制。”

总体看，2018 年房地产开发投资保持较高韧性，土地市场趋于理性，销售面积和销售价格在调控深化影响下，均有所放缓；行业集中度继续提升。2019 年一季度，地产投资增速创近年新高，行业融资环境有所改善，但土地市场和销售整体下行，二线城市土地和销售回暖，房企逐步回归二线城市，政策上仍然以“房住不炒”、“因城施策”为基调，确保房地产市场平稳健康发展。

2．行业关注

（1）行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券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

从2019年两会定调房地产市场平稳发展，落实城市主体责任，以及2019年3月23日住建部副部长在中国发展高层论坛2019年年会上表示“房地产调控不动摇，保持政策的连续性”看，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。

（3）中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

3．行业发展

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。

总体看，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。

四、公司管理

2018年，公司决策层和管理层有所变动，同意李洋先生辞去公司总经理和董事职务，同意董卫先生辞去公司董事职务；任命杜超先生为公司董事及总经理，任命刘真欢先生和李娜女士担任公司董事；变更后公司董事会由8名董事组成，设监事1名，高级管理人员1名。

截至2018年底，公司董事长为齐翌博，另外7名董事分别为杜超、徐宝金、殷文峰、李娜、杨玲、刘真欢和关瑞；监事为边阳；总经理为杜超。

齐翌博先生，董事长，1986年生，2008年7月获得河南财经学院会计学士学位，同年加入和昌地

产集团，历任财务运营中心出纳、安徽华昌置业发展限公司财务运营部副经理、经理，和昌地产（集团）华东区财务运营中心副总理、总经理。2017年9月起，担任和昌集团财务负责人。2018年3月7日，担任深国投董事长。

杜超先生，董事、总经理，1978年生，于2001年毕业于天津大学建筑工程专业，毕业后服务于长春万科公司，于2016年初加入旭辉集团，先后就职于天津旭辉及海南旭辉，任职海南旭辉总经理，全面负责旭辉海南公司经营管理工作。目前于和昌集团担任和昌地产副总裁兼深国投总裁。

总体看，公司高管团队管理经验丰富，运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务主要为住宅开发销售。2018年，受公司房产可结转项目规模增加影响，公司营业收入和净利润均有所增长。2018年公司营业收入为16.77亿元，同比增长20.12%；公司净利润为0.45亿元，同比增长59.07%。

从业务构成情况来看，2018年，受结转项目规模增加影响，公司房地产收入同比增长65.33%至16.02亿元，在主营业务收入中占比为96.27%，同比上升26.38个百分点；公司于2017年剥离了物业子公司和商业子公司，2018年公司无服务业收入；其余业务规模较小，对公司收入贡献较小。2018年，公司实现主营业务收入16.64亿元，同比增长20.14%。

毛利率方面，2018年，公司房地产业务毛利率为32.99%，同比上升8.87个百分点，主要系结转项目毛利率较高所致。2018年，公司主营业务毛利率为33.56%，同比上升2.73个百分点。

表 2　2016~2018 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业	43.52	91.24	20.57	9.69	69.89	24.12	16.02	96.27	32.99
租赁业	1.56	3.27	65.47	1.20	8.63	42.94	0.06	0.36	55.71
服务业	2.05	4.30	23.41	2.39	17.24	47.96	--	--	--
酒店业	0.56	1.17	38.18	0.59	4.23	47.70	0.56	3.37	47.40
农业	0.01	0.02	-34.32	0.002	0.01	-90.48	--	--	--
合计	**47.70**	**100.00**	**22.35**	**13.85**	**100.00**	**30.83**	**16.64**	**100.00**	**33.56**

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

总体看，受结转收入的项目规模及毛利率变动影响，2018年公司房地产业务收入和毛利率均有所增加；整体看，公司房地产结转收入规模较小。

2．土地储备情况

从公司土地储备情况来看，2018年，公司在南昌新获取两块土地，土地面积合计10.01万平方米，对应的建筑面积为49.98万平方米，土地款合计为21.21亿元，平均楼面价为4,243.08元/平方米，土地成本较低。2019年1~3月，公司未新拿地。

截至2019年3月底，公司未结转项目的土地储备面积合计49.19万平方米，对应建筑面积合计281.77万平方米，主要为深圳的南联和布吉旧改项目以及南昌莱蒙都会项目；其中，尚未开发的土地储备合计24.44万平方米，对应建筑面积合计206.22万平方米，主要为深圳旧改项目。

表 3　截至 2019 年 3 月底公司土地储备项目情况（单位：万平方米、%）

序号	项目名称	城市	业态	土地面积	总建筑面积	权益占比	拿地方式
1	南联拾里花都	深圳	住宅、办公、商业等	16.55	151.70	100	一二级联动
2	布吉项目	深圳	商业、办公、住宅等	4.58	47.19	60	一二级联动
3	南京红山项目	南京	商业	3.33	7.33	100	招拍挂
4	紫竹云山墅	苏州	住宅、商业	11.74	13.27	51	收购
5	中央悦府	合肥	商业	1.88	5.56	100	竞拍
6	酒店副楼	常州	商业	1.10	6.74	100	招拍挂
7	南昌莱蒙都会 B12 项目	南昌	公寓、酒店、商业	3.87	16.73	100	股权收购
8	南昌莱蒙都会 B8 项目	南昌	公寓、商业	6.14	33.25	100	股权收购
合计		--	--	**49.19**	**281.77**	--	--

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司新拿地规模较小，土地成本较低；公司土地储备主要集中在深圳和南昌地区，考虑到公司的开发节奏，土地储备充足。

3．项目建设开发情况

公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。2018年，公司新开工面积14.55万平方米，同比有所下降；2018年竣工面积为39.70万平方米；截至2018年底，公司期末在建面积为32.70万平方米。

表 4　2016~2018 年底公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	12.50	18.85	14.55
竣工面积	47.94	0.00	39.70
在建面积	17.03	57.85	32.70

注：2018 年，公司控股股东和昌地产将苏州欣润房地产有限责任公司（以下简称“苏州欣润”）和安徽运昌置业发展有限公司（以下简称“安徽运昌”）以注册资本方式划入公司，表格中 2017 年和 2018 年开发数据已相应调整。
资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在建项目包括紫竹云山墅、中央悦府、南昌莱蒙都会B-12和南昌莱蒙都会B-8项目，规划建筑面积合计68.81万平方米，预计总投资为57.04亿元，权益尚需投资21.19亿元。公司拟建项目主要包括南京红山、南联拾里花都和布吉项目，规划建筑面积合计206.22万平方米，预计总投资为367.64亿元，权益尚需投资298.56亿元。公司拟建项目主要为深圳旧改项目，项目投入大，开发周期较长，未来存在一定的不确定性。

表 5　截至 2018 年底公司在建和拟建项目（单位：%、亿元）

序号	项目名称	权益占比	开工时间	预计总投资	累计已投资	尚需权益投资	在建/拟建状态
1	布吉项目	60	2020.10	95.82	3.62	55.32	拟建
2	南联拾里花都	100	2019.09	259.33	25.53	233.8	拟建
3	南京红山项目	100	2019.07	12.49	3.05	9.44	拟建
拟建项目		--	--	**367.64**	**32.20**	**298.56**	--
4	紫竹云山墅	51	2016.12	11.09	8.24	1.45	在建

5	中央悦府	100	2016.09	14.67	11.57	3.10	在建
6	南昌莱蒙都会 B12 项目	100	2018.01	9.98	8.44	1.54	已竣备
7	南昌莱蒙都会 B8 项目	100	2018.10	21.30	6.20	15.10	在建
在建项目		**--**	**--**	**57.04**	**34.45**	**21.19**	**--**
合计		**--**	**--**	**424.68**	**66.65**	**319.75**	**--**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，2018年，公司在建及拟建项目尚需投资金额较大，存在一定的资本支出压力；深圳旧改项目规模较大，周期较长，存在一定的不确定性。

4．房产销售情况

2017年，受公司出售多个项目公司影响，公司签约销售面积和签约销售金额均较小；2018年公司签约销售面积和签约销售金额有所回升，分别为6.82万平方米和7.74亿元；签约销售均价为11,349元/平方米，同比有所下滑，主要系销售区域以南昌为主，销售价格较低所致。2018年公司结转收入同比增长65.33%至16.02亿元。

表 6　2016~2018 年公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
签约销售面积	14.55	1.54	6.82
签约销售金额	18.37	2.50	7.74
签约销售均价	20,316	16,234	11,349
结转收入	35.99	9.69	16.02

资料来源：公司提供，联合评级整理。

按销售区域划分，公司2018年销售项目主要来自于苏州、南昌和合肥等地，集中在二线城市。截至2018年底，公司在售项目总可售面积为53.20万平方米，剩余可售面积合计23.26万平方米，规模较小。此外，公司常州莱蒙城项目剩余560个车位尚未卖出，平均售价为5.20万元/个，去化难度较大。

表 7　截至 2018 年底公司在售项目销售情况（单位：%、万平方米、元/平方米）

项目	区域	权益占比	开盘时间	工程进度	总可售面积	已售面积	平均销售价格
1	南昌	100	2018.11	竣备	19.24	2.51	15,378
2	苏州	51	2017.03	在建	11.45	9.52	13,945
3	安徽	100	2016.01	在建	22.51	17.91	8,790
合计		**--**	**--**	**--**	**53.20**	**29.94**	**--**

资料来源：公司提供，联合评级整理。

公司未来三年销售回款项目主要来自深圳南联拾里花都旧改项目，项目总规划建筑面积为151.70万平方米，计容面积117.25万平方米，其中住宅60.00万平方米（含保障建房4.92万平方米）；项目分四期开发，截至2019年3月底，项目一期拆迁面积20.31万平方米，已全部拆迁完毕，预计2020年9月份开盘；二期已拆迁79.21%，预计2021年开盘。

总体看，2018年，公司签约销售面积及金额均有所回升；公司剩余可售面积规模较小，未来可售项目主要为深圳南联旧改项目，若开发节奏如期进行，预计未来销售情况较为乐观。

5．重大事项

2017年11月13日，莱蒙国际将其子公司盛兴地产控股有限公司持有的泰祥信息咨询（深圳）有限公司100%股权以及其他一系列资产出售予和昌地产或其关联方。以上交易完成后，公司的控股股东变更为和昌地产；公司作为和昌地产华南地区的开发主体，获得和昌地产的支持力度较大，公司管理团队发生较大变动，对公司经营状况可能产生一定影响。

实际控制人变更后，公司作为和昌地产的华南区域公司，主要负责和昌地产华南区域房地产项目的开发和销售。和昌地产给予公司的支持力度较大，主要包括：

（1）2018年12月，公司与和昌地产、北京和嘉瑞昌投资管理有限公司签订股权事项协议，协议约定，公司以增加10,980万元注册资本的方式，成为持有苏州欣润51%股权的股东；以增加11,667万元注册资本的方式，成为持有安徽运昌70%股权的股东；此外，苏州欣润持有的苏州俊昌置业有限公司25%股权对应的尚未收回的款项及分红款由公司使用。公司对苏州欣润和安徽运昌的增资活动，对公司收入和利润的提升有一定的积极作用。

（2）和昌地产对公司的提供资金支持，用于公司公司债的偿还以及项目的开发建设。

总体看，公司控股股东变更后，公司作为和昌地产华南区域公司，和昌地产对公司的支持力度较大；公司的两笔增资活动，对公司收入和利润的提升有一定的积极作用。

6．关联交易

截至2018年底，公司应收关联方款项共计92.14亿元，以其他应收款为主；公司应付关联方款项共计56.80亿元，以其他应付款为主。截至2018年底，公司联合其余7家公司对公司母公司深圳运昌管理咨询有限公司（以下简称“深圳运昌”）提供担保合计93.05亿元，金额较大；接受关联方担保合计11.75亿元。

整体看，公司与关联方的资金往来以及对关联方的担保规模均较大。

7．经营关注

公司房地产业务面临一定的业务集中风险

公司项目主要位于深圳和南昌地区，若上述城市对住宅及商业物业的需求或价格下跌，则会对公司的经营业务、营业收入及经营现金流构成不利影响。

公司土地储备以旧改项目为主，存在不确定性，同时也面临较大的资本支出压力

未来公司仍将继续聚焦于深圳等地区的房地产开发，从现有土地储备以及公司经营规模看，公司土地储备中旧改项目占比高，旧改项目尚需投资规模大，且周期较长，存在一定的不确定性，并面临较大的资本支出压力。

公司在售项目剩余可售面积较少

公司在售项目剩余可售面积较少，公司需及时补充新开盘项目，以支撑未来销售收入。

关联资金拆借规模大

公司在日常经营中，与关联方资金往来频繁。截至2018年底，公司应收关联方款项共计92.14亿元，应付关联方款项共计56.80亿元。公司关联资金拆借规模大，关联方资金占款严重。

8．未来发展

2019年，公司将着重调整经营导向，以现金流为核心，提高运营效率和经营质量，将现有项目的开发、销售、旧改进程加速，并通过产业金融化和资产证券化打通资金通道，提升净资产收益率。

总体看，公司未来发展战略较为清晰，能够有效的支持公司可持续发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司2018年度财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司对2017年财务数据已进行追溯调整；公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》进行编制。2018年，公司新设11家公司，同一控制合并2家子公司，公司财务数据的可比性较强。

截至2018年底，公司合并资产总额211.79亿元，负债总额135.97亿元，所有者权益总额（含少数股东权益）75.81亿元，归属于母公司所有者权益52.66亿元。2018年，公司实现营业收入16.77亿元，净利润（含少数股东损益）0.45亿元，归属于母公司所有者的净利润0.66亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.03亿元，现金及现金等价物净增加额-12.95亿元。

2．资产质量

截至2018年底，公司资产总额211.79亿元，较年初减少7.86%，主要系流动资产的减少所致；其中，流动资产占79.16%，非流动资产占20.84%，资产构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至2018年底，公司流动资产167.65亿元，较年初减少7.97%，主要系货币资金和存货减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占8.89%）、存货（占28.96%）和其他应收款（占60.81%）构成。

截至2018年底，公司货币资金14.91亿元，较年初减少41.48%，主要系公司融资规模下降以及与关联方的资金往来款减少所致。公司货币资金中，银行存款占59.74%，其他货币资金占40.24%；因抵押、质押等使用有限制的货币资金7.71亿元，公司货币资金受限比率为51.71%，受限程度较高。

截至2018年底，公司其他应收款101.94亿元，较年初减少4.21%，主要系关联方还款所致。截至2018年底公司累计计提坏账准备423.74万元，计提比例很低，未对关联方其他应收款计提坏账准备，公司其他应收款的关联方余额共计86.09亿元，占其他应收款的89.73%，关联方资金占用较大。截至2018年底，公司其他应收款排名前五名期末余额为61.57亿元，占比为64.16%，集中度较高。2018年公司其他应收款规模仍较大，对公司资金形成一定的占用。

表 8　截至 2018 年底公司其他应收款余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末余额比例
深圳莱蒙投资控股有限公司	关联公司往来款	23.74	3 年以上	24.74
祥康信息咨询（深圳）有限公司	关联公司往来款	14.31	3 年以上	14.92
和昌地产集团有限公司	关联公司往来款	10.54	1 年以内	10.98
北京和嘉瑞昌投资管理有限公司	其他往来款	8.12	1 年以内	8.46
深圳市莱蒙硕丰投资发展有限公司	关联公司往来款	4.86	1~3 年	5.06
合计	--	**61.57**	--	**64.16**

注：公司对组合1及组合2中账龄1年以内的其他应收款不计提坏账准备。

截至2018年底，公司存货账面价值48.55亿元，较年初增长24.21%，主要系公司南联旧改项目开发投入增加所致。公司存货中开发成本占74.56%，主要项目有深圳市龙岗南联旧村改造项目和苏州欣润紫竹云山项目等；开发产品占25.44%，主要项目为南昌莱蒙都会地铁项目，公司对开发产品计

提了2.06亿元的跌价准备，主要为对南昌莱蒙都会地铁项目计提1.91亿元。截至2018年底用于债务担保的存货账面价值15.81亿元，占32.57%，受限程度一般。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计44.14亿元，较年初减少7.43%，主要系投资性房地产减少所致，主要由可供出售金融资产（占18.13%）、投资性房地产（占69.28%）和固定资产（占5.51%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产8.00亿元，较年初没有变化，主要系投资芜湖长顺投资中心所致，公司持股比例为99.99%，按成本计量，未计提减值准备。

截至2018年底，公司投资性房地产30.58亿元，较年初减少9.95%，主要系公司投资性房地产南昌B12项目8号楼由自持改为销售所致。截至2018年底，公司投资性房地产成本合计14.83亿元，公允价值变动合计15.75亿元，增值率为106.21%。公司投资性房地产全部用于债务担保，受限比例高。

截至2018年底，公司固定资产账面价值为2.43亿元，同比变动不大；用于债务担保的固定资产账面价值为1.49亿元，受限比例为61.25%，受限比例较高。

截至2018年底，公司受限资产55.59亿元，受限比例为26.24%，受限比例一般，主要用于抵押担保。其中受限货币资金7.71亿元，占受限资产总额比例为13.87%；受限存货账面价值15.81亿元，占受限资产总额比例为28.44%；受限投资性房地产账面价值30.58亿元，占受限资产总额比例为55.01%。

总体看，2018年，公司资产规模小幅缩减，资产构成仍以流动资产为主，流动性较差的其他应收款和投资性房地产占比较高；公司其他应收款占比大，且主要是关联方往来款，对资金形成占用；公司资产受限程度一般，资产整体质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至2018年底，公司负债总额135.97亿元，较年初下降12.33%，主要系非流动负债下降所致；公司负债中流动负债占89.40%，非流动负债占10.60%；流动负债占比上升较多，负债结构仍以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债121.56亿元，较年初增长22.31%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致，主要由预收款项（占16.28%）、其他应付款（占49.51%）和一年内到期的非流动负债（占24.65%）构成。

截至2018年底，公司预收款项为19.79亿元，较年初下降21.86%，主要系公司预收房款下降所致。截至2018年底，公司其他应付款（包含应付利息和应付股利）60.18亿元，较年初减少4.96%，主要系应付股利减少所致；其中，其他应付款46.32亿元，以关联公司往来款（占比94.99%）为主；账龄超过1年的重要其他应付款余额合计39.21亿元。截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债29.97亿元，全部为2018年新增，主要为一年内到期的应付债券，分别为“l6莱蒙01”、“17莱蒙01”和“17莱蒙02”将于2019年到期或者回售。截至2019年5月18日，“17莱蒙02”已经全部回售完毕，并于2019年4月29日摘牌。

截至2018年底，公司非流动负债合计14.41亿元，较年初大幅下降74.13%，主要系应付债券全部转入一年内到期的非流动负债所致。非流动负债主要由长期借款（占65.52%）和递延所得税负债（占34.23%）构成。

截至2018年底，公司长期借款9.44亿元，较年初下降61.56%，主要系公司新开工项目较少所致；公司长期借款以质押借款和抵押借款为主，全部在2021年到期，存在一定的集中偿付压力。

截至2018年底，公司递延所得税负债4.93亿元，较年初增长13.74%。

截至2018年底，公司全部债务40.66亿元，较年初下降20.83%，其中，短期债务占76.78%，长期债务占23.22%；公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为64.20%、34.91%和11.08%，较年初分别下降3.27个百分点、5.81个百分点和29.65个百分点，债务负担下降幅度较大，整体债务负担仍属较轻。

总体看，2018年，公司负债仍以流动负债为主；公司债务负担下降较多，整体仍属较轻。

所有者权益

截至2018年底，公司所有者权益75.81亿元，较年初变动不大。归属于母公司所有者权益合计52.66亿元（占所有者权益的69.46%），其中实收资本占66.46%，资本公积占5.64%，未分配利润占16.30%。权益稳定性较好。

总体看，2018年，公司所有者权益变动不大；归属于母公司所有者权益主要由实收资本构成，稳定性较好。

4．盈利能力

2018年，公司营业收入为16.77亿元，同比增长20.12%；净利润为0.45亿元，同比增长59.07%，其中归属于母公司所有者的净利润为0.66亿元。公司营业收入及净利润同比增长主要系公司房产结转项目规模增加所致。

期间费用方面，2018年公司费用总额3.13亿元，同比下降39.28%，主要系管理费用大幅下降所致；其中销售费用为0.67亿元，占21.32%，同比下降17.88%，主要系公司可售项目减少，销售佣金减少所致；管理费用为0.67亿元，占21.30%，同比下降71.62%，主要系公司支付的中介机构费用和职工薪酬减少所致；财务费用为1.80亿元，占57.38%，同比下降9.85%，主要系公司债务规模下降所致。

2018年，公司资产减值损失2.08亿元，同比增长16.95倍，主要系存货跌价准备大幅增加所致，占营业利润比例为301.96%，对公司利润水平影响很大。2018年，公司公允价值变动损益为0.62亿元，同比大幅下降84.98%，波动性较大，主要系投资性房地产公允价值变动损益减少所致，占营业利润比例为90.75%，对公司利润水平影响很大。2018年，公司投资收益为0.49亿元，同比下降77.47%，主要系公司无处置子公司产生的投资收益所致，占营业利润比例为71.89%，占比较大，其中以持有芜湖长顺投资中心（有限合伙）取得的投资收益为主。公司利润水平对投资收益和公允价值变动损益依赖程度很大。

从盈利指标来看，2018年，公司总资本收益率、总资产报酬率以及净资产收益率分别为1.92%、1.37%以及0.60%，处于较低水平，同比分别上升0.25个、减少0.77个和增加0.30个百分点，公司的盈利能力有待提高。

总体看，受结转的项目规模增加影响，2018年公司营业收入和净利润有所增长，投资性房地产公允价值变动损益和投资收益对公司利润水平影响很大；公司盈利能力弱，且稳定性有待提升。

5．现金流

从经营活动看，2018年，公司经营活动现金流入为13.66亿元，同比下降52.16%，主要系公司收到的保证金和押金大幅下降所致；公司经营活动现金流出为20.70亿元，同比下降44.00%，主要系公司支付的保证金和押金下降所致；2018年，公司经营活动净现金流为-7.03亿元，持续为净流出，净流出规模有所下降。

从投资活动看，2018年，公司投资活动现金流入为21.00亿元，同比下降40.63%，主要系公司收到关联公司往来款减少所致；公司投资活动现金流出为21.73亿元，同比大幅下降74.61%，主要系公司支付关联公司往来款减少所致；2018年，公司投资活动净现金流为-0.73亿元，持续为净流出，净流出规模有所下降。

从筹资活动看，2018年，公司筹资活动现金流入为18.72亿元，同比下降78.72%，主要系收到关联方往来款减少所致；2018年，公司筹资活动现金流出为23.91亿元，同比下降30.69%，主要系支付关联公司往来款减少所致；2018年，公司筹资活动净现金流为-5.19亿元。

总体看，2018年公司经营活动现金流净额和投资活动现金流净额持续为净流出，净流出规模下降；公司对筹资活动的依赖性较大。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别为1.38倍和0.98倍，较年初均有所下降。公司经营现金流动负债比率为-5.79%，经营活动净现金流对流动负债无保障能力。公司现金短期债务比为0.48倍；整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2018年，公司EBITDA为3.28亿元，同比减少43.88%，主要系公司利润总额下降所致。2018年公司EBITDA主要由利润总额（占35.14%）和计入财务费用的利息支出（占57.06%）构成。2018年公司EBITDA利息倍数由2017年的2.18倍下降至1.04倍，EBITDA对利息的覆盖程度一般；EBIDTA全部债务比由2017年的0.11倍下降至0.08倍，主要系公司利润总额大幅下降所致，EBITDA对全部债务的覆盖程度较弱。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

截至2018年底，公司获得的银行授信额度合计58.60亿元，尚未使用的授信额度为27.93亿元。公司间接融资渠道一般。

截至2019年3月底，公司联合郑州中瑞实业集团有限公司、和昌地产、深圳市华龙物业发展有限公司、深圳市祥盛信息咨询有限公司、深圳莱蒙鼎盛投资有限公司等多家公司以及万永兴先生对公司母公司深圳运昌提供担保共计93.05亿元；深圳运昌的贷款资金来自金融机构的并购贷款基金，资金用途主要是支付并购莱蒙国际旗下深国投等资产包和后期项目建设所需资金，贷款通过委托贷款方式份七期发放。

根据最新公司提供的征信报告（G10440303013284207），截至 2019 年 3 月 18 日，公司无未结清不良类及关注类信贷信息，有 6 笔已结清信贷信息，均为莱蒙国际收购公司之前已产生的，对公司未造成实际影响。

截至2018年底，公司无重大未决诉讼或仲裁情况。

总体看，公司短期和长期偿债能力均较弱，融资渠道有待拓宽；但考虑到和昌地产对公司的资金支持力度较大，公司项目主要分布在深圳，质量较好，公司整体偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

截至2018年底，公司现金类资产（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）和净资产是“16莱蒙01”债券本金（8.00亿元）的1.86倍和9.48倍，覆盖程度较高；2018年，公司EBITDA是债券本金的0.41倍，覆盖程度一般；2018年，公司经营活动产生的现金流入是债券本金的1.71倍，覆盖程度较高；公司经营活动净现金流持续性净流出，对债券本金无法覆盖。

综合以上分析，并考虑到公司股东和昌地产给予公司的资金支持，联合评级认为，公司对“16

莱蒙01”的偿还能力较强。

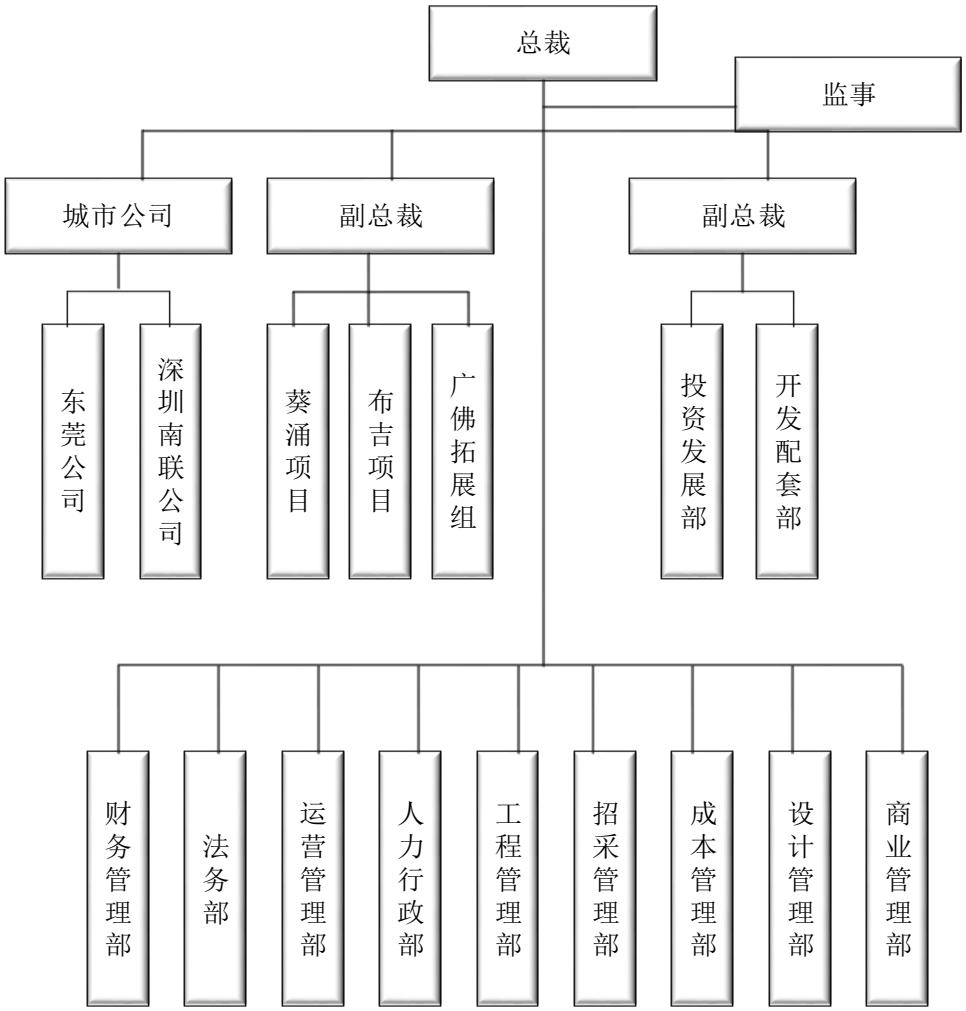
八、综合评价

公司作为和昌地产的华南区域公司，和昌地产对公司的各项支持力度均较大；公司土地储备主要位于深圳地区，成本较低，质量较好；公司债务负担较轻，权益稳定性较好。联合评级也关注到公司的项目以深圳旧改项目为主，资本支出压力较大，未来不确定性较大；公司可售项目较少，非经常性损益对公司营业利润影响较大，公司关联资金拆借及对关联方的担保规模均较大以及公司对筹资活动依赖较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到公司南联旧改项目第一期将于2019年下半年开工，于2020年实现开盘预售，公司开发规模有望扩大，届时公司现金流水平有望提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“16莱蒙01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　深圳深国投房地产开发有限公司
组织结构图



附件 2　深圳深国投房地产开发有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	237.70	229.86	211.79
所有者权益（亿元）	117.32	74.77	75.81
短期债务（亿元）	3.33	0.00	31.22
长期债务（亿元）	21.92	51.36	9.44
全部债务（亿元）	25.25	51.36	40.66
营业收入（亿元）	47.76	13.96	16.77
净利润（亿元）	3.96	0.28	0.45
EBITDA（亿元）	8.32	5.84	3.28
经营性净现金流（亿元）	-18.48	-8.40	-7.03
流动资产周转次数（次）	0.24	0.08	0.10
存货周转次数（次）	0.59	0.22	0.25
总资产周转次数（次）	0.18	0.06	0.08
现金收入比率（%）	59.71	76.10	73.42
总资本收益率（%）	3.83	1.67	1.92
总资产报酬率（%）	2.91	2.14	1.37
净资产收益率（%）	3.44	0.30	0.60
营业利润率（%）	13.78	14.03	28.49
费用收入比（%）	10.84	36.93	18.67
资产负债率（%）	50.64	67.47	64.20
全部债务资本化比率（%）	17.71	40.72	34.91
长期债务资本化比率（%）	15.74	40.72	11.08
EBITDA 利息倍数（倍）	2.07	2.18	1.04
EBITDA 全部债务比（倍）	0.33	0.11	0.08
流动比率（倍）	1.95	1.83	1.38
速动比率（倍）	1.43	1.44	0.98
现金短期债务比（倍）	7.72	--	0.48
经营现金流动负债比率（%）	-20.56	-8.45	-5.79
EBITDA/待偿债券本金（%）	1.04	0.73	0.41

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、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。3、EBITDA/待偿债券本金=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金。

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	
应收账款周转率	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转率	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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。