

信用等级公告

联合[2016]266 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深圳深国投房地产开发有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年四月 八日

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

2016年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

本次公司债信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过40亿元（含40亿元）

本次债券期限：不超过5年（含5年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016年4月8日

财务数据：

项目	2013年	2014年	2015年
资产总额（亿元）	289.90	334.91	288.51
所有者权益（亿元）	64.92	71.71	113.02
长期债务（亿元）	57.17	40.96	21.40
全部债务（亿元）	79.24	70.55	40.35
营业收入（亿元）	28.39	55.86	87.24
净利润（亿元）	8.95	13.01	16.74
EBITDA（亿元）	13.85	18.83	25.82
经营性净现金流（亿元）	-13.63	21.28	-8.50
营业利润率（%）	33.81	26.81	23.30
净资产收益率（%）	--	19.04	18.12
资产负债率（%）	77.61	78.59	60.83
全部债务资本化比率（%）	54.97	49.59	26.31
流动比率（倍）	1.50	1.23	1.51
EBITDA全部债务比（倍）	0.17	0.27	0.64
EBITDA利息倍数（倍）	2.36	2.37	5.07
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.35	0.47	0.65

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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳深国投房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“深国投地产”）的评级反映了公司作为莱蒙国际集团有限公司（以下简称“莱蒙国际”）旗下核心企业，以莱蒙国际中国境内房地产开发业务板块为依托，具有丰富的房地产开发经验，在建项目的品质较高，以及在区域市场内拥有较高的品牌知名度、债务负担较轻等优势。同时，联合评级也关注到公司土地储备规模偏小、关联方占款规模大以及盈利能力对公允价值变动收益的依赖过多等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的稳步推进，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 房地产行业未来仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用，预期房地产行业将进入稳健发展阶段。

2. 公司以莱蒙国际上市公司为依托，在业务规模、盈利能力、项目品质、品牌声誉等方面具有优势。

3. 公司建立了成熟高效的采购、经营、销售和管理体系，保障在建项目较快实现销售和回款，有利于公司经营和财务安全。

4. 公司营业收入逐年大幅增长，财务政策稳健，债务压力较小。

关注

1. 房地产业作为周期性行业受宏观调控等多重因素影响，同时房地产项目开发时间较

长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

2. 公司土地储备规模偏小、在建项目过于集中，对可持续发展和快速销售与回笼资金形成较大压力。

3. 公司关联企业往来资金规模较大，其他应收款在流动资产中占比较大，对公司资金形成占用。

4. 公司盈利能力对公允价值变动收益的依赖过多，投资收益实现质量对公司财务状况影响较大。

分析师

钟月光

电 话：010-85172818

邮 箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

王 雯

电 话：010-85172818

邮 箱：wangw@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

除因本次信用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信用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、建议等。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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。

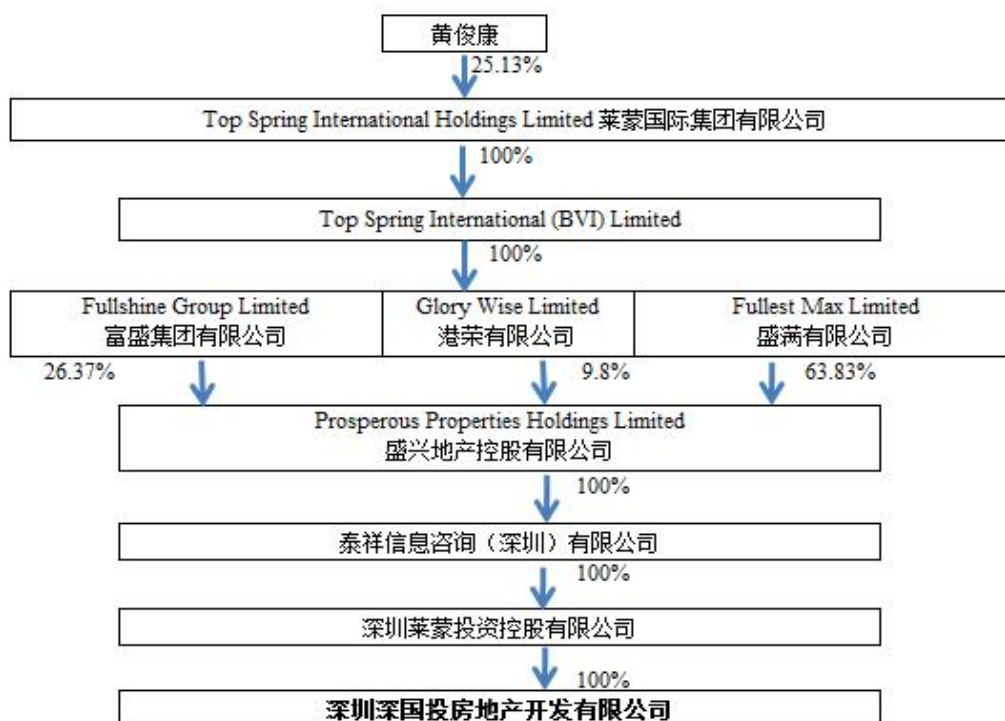
分析师：



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“深国投地产”）原名深圳市信托房地产开发公司，系 1989 年 8 月成立的全民企业，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。2015 年 11 月，公司增加注册资本 250,000 万元。历经多次增资和股权变更，截至 2015 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，莱蒙国际集团有限公司（以下简称“莱蒙国际”）（股票简称：莱蒙国际；股票代码：3688.HK）通过深圳莱蒙投资控股有限公司持有公司 100% 股权，公司系莱蒙国际在中国境内最重要的运营主体。公司实际控制人为黄俊康先生¹（见下图）。

图 1 截至 2015 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：在合法取得土地使用权范围内从事房地产开发经营。

截至 2015 年底，公司设经营发展及投资部、审计部、工程管理部、成本管理部、市场营销部、设计管理部、财务部、人事行政部和法务部 9 个职能部门（见附件 1）；纳入合并范围的子公司共 49 家，其中一级子公司 19 家；公司本部拥有在职员工 60 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 288.51 亿元，负债总额 175.50 亿元，所有者权益总额（含少数股东权益）113.02 亿元，归属于母公司所有者权益 75.46 亿元。2015 年公司实现营业收入 87.24 亿元，净利润（含少数股东损益）16.74 亿元，归属于母公司所有者的净利润 11.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.50 亿元，现金及现金等价物净增加额-19.13 亿元。

¹ 截至 2015 年底，黄俊康先生持有莱蒙国际 25.13% 股权，是莱蒙国际的第二大股东。此外，黄俊康先生持有莱蒙国际 2.38 亿股永久可换股证券，假设全数兑换永久可换股证券，黄俊康先生将持有 37.75% 股权，成为莱蒙国际第一大股东，故黄俊康先生系公司实际控制人。

公司注册地址：深圳市罗湖区红岭中路 1010 号国际信托大厦 1502 室；法定代表人：陈风杨。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“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”（以下简称“本次债券”），预计发行规模为不超过人民币 40 亿元（含 40 亿元），发行期限不超过 5 年（含 5 年）。本次债券采用公开发行的方式，本次债券的具体品种、各品种的期限和发行规模将由发行人和主承销商根据市场情况确定。本次债券按年付息，利息每年支付一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券为无担保债券。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金扣除发行费用后，拟全部用于偿还金融机构借款及补充流动资金。

三、行业分析

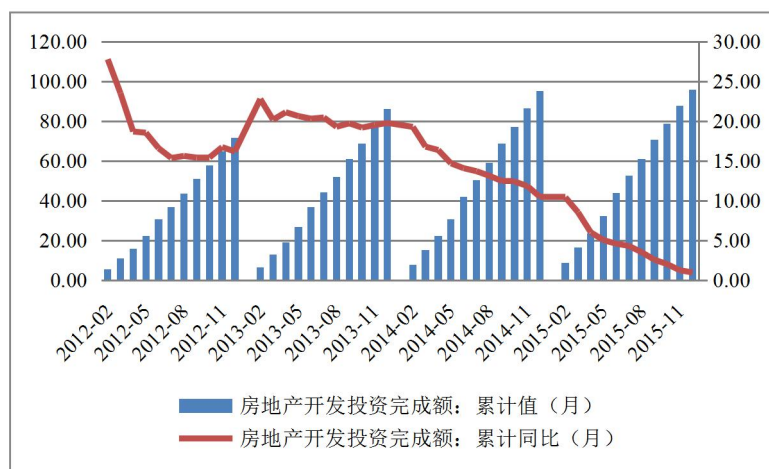
公司以房地产开发业务为主，收入来源几乎完全为房地产业务，属于房地产行业。

1. 行业概况

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，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响表现低迷。随着危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。2011 年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。2012 年，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓。进入 2013 年，我国房地市场景气度有所回升，2013 年全年房地产开发投资 86,013.38 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产行业增速持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014 年全年房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资 64,595.24 亿元，同比增长 0.38%；办公楼投资 6,210.00 亿元，同比增长 10.1 %；商业营业用房投资 14,607.00 亿元，同比增长 1.82%。

图2 2012~2015年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：wind 资讯

总的来看，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，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。

2. 市场供需

（1）土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%，其中住宅类用地涨幅较明显。2013年重点城市地价升高，2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。2014年全国100个城市土地供求量均有较大程度跌幅，土地供应面积及成交面积比2013年分别减少24%和26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至11.75%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。

2015年，土地市场整体下行，供应土地量和成交土地量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况（单位：亿平方米）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68
成交土地占比	85.30%	89.29%	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	7.02%	17.92%	11.75%	16.81%

资料来源：wind 资讯

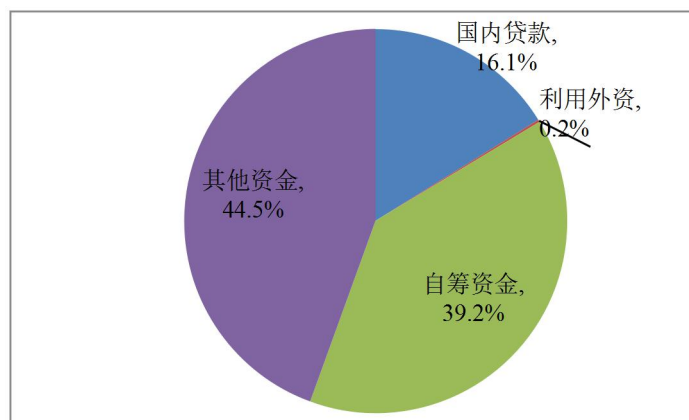
总体看，在去库存压力下，房企拿地速度有明显放缓趋势，土地供求量均出现较大下滑，但土地溢价率出现上涨。

（2）开发资金来源状况

2014 年，受需求面观望情绪浓厚、土地出让规模持续减少以及商品房成交量下降等因素影响，房地产行业开发资金来源中占比较大的自筹资金增速大幅减缓，开发资金规模结束了多年来的高速增长态势，首次出现负增长。据国家统计局数据显示，2014 年房地产开发企业本年资金来源 121,991 亿元，比上年减少 0.1%，增速较上年下降 26.6 个百分点，其中，国内贷款 21,243 亿元，较上年增长 8.0%；利用外资 639 亿元，增长 19.7%；自筹资金 50,420 亿元，增长 6.3%；其他资金 49,690 亿元，较上年减少 8.8%。

2015 年，我国经济增速放缓，存在一定下行压力，但政府持续实行适度宽松的货币政策，央行多次降准降息，A 股再融资活跃延续，房企银行间市场中期票据发行开闸，证监会推出的《公司债券发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人，大大降低发行债券门槛，且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债，房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年，房地产开发企业到位资金 125,203 亿元，比上年增长 2.6%。其中，国内贷款 20,214 亿元，下降 4.8%；利用外资 297 亿元，下降 53.6%；自筹资金 49,038 亿元，下降 2.7%；其他资金 55,655 亿元，增长 12.0%。在其他资金中，定金及预收款 32,520 亿元，增长 7.5%；个人按揭贷款 16,662 亿元，增长 21.9%。

图 3 2015 年房地产行业资金来源构成



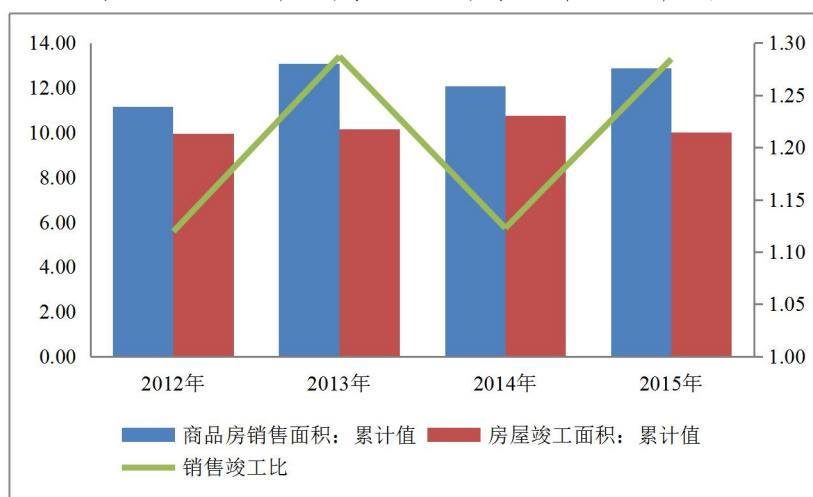
数据来源：wind 资讯

总体看，对房地产业偏紧的信贷支持，使房地产业的资金较为紧张；但 2015 年以来，房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点，资金压力获得一定缓解。

（3）市场供需情况

从商品房市场供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013 年房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.02%；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。2013 年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013 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%。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。房地产市场呈明显的波动态势。

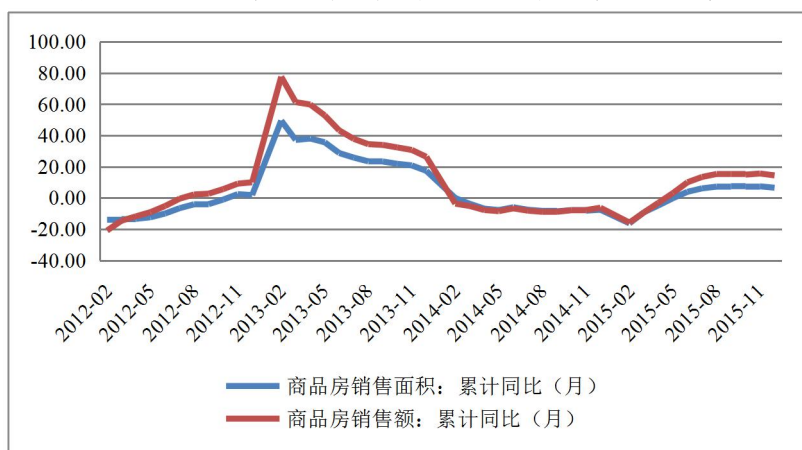
图 4 2012~2015 年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



数据来源：wind 资讯

受 2014 年市场低迷影响，2015 年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015 年，商品房销售面积 12.85 亿平方米，同比增长 6.5%，增速比 1-11 月份回落 0.9 个百分点；商品房销售额 87,281 亿元，同比增长 14.4%，增速回落 1.2 个百分点。其中，住宅销售额增长 16.6%，办公楼销售额增长 26.9%，商业营业用房销售额下降 0.7%。

图5 2012~2015年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



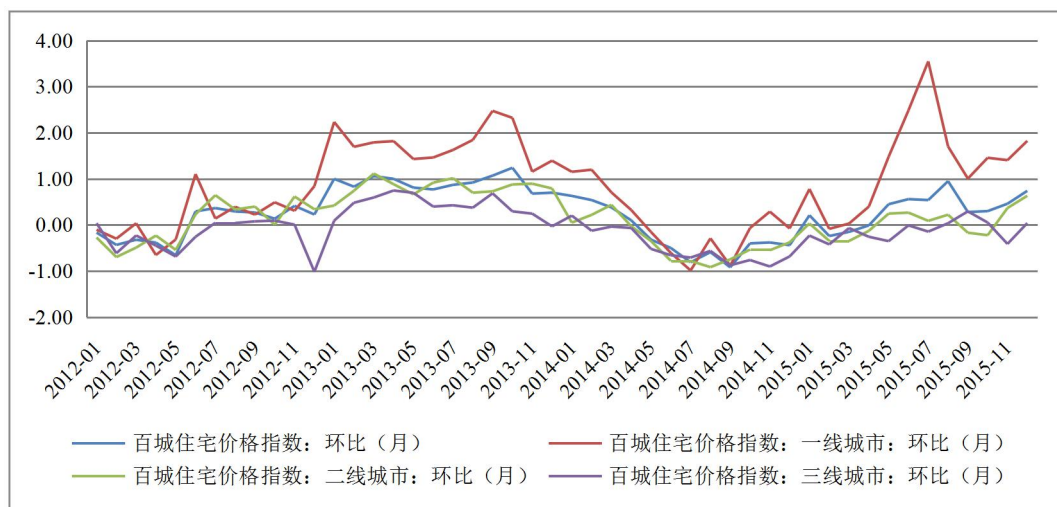
数据来源：wind 资讯

整体来看，2015年以来，房地产调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

（4）销售价格情况

从商品房销售价格看，2010年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011年9月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、天津、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入2012年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于2012年6月实现环比小幅上涨，结束了连续9个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2013年12月百城住宅均价为10,833元/平方米，同比上涨11.51%。2014年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014年12月百城住宅均价为10,542元/平方米，同比下跌2.69%，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，环比跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图6 2012~2015年全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015 年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015 年 12 月，百城住宅平均价格为 10,980.00 元/平方米，同比增长 4.15%，增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策调增陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，不同城市房地产市场价格持续分化。

3. 竞争格局

从 2003 年至今，房地产市场已经走过了黄金 10 年，随着近年来调控政策的逐渐加码，房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长，企业分化加剧，行业集中度不断提高的发展态势。

2014 年，20 家典型房企销售业绩同比增长 18%，增速相比去年同比下降了 7 个百分点；房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19% 和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51% 和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年 1~11 月，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.13% 和 22.84%，前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 11.58% 和 14.83%，预计 2015 年全年指标仍将超过上年。

表 2 前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~11 月
前 10 大企业销售额占比	10.75	12.76	13.72	17.19	16.87
前 20 大企业销售额占比	14.97	17.98	18.88	23.15	22.82
前 10 大企业销售面积占比	5.78	7.72	8.62	10.51	11.31
前 20 大企业销售面积占比	7.66	10.38	11.46	13.74	14.62

资料来源：CRIC，中国地产评测中心。

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势，资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中，龙头公司在竞争中占据明显优势。原因在于：大型房地产企业项目储备丰富，现金流稳定充裕，较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险；大型房地产公司的融资手段和渠道丰富，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐逐渐只能在大型房企之间进行。目前看，中国房地产行业竞争的态势已经趋于固化，龙头企业的先发优势明显，万科、恒大等传统优势房企，稳居行业前列，领先规模进一步扩大。

表 3 2015 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

资料来源：中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。

2014年，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低申请条件、提高首套自住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

2015年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至4.35%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。

2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自2016年2月22日起执行。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为25%，各地可向下浮动5个百分点，同时，对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于30%。上述政策的实行，有效降低了购房者的购房成本，对楼市需求有刺激作用。

表 4 近期主要房地产调控政策

年份	调控政策
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》

2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房个贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015年9月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房个贷首付比例
2015年9月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房个贷首付比例
2015年9月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015年10月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015年10月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015年11月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016年2月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点
2016年2月	从2016年2月22日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

5. 行业关注

商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法²计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

房企利润率回归正常水平

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，

² Wind 行业内标的公司：（成分股*总负债）/（成分股*总资产）。

三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

中小房企面临被整合风险

高库存状态下的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，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等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方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

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。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，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，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

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，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，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。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。

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，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，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。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会继续持续分化，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小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

7. 区域市场环境

南京市房地产市场概况

南京市是江苏省省会，下辖 11 个区，总面积 6,597 平方公里，在长三角地区中排名次于上海

的商贸中心城市和区域性金融中心。

根据南京市统计局及其他公开资料显示，截至 2015 年底，南京市总常住人口超过 830 万人，实现地区生产总值 9,720 亿元，较 2014 年增长 10.20%，高于全国平均增长速度。其第三产业占比达到 57.3%，仅次于北京、上海、广州、深圳。

南京市地区生产总值由 2010 年的 5,130.65 亿元增长到 2015 年的 9,720.77 亿元，年复合增长率达到 13.63%。城镇居民人均可支配收入于 2014 年超过 4 万元，固定资产投资稳定增长，复合增长率达到 10.65%。2013 年南京城镇化率超过 80%，是我国城镇化率最高的城市之一。

表 5 南京市房地产开发情况

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
房地产开发投资（亿元）	748.35	871.76	971.96	1,037.71	1,125.49
施工房屋面积（万平方米）	4,570.49	5,644.43	6,050.06	6,156.48	6,540.23
竣工房屋面积（万平方米）	1,039.57	1,169.09	1,699.73	1,039.39	967.40
房屋销售面积（万平方米）	823.17	767.71	950.87	1,222.01	1,207.58
房屋销售价格（元/平方米）	9,565.00	9,310.72	10,106.36	11,495.00	11,198.00

资料来源：Wind 资讯

综合来看，近些年南京市房地产市场增速不高，房屋竣工面积有所下降，价格增长平缓，未来房价走势有待观望。

南昌市房地产市场概况

南昌市是江西省省会城市，江西省政治、经济和文化中心，是中国重要的综合交通枢纽和现代制造业基地。南昌土地面积为 7,402.36 平方公里，下辖 12 区 3 县。

根据南昌市统计局及其他公开资料显示，截至 2015 年底，南昌市总常住人口将近 530 万人，实现地区生产总值 4,000 亿元，较 2014 年增长 9.05%，高于全国平均增长速度。

南昌市地区生产总值由 2010 年的 2,207.11 亿元增长到 2015 年的 4,000.01 亿元，年复合增长率达到 12.63%，保持了两位数以上的较快增长，城镇居民人均可支配收入也保持了两位数以上的增长速度。与此同时，固定资产投资年复合增速达到 15.43%，高于 GDP 增速以及城镇居民人均可支配收入增速。2015 年，南昌的城镇化率为 70.86%。

表 6 南昌市房地产开发情况

	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
房地产开发投资（亿元）	230.15	279.89	344.36	406.14	414.07
施工房屋面积（万平方米）	2,146.18	2,610.34	3,123.29	3,992.51	4,244.74
竣工房屋面积（万平方米）	399.12	446.18	417.92	373.75	510.97
房屋销售面积（万平方米）	520.84	499.13	689.86	841.49	824.66
房屋销售价格（元/平方米）	4,566.00	5,939.30	6,418.98	7,101.00	6,589.00

资料来源：Wind 资讯

综合来看，近些年南昌市房地产市场快速发展，房地产开发投资以年均 15.82% 的速度增长，竣工面积和销售面积也保持着稳定的增长，房价稳步上升，2014 年略有下降。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司具有较丰富的房地产开发运营经验。经过多年积累，公司在深圳、南京、南昌、杭州、常州、北京等城市相继开发住宅、商业地产和物业服务项目。公司于深圳起步，早期定位于豪宅和中高端住宅市场，目前仍以品质、高端地产为主，并逐步向南京、南昌等国内主要二线城市和核心三线城市发展。2015 年公司销售面积达到 26.75 万平方米，营业收入达到 87.24 亿元。

近三年，公司经营稳健，专注开发莱蒙春天、莱蒙都会和水榭花都等项目。其中，南昌莱蒙都会项目分别获得 2015 年搜狐焦点颁发的“最具价值投资楼盘”、2014 年江西晨报颁发的“华中销冠”和 2013 年由南昌市园林绿化局颁发的“南昌园林景观规划设计最佳创意奖”等；南京水榭阳光分别获得搜房网颁发的“2014~2015 中国（南京）房地产互联网年度峰会科技楼盘”、腾讯房产颁发的“2014 年度最具性价比楼盘”和搜狐焦点颁发的“2014 年度十大人气楼盘”等。

总体看，公司作为国内房地产开发企业，房地产开发经验较为丰富，公司开发规模尚可，竞争力尚可。

2. 人员素质

公司董事长陈风杨先生，现年 52 岁，武汉理工大学结构工程硕士学历。曾任武汉理工大学设计院工程师、中国宝安集团股份公司副总裁。2006 年加入莱蒙国际，先后担任莱蒙国际副总裁、高级副总裁、首席运营官，2015 年 9 月开始担任莱蒙国际行政总裁和公司董事长。

公司总经理李彬先生，现年 39 岁，英国威尔士大学硕士学位。曾任深圳市建设投资控股公司开发部营销主管。2004 年加入莱蒙国际，先后担任莱蒙国际市场营销部总经理、莱蒙国际董事长行政助理，2012 年 1 月至今担任公司总经理。

公司财务总监王波先生，现年 38 岁，会计学学士学位，2005 年获得会计师资格证书。2011 年加入公司，先后担任深圳市水榭花都房地产有限公司财务副总监、财务总监，深圳市水榭花都房地产有限公司总经理助理，2015 年 6 月开始担任公司财务总监和深圳市水榭花都房地产有限公司副总经理。

截至 2015 年底，公司本部拥有在职员工 60 人，其中财务人员占 10%，行政人员占 25%，专业业务人员占 65%。从人员学历结构看，硕士以上学历人员占 8.33%，本科学历人员占 63.33%，其余人员学历为本科以下。

总体看，公司管理团队相关从业时间较长，具有丰富的从业经验，员工素质能够满足目前经营需要。

3. 股东实力

莱蒙国际主要于中国珠江三角洲、长江三角洲、京津及成渝地区从事城市综合体的开发及营运以及中高档住宅物业的开发及销售。莱蒙国际立足于香港及深圳。自 2002 年起，莱蒙国际分别以“水榭”及“莱蒙”品牌发展住宅物业及城市综合体，该等项目已获本地及国内的多间行业机构公认为顶尖的物业发展项目。

莱蒙国际于 2011 年 3 月在香港联合交易所有限公司主板上市，此后曾分别获得“2014 年度中国最具价值地产上市企业”、“2014 年度中国房地产最具稳健性公司”、“2014 年最具价值地产上市公司”等。

截至 2015 年底，莱蒙国际资产净值 73.03 亿港元，2015 年收入 105.20 亿港元，较上年增长 50.9%。经营方面，2015 年末，莱蒙国际于深圳、上海、南京、南昌、三河、成都、惠州、杭州、东莞、天津及常州以及英国曼彻斯特 12 个城市共有 24 个处于不同发展阶段的物业项目，估计净可销售/可租赁建筑面积合共约 471.80 万平方米，除个别重建项目外，土地面积储备共约 309.63 万平方米，国内自持物业占地面积达到 20.90 万平方米。

2015 年，彩云国际投资有限公司（以下简称“彩云国际”）成为公司母公司莱蒙国际集团有限公司第一大股东，约占莱蒙国际已发行股本的 27.62%。彩云国际之唯一股东为云南省城市建设投资集团有限公司（以下简称“云南城投”），云南城投与公司母公司战略发展方向较为同步，未来计划与莱蒙国际共同在旅游资源、大健康以及海外置业方向发展。云南城投作为政府平台，未来将会对莱蒙国际提供资金与资源上的支持，进而对公司在内地的项目起到一定支持和推动。

总体看，公司股东整体实力较强，云南城投的加入将会间接提高公司市场竞争力。

五、公司管理

1. 治理结构

公司不设股东会，股东负责决定公司的重大事项，并采取书面形式做出决定。公司设董事会，由 5 名董事组成，董事由股东委派产生，设董事长 1 名，由全体董事选举产生，董事长任期三年，连选可连任；董事会主要负责执行股东会决议、决定公司经营计划和投资方案等。公司不设监事会，设 1 名监事，由股东委派，任期三年，连选可连任，负责执行监督职能。

公司设总经理 1 人，由董事会聘任，任期三年，连选可连任。总经理全面负责公司的日常决策和经营管理，包括组织实施公司年度经营计划和投资方案、主持公司的经营管理工作等。

总体看，公司治理结构比较简单，运行比较规范。

2. 管理水平

公司设经营发展及投资部、工程管理部、成本管理部、设计管理部、市场营销部、审计部、财务部、人事行政部和法务部 9 个职能部门。公司作为莱蒙国际在大陆的重要运营主体，全面执行莱蒙国际的整套管理制度。公司在部分城市设立了城市公司，在项目地直接或经城市公司间接设立一线公司，公司职能部门对各子公司的对应职能部门进行统一管理。

在项目投资决策方面，公司经营发展及投资部以及各子公司依照《招拍挂项目获取工作指引》，进行项目立项。在上报地产项目时，需依据模板提交《项目可行性研究报告》、《商业市场分析》、《项目设计方案》、《成本测算表》、《经济测算表》等材料，经莱蒙国际相关职能部门审核后，由莱蒙国际投资决策评审会决定项目是否通过。对于投资决策评审会的组织与召开全过程，制度进行了详细规定。

在项目定位策划方面，公司对各项目成立策划小组，编制工作计划，协调设计管理部进行规划设计，协调市场营销部决定聘请调研公司或由一线公司调研，评审并完善项目定位报告，并组织成果交底。项目定位策划流程中的关键环节，需提交莱蒙国际决策层审批。

在成本管理方面，公司执行《莱蒙国际成本核算操作指引》、《工程成本管理制度》、《成本信息系统管理作业指引》等制度，由成本管理部主要负责公司及各子公司的成本核算管理、成本信息系统的数据管理等。通过成本信息系统，公司能够对一线公司进行较规范的目标成本管理、过程成本管理、集中采购管理、供应商管理、合同管理、付款管理、报表管理等。

在营销管理方面，由一线公司市场营销部全面组织实施各项营销具体工作，组织编制年度销

售计划、营销总结和月度销售报告，组织营销市场信息收集工作和客户信息收集、分析和整理工作，重要营销策略及调整报公司审批。

在财务管理方面，公司对下属子公司委派财务第一负责人，财务负责人的岗位职责具有详细规定；公司财务部统一指导子公司的会计及财务管理工作，组织编制公司财务预算和各项财务收支草案。

总体看，公司管理运作较规范，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括住宅开发和销售及商业租赁。2013~2015 年，受项目竣工结转周期的影响，公司营业收入呈持续增长态势，公司营业收入年均复合增长率为 75.29%，近三年营业收入分别为 28.39 亿元、55.86 亿元和 87.24 亿元。由于近三年公司项目销售情况良好，2013~2015 年公司主营业务收入分别为 28.15 亿元、55.48 亿元和 86.95 亿元，分别约占营业收入的 99.15%、99.32%和 99.67%；净利润分别为 8.95 亿元、13.01 亿元和 16.74 亿元。由于受到销售价格及人力成本影响，近三年公司毛利率呈波动下降趋势，主营业务毛利率分别约为 50.53%、40.50%和 33.53%。

表 7 2013~2015 年公司营业收入与营业成本情况（单位：亿元）

项目	2013 年		2014 年		2015 年	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本
主营业务	28.15	13.93	55.48	33.01	86.95	57.80
其他业务	0.24	0.07	0.38	0.06	28.44	0.02
合 计	28.39	14.00	55.86	33.07	87.24	57.82

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从业务构成情况来看，住宅开发和销售为公司的核心业务，房产类别主要为住宅地产。2013 年以来，公司住宅销售收入均占主营业务收入 90%以上，是公司主要收入来源。毛利率方面，公司近三年毛利率分别约为 50.53%、40.50%和 33.53%，主营业务房地产业毛利率近三年逐年下降，分别为 52.20%、40.91%和 33.60%；租赁业毛利率整体水平较高，但仍有下降，三年分别为 82.67%、71.59%和 65.07%；服务业毛利率波动较大，分别约为-0.39%、10.44%和-3.15%；酒店业毛利率波动下滑，分别约为 36.53%、40.26%和 34.52%。公司住宅开发和销售收入区域主要来自深圳、常州、南京、南昌、惠东和杭州等地；公司商业地产主要包括惠州莱蒙水榭湾一期、惠州莱蒙水榭湾二期、杭州水榭春天、南京水榭春天、南京水榭阳光、南昌莱蒙都会、深圳创智谷、深圳莱蒙都会和上海浦兴商办项目；自持物业包括常州莱蒙都会一、二期，常州都会文体中心、深圳水榭春天、深圳水榭花都和东莞莱蒙商业中心。

表 8 2013~2015 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 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	25.68	91.21	52.20	52.54	94.70	40.91	83.72	96.28	33.60
租赁业	0.74	2.63	82.67	1.26	2.26	71.59	1.35	1.55	65.07
服务业	1.09	3.89	-0.39	1.15	2.06	-10.44	1.33	1.53	-3.15

酒店业	0.56	1.98	36.53	0.53	0.96	40.26	0.54	0.62	34.52
农业	0.08	0.29	5.62	0.01	0.01	-258.99	0.01	0.02	21.32
合计	28.16	100.00	50.53	55.50	100.00	40.50	86.95	100.00	33.53

资料来源：公司审计报告，联合评级整理。

从毛利率情况来看，受公司项目销售及人力成本影响，近三年公司主营业务毛利率波动下降，分别为约 50.53%、40.50%和 33.53%，主要系主营业务房地产业成本快速上升所致。

总体看，近三年公司经营规模整体呈现上升态势，但毛利率呈下降态势。

2. 土地储备情况

公司房地产项目开发的主要环节包括土地收购、产品定位、规划设计、施工建设、房产销售等，其中土地收购、规划设计等前期准备和后期的房产销售是公司实现营业收入和经营利润最为重要的环节。

公司主要通过“招、拍、挂”、旧房改造、并购收购等渠道获得土地。公司近些年主要拿地布局在深圳、惠州、杭州、南京、上海等地区。从成本构成来看，近三年公司项目开发成本主要包括土地成本（约占 41.54%）、建筑成本（约占 46.84%）和财务成本（约占 10.78%）。

表 9 截至 2015 年底公司土地开发成本情况（单位：亿元）

年份	土地成本	建筑成本	财务费用	其他	合计
2013	46.37	18.98	5.04	0.38	70.77
2014	7.05	26.58	6.73	0.35	40.71
2015	8.24	23.97	4.23	0.52	36.96
合计	61.66	69.53	16.00	1.25	148.44

资料来源：公司提供

鉴于土地购置对项目盈利的重要影响，公司对购置土地持谨慎态度，在考虑未来区域发展前景的同时，详细分析项目未来盈利预期，并不盲目囤积。目前公司经营管理部负责土地购置工作的具体开展。通常由项目组发现新项目后，经营管理部针对拟购置对象，会同财务部、成本管理部等部门做出土地开发测算，包括物业种类、产品定位、价格水平、销售预期、收入及利润预算等；经对土地进行详细客观的调研后，最终由投资委员会投票表决，项目通过需经 2/3 以上成员表决通过，表决过程中董事长具有一票否决权。

从公司土地储备情况来看，截至 2015 年底，公司土地储备建筑面积共计 78.63 万平方米，主要区域集中在南昌、惠州等地区。此外，公司已订约将予收购的项目共计 144.66 万平方米，分布于深圳区域，未来资金支出主要用途是补偿款或收购款项等。公司未来预计剩余可售/可租建筑面积共计 291.62 万平方米。具体来看，惠州地区土地储备主要用于惠州莱蒙水榭湾项目，预计剩余可售/可租面积达 42.46 万平方米，占总预计剩余面积的 14.56%；深圳区域主要包括深圳莱蒙都会和深圳布吉市场项目，预计剩余可售/可租面积达共计 155.16 万平方米，占总预计剩余面积的 53.21%；南昌莱蒙都会预计剩余可售/可租面积达 51.08 万平方米，占总预计剩余面积的 17.52%；其余分布于东莞、常州、杭州和南京，共计 42.92 万平方米，占 14.71%。由于房地产行业波动较大，近三年公司采取谨慎拿地原则，获取土地不多。

表 10 截至 2015 年底公司土地储备情况（单位：万平方米）

序号	项目名称	持作供未来发展的项目	已订约将予收购的项目	预计剩余可售/可租建筑面积	所处区域
1	惠州莱蒙水榭湾	31.81	--	42.46	惠州
2	水榭春天-杭州	--	--	3.48	杭州
3	水榭春天-南京	--	--	0.10	南京
4	南京水榭阳光	--	--	16.05	南京
5	常州莱蒙城	6.09	--	21.27	常州
6	南昌莱蒙都会	34.60	--	51.08	南昌
7	水榭春天-深圳（五-六期）	--	--	3.36	深圳
8	深圳龙华新区旭联旧改（创智谷）	--	10.45	10.45	深圳
9	深圳莱蒙都会	--	113.93	113.93	深圳
10	深圳布吉市场项目	4.63	20.28	24.92	深圳
11	深圳水榭山	--	--	0.50	深圳
12	深圳水榭花都	--	--	0.50	深圳
13	东莞莱蒙商业中心	--	--	2.02	东莞
14	深圳水榭蓝湾	1.50	--	1.50	深圳
合计		78.63	144.66	291.62	--

资料来源：公司提供

注：预计剩余可售/可租建筑面积含已竣工未售/未租的、已持有土地但未开发的，以及已与收购方订约的面积。

总体看，公司土地储备分布于一二三线城市，土地储备主要集中在南昌和惠州，未来已订约将予收购的项目主要在深圳，近三年公司采取谨慎拿地原则，获取土地不多。

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。近三年，公司新开工面积波动下降，分别为 50.67 万平方米、80.53 万平方米和 29.31 万平方米，其中 2014 年公司主要新开工项目集中在南昌莱蒙都会项目，2015 年公司新开工项目主要集中在南京水榭阳光、常州莱蒙城及深圳创智谷项目，共计 29.31 万平方米。近三年，公司竣工面积波动上升，分别为 34.23 万平方米、70.06 万平方米和 64.31 万平方米，主要系公司调节项目开发进度所致。近三年，公司期末在建面积波动下降，分别为 96.13 万平方米、111.55 万平方米和 71.60 万平方米，主要包括常州莱蒙城、深圳龙华新区旭联旧改（创智谷）、惠州莱蒙水榭湾、南昌莱蒙都会和南京水榭阳光。

表 11 2013~2015 年底公司主要开发数据情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
新开工面积（万平方米）	50.67	80.53	29.31
竣工面积（万平方米）	34.23	70.06	64.31
期末在建面积（万平方米）	96.13	111.55	71.60

资料来源：公司提供

从项目开发资金情况来看，截至 2015 年底，公司总投资 94.03 亿元，已投资金额 46.46 亿元，尚需资金投入 47.57 亿元，主要投资于南昌莱蒙都会 B8、B12 和 B14 地块以及南京水榭阳光等项目。公司主要住宅项目和商业地产项目预计于 2016 年和 2017 年完工，今明两年公司需投入资金规模仍较高，预计 2016 年需要投资 15.55 亿元，考虑公司楼盘销售的现金回笼，可以满足公司部分资金需求，但仍有一定的外部融资需求。

表 12 截至 2015 年底公司在开发项目投资金额情况（单位：万平方米、亿元）

序号	项目名称	区域	占地面积	规划建设面积	总投资	已投资	2016 年预计投资	项目进度及预计完工时间
1	水榭阳光	南京	6.71	23.56	23.06	22.55	1.67	2016.4
2	南昌莱蒙都会 B8	南昌	6.14	34.16	24.49	4.84	1.66	2017.12
3	南昌莱蒙都会 B12	南昌	3.87	17.98	12.17	3.32	1.14	2017.12
4	南昌莱蒙都会 B14	南昌	3.66	20.25	11.69	6.63	2.27	2016.12
5	莱蒙城 5-A	常州	1.77	7.68	2.60	0.89	2.71	2016.12
6	莱蒙水榭湾 13#楼及地下室	惠东	1.64	6.60	4.11	2.86	2.13	2016.4
7	莱蒙创智谷	龙华新区	1.77	11.18	15.91	5.37	3.97	2017.6
	合计		25.56	121.41	94.03	46.46	15.55	--

资料来源：公司提供，联合评级整理。

由于公司产品定位中高端，采购项目异质化较强，较少集中采购。公司采用招投标形式确定建筑和装修承包商，主要材料采购主要采取承包商包工包料的采购模式，通过银行汇款和银行承兑汇票方式支付。公司招投标主要由成本管理部 and 项目管理部共同审核。项目招标根据公司招标计划，项目部出具图纸，提供技术要求，在不低于成本价的前提下，成本部负责组织招投标。

2015 年，公司前五大建筑承包商承包额共计 6.92 亿元，占建筑承包总额的 78.15%，其中中国建筑第八工程局有限公司、湖南省建筑工程集团总公司，江苏武进建筑安装工程有限公司占比分别为 23.27%、22.59%和 15.47%，集中度较高。

表 13 2015 年公司建筑承包商集中度情况（单位：亿元、%）

序号	单位	发包金额	占比
1	中国建筑第八工程局有限公司	2.06	23.27
2	湖南省建筑工程集团总公司	2.00	22.59
3	江苏武进建筑安装工程有限公司	1.37	15.47
4	中国建筑一局（集团）有限公司	1.10	12.42
5	深圳市岩土工程有限公司	0.39	4.40
	合计	6.92	78.15

资料来源：公司提供

2015 年，公司前五大装修承包商承包额共计 0.50 亿元，占总承包额的 78.09%，其中深圳精溢雅装饰工程有限公司、中国建筑一局（集团）有限公司和深圳市海大装饰集团有限公司占比分别为 32.10%、15.20%和 11.17%，集中度较高。

表 14 2015 年公司装修承包商集中度情况（单位：亿元、%）

序号	单位	发包金额	占比
1	深圳精益雅装饰工程有限公司	0.21	32.10
2	中国建筑一局（集团）有限公司	0.10	15.20
3	深圳市海大装饰集团有限公司	0.07	11.17
4	南京金陵建筑装饰有限责任公司	0.06	9.81
5	深圳粤航装饰工程有限公司	0.06	9.81
合计		0.50	78.09

资料来源：公司提供

总体看，近三年公司结合自身资金状况和市场环境，总体开发进度基本正常；公司目前在建项目仍需较大投资，公司存在较大的融资需求。

4. 房产销售情况

近三年，受行业景气度和开工进度影响，公司签约销售面积波动下滑，销售金额波动下降；2013~2015 年，公司分别实现签约销售面积 39.16 万平方米、54.12 万平方米和 26.75 万平方米；签约销售金额分别为 75.09 亿元、76.94 亿元和 37.19 亿元；每平方米签约销售均价分别为 19,175 元、14,216 元和 13,902 元，主要系一二线城市项目销售减少导致每平米签约销售均价降低。近三年，公司结算收入分别为 28.15 亿元、55.48 亿元和 86.95 亿元。从销售项目来看，2015 年南昌 B14 地块销售面积和销售收入分别占当年签约销售面积和签约销售收入的 34.98%和 18.70%；2015 年南京水榭阳光地块销售面积和销售收入分别占当年签约销售面积和签约销售收入的 28.01%和 35.47%，属于公司 2015 年主要营收项目。

从房产销售价格来看，2013~2015 年，公司房产销售价格逐步下降，主要是一方面是因为随着市场行情变化，公司调整策略，对销售价格进行调整；另一方面是因为不同年份公司销售房产类型不同，产品单价有所差异所致。

公司房产销售主要以代理为主，委托代理公司进行销售，公司根据项目性质定位客户群，与全国性代理商与一定规模的代理公司合作。代理商或代理公司有专业销售团队，代销成本虽高于自销模式，但销售表现较好。

表 15 2013~2015 年公司项目销售情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
签约销售面积（万平方米）	39.16	54.12	26.75
签约销售金额（亿元）	75.09	76.94	37.19
签约销售均价（元/平方米）	19,175	14,216	13,902
结转收入（亿元）	28.15	55.48	86.95

资料来源：公司提供，联合评级整理。

按销售区域划分，公司 2014 年和 2015 年深圳地区销售面积分别为 0.75 万平方米和 0.10 万平方米；二线城市中，2014 年和 2015 年二线城市销售面积分别为 42.60 万平方米和 19.30 万平方米，主要系杭州和南昌项目销售面积减少较多所致；三线城市项目主要集中在惠州、东莞和常州，近两年销售面积分别为 10.77 万平方米和 7.34 万平方米。截至 2015 年底，尚余可售面积共计 20.03 万平方米，其中二线城市尚余 9.04 万平方米，三线城市尚余 10.99 万平方米。

表 16 截至 2015 年底公司可售项目情况（单位：个、万平方米）

城市分类	一线城市	二线城市	三线城市	合计
项目数	1	6	3	10
2014 年销售面积	0.75	42.60	10.77	54.12
2015 年销售面积	0.10	19.30	7.34	26.74
尚余可售面积	--	9.04	10.99	20.03

资料来源：公司提供，联合评级整理

公司未来三年预计签约销售面积分别为 18.98 万平方米，16.69 万平方米和 22.57 万平方米，预计销售回款分别为 33.40 亿元、35.26 亿元和 50.20 亿元。公司未来三年销售回款项目主要来自南京水榭阳光和南昌综合体项目等地项目。

根据统计，2016 年 1 月，南昌全市房价环比上涨 1.92%，商品住宅均价为 8,640 元/平方米，销供比下降至 0.96，短期市场供过于求，但从区域需求供应方面来看，2016 年 1 月，南昌红谷滩区成交面积最大，为 12.13 万平米，占全市商品住宅成交面积的 41.15%；同时，此区域批准上市面积为 10.42 万平方米，占全市商品住宅批准上市面积的 33.75%。南京全市房价环比上涨 8.53%，商品住宅均价为 17,907 元/平米，销供比提高至 1.51，短期市场供不应求。由此看来，公司未来销售回款区域整体环境良好。

表 17 未来三年公司销售回款情况（单位：万平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
预计签约销售面积	18.98	16.69	22.57
预计签约销售金额	35.67	37.47	54.84
预计销售回款金额	33.40	35.26	50.20

资料来源：公司提供，联合评级整理（2016~2018 年度回款不包含计划新拓展项目）

总体看，近年公司房产销售情况受政策影响和自有策略影响有所波动，2015 公司房产销售量大幅下降。未来三年随着新进项目的开发和销售，公司签约销售陆续回款，资金流得到一定补充。

5. 自持物业管理

近三年，公司除开发销售商业住宅外，还拥有自持物业。2013~2015 年，公司租金收入稳定增加，分别为 0.97 亿元、1.28 亿元和 1.30 亿元，其中常州地区租金收入整体一般，深圳区域深圳水榭花都和深圳水榭春天六期租金收入在公司自持物业中收入最高，地区整体租金收入水平较高，东莞地区租金收入介于常州和深圳之间。公司自持物业主要包括商场、商铺、会所和幼儿园等，分布于常州、深圳、成都、杭州和东莞等地，地理位置较分散，营业面积共计 15.05 万平方米。出租率方面，常州莱蒙都会一、二期，深圳水榭春天三期、深圳水榭花都商铺、东莞莱蒙商业中心出租率在 90%以上，物业性质主要为商铺和商场；出租率较低的物业包括常州都会文体中心和深圳水榭春天 1 期商铺，主要系租户自身原因，租赁合同终止，公司目前正在招商过程中。未来，深圳和东莞区域自持物业收入有望增加，常州自持物业有待观望，但整体租金收入有望增长。

表 18 截至 2015 年底公司物业对外出租情况（单位：万平方米、万元）

物业名称	可租面积	出租率	租金收入		
			2013 年	2014 年	2015 年
常州都会文体中心	1.69	31%	71	134	72
常州莱蒙都会一、二期	7.76	100%	4,961	5,932	4,841

深圳水榭春天 1 期商铺	0.34	76%	542	836	455
深圳水榭春天 3 期商铺	2.24	99%	1,266	1,704	2,139
深圳水榭春天 5 期商铺	0.35	82%		576	607
深圳水榭春天 6 期商铺	0.15	82%		237	558
深圳水榭花都商铺	0.50	97%	1,195	1,428	1,662
东莞莱蒙商业中心	2.02	100%	1,698	1,996	2,711
合计	15.05		9,733	12,843	13,045

资料来源：公司提供

公司自持物业经营模式主要为社区型购物中心、顾问服务、商业包租、委托管理和并购等，形式较为多样化。

总体看，公司综合物业租金收入稳定，出租率差别较大，但公司自持物业分布区域较为分散，且模式多样化，可分散一定经营风险。

6. 经营效率

2014~2015 年，由于公司营业收入不断增长，公司流动资产周转率增长较快，分别为 0.22 次和 0.36 次；随着公司项目结转规模变化，公司存货周转率呈上升趋势，分别为 0.34 次和 0.64 次；总资产周转率分别为 0.18 次和 0.28 次，呈现波动上升，主要是营业收入增长以及存货下降较快带动总资产下降所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司流动资产周转率、存货周转率和总资产周转率处于行业正常水平，整体看公司经营效率尚可。

表19 2015年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	流动资产周转率	存货周转率	总资产周转率
万科 A	0.32	0.32	0.30
保利地产	0.36	0.29	0.32
世茂股份	0.39	0.34	0.23
阳光城	0.36	0.35	0.35
行业平均值	--	1.01	0.23
行业中位数	--	0.25	0.23
深国投地产	0.36	0.64	0.28

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，流动资产周转率及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

7. 关联交易

公司资金拆借主要来自母公司，截至 2015 年底，公司关联方拆借资金共计 23 亿元，主要用于补充公司流动资金，其中 18.6 亿元已还清。

2015 年，公司其他应收款的关联方交易共计 115.01 亿元，占公司其他应收款的 97.84%，主要为关联方往来款，其中对深圳莱蒙投资控股有限公司的关联其他应收款占 74.06%。

2015 年，公司其他应付款的关联方交易共计 44.06 亿元，占公司其他应付款的 79.08%，主要为关联方往来款，其中深圳莱蒙投资控股有限公司关联其他应付款占 81.70%。

2015 年，公司购销商品、提供和接受劳务的关联方交易共计 556.62 万元，占当期公司营业总成本的 0.10%，该类关联交易大多按照市场价格进行交易，对公司经营独立性影响较小，公司对这类关联交易依赖较小。

整体看，公司与关联方的资金往来为公司正常经营提供了一定的资金支持，但应收款项和应付款项方面关联方占比很大，对公司经营独立性产生一定影响。

8. 经营关注

跨区域经营风险

目前公司分别在深圳、惠州、杭州、常州和南京等地进行房地产项目开发，各地区经济发展不平衡，购房偏好等存在一定差异，若公司不能合理把握各项目所在城市的经济发展趋势、房地产政策和市场环境，有可能使所开发产品与当地市场需求不符，从而面临跨区域经营的风险。

项目开发风险

公司项目开发包括选址、购地、策划、设计、施工、销售及售后服务等多个环节，具有开发周期长、投资金额大的特点，且受到政府审批、市场环境等因素的影响。若公司项目开发各环节及外部环境发生变化，将对项目开发周期和预期收益产生一定影响。

施工安全风险

公司大部分物业的项目施工均由其下属建筑公司承担，若公司未能及时发现并合理防范施工安全风险，则可能会为公司带来处罚、赔偿等风险，影响公司声誉及正常经营。

销售风险

公司房地产业务存在地域较为集中的风险。近两年公司 90%以上销售收入主要来自于深圳、南京、南昌、杭州及常州地区，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。

9. 未来发展

未来几年，公司将继续以房地产开发为主业，但未来比例会减少，逐渐向服务运营商转型；未来拿地区域将会集中在一线城市周边、核心二线城市以及三线城市中的省会城市，作为重点发展区域的业务布局；严格执行品牌规范，通过做好项目，增强品牌效应；在控制风险的前提下增强企业整体盈利能力，全面提升管理水平，迅速扩大主业经营规模 and 提供经营效益。

从具体措施来看，主要包括：做好运营资金和开发计划管理，稳健运营现有项目，以增强公司盈利为目标，加大去库存力度，打造品牌；继续稳妥推进新项目拓展，密切关注和研究区域市场，根据市场形势及变化审慎面对投资机会，根据公司实际运营情况，新增开发项目；开展业务创新，一方面拓展以健康生活为主题的城市综合体，另一方面，利用深圳旧改项目提高公司未来几年整体盈利能力。此外，公司将利用云南城投资源打造“房地产+大休闲大健康”的经营模式，加快商品住宅周转率以及实现商业地产的保值增值。未来人才储备及成本管控方面，公司将加快专业管理能力的提升，不断提高设计策划、成本管控、工程施工、销售策划及售后服务等专业管理能力。

总体看，公司将稳健经营现有房地产开发业务，同时积极拓展新的项目，公司未来发展规划明确，有利于公司未来发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013~2015 年度财务报表经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部 2014 年修订的新版企业会计准则。

2013~2015 年，公司通过股权收购、同一控制下企业合并以及新设子公司，使得财务报表合并范围逐年扩大。公司主营业务不变，执行新版会计准则未导致报表数据变化，重大会计估计未发生变更，公司财务报表仍具有可比性。

表20 2013~2015年公司财务报表合并范围变化

时间	子公司名称	变动方向	变动原因
2013 年	杭州莱水房地产开发有限公司	新增	设立子公司
	深圳市莱蒙鼎丰投资管理有限公司	新增	设立子公司
	深圳市锦悦投资管理有限公司	新增	设立子公司
	深圳市钰创投资管理有限公司	新增	设立子公司
	深圳市鼎创投资管理有限公司	新增	设立子公司
	深圳市创卓投资管理有限公司	新增	设立子公司
	南昌莱蒙置业有限公司	新增	设立孙公司
	南京莱蒙水榭花都房地产开发有限公司	新增	设立孙公司
	深圳市博程投资发展有限公司	新增	设立孙公司
	深圳市领誉投资管理有限公司	新增	设立孙公司
2014 年	深圳市磐业科技开发有限公司	新增	股权收购
	上海莱鹏商务咨询有限公司	新增	设立孙公司
	深圳市科誉投资管理有限公司	新增	设立孙公司
	深圳市莱蒙都会投资发展有限公司	新增	设立孙公司
2015 年	深圳市中益名浩房地产开发有限公司	新增	股权收购
	莱蒙房地产（深圳）有限公司	新增	同一控制下企业合并
	深圳市莱蒙商业投资管理有限公司	新增	同一控制下企业合并
	深圳市乐达文化科技有限公司	新增	设立孙公司
	深圳市博建地投资发展有限公司	新增	设立孙公司
	深圳市融建业投资发展有限公司	新增	设立孙公司

资料来源：审计报告

截至 2015 年底，公司合并资产总额 288.51 亿元，负债总额 175.50 亿元，所有者权益总额（含少数股东权益）113.02 亿元，归属于母公司所有者权益 75.46 亿元。2015 年公司实现营业收入 87.24 亿元，净利润（含少数股东损益）16.74 亿元，归属于母公司所有者的净利润 11.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.50 亿元，现金及现金等价物净增加额-19.13 亿元。

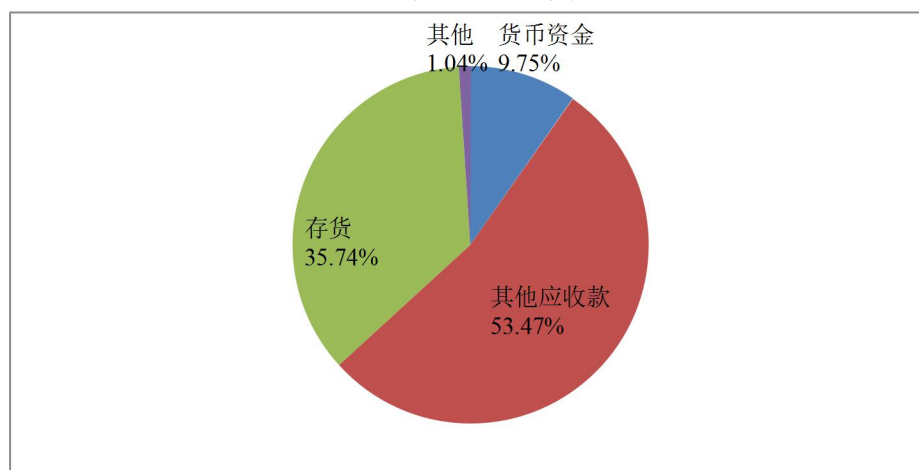
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模先升后降，年均复合减少 0.24%。截至 2015 年底，公司资产总额 288.51 亿元，较年初减少 13.85%，主要系流动资产的减少所致；流动资产占比 76.19%，非流动资产占比 23.81%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产规模呈波动下降态势，年均复合减少 5.19%。截至 2015 年底，公司流动资产 219.82 亿元，较年初减少 17.17%，主要系存货和货币资金的减少所致；公司流动资产主要由其他应收款（占比 53.47%）、存货（占比 35.74%）和货币资金（占比 9.75%）构成，如下图所示。

图7 2015年底公司流动资产构成



资料来源：审计报告

近三年，公司货币资金呈逐年下降趋势，年均复合减少 33.73%，主要系公司偿还债务的规模较大所致。截至 2015 年底，公司货币资金 21.43 亿元，较年初减少 44.06%，主要系偿还债务及经营活动现金净流出所致。公司货币资金中，银行存款占比 79.40%，其他货币资金占比 20.56%；其他货币资金中，因抵押、质押等对使用有限制的货币资金 2.25 亿元，其余为短期理财产品。公司货币资金受限比率为 10.50%，受限程度不高。

公司其他应收款包括关联方往来款、回迁保证金、房租押金和其他往来款。近三年，公司其他应收款呈波动增长态势，年均复合增长率为 8.50%，主要系公司与关联方往来款的规模变动所致。截至 2015 年底，公司其他应收款 117.53 亿元，较年初减少 4.47%，主要系两家关联方到期还款合计 13.83 亿元所致。2015 年底公司累计计提坏账准备 173.79 万元，整体计提比例 0.01%，未对关联方其他应收款计提坏账准备。近三年公司对母公司深圳莱蒙投资控股有限公司的其他应收款规模逐年扩大，分别为 64.49 亿元、75.59 亿元和 85.18 亿元，2015 年底该款项在其他应收款总额中占比 72.46%，在公司资产总额中占比 29.50%。公司其他应收款集中度高，存在较大的集中度风险；被母公司占用的资金规模较大，对公司经营性现金流造成不利影响。

表21 截至2015年底公司其他应收款构成（单位：万元、%）

项目	期末余额	金额比例	坏账准备	计提比例
组合 1：关联方其他应收款	1,162,426.50	98.89	--	--
组合 2：除关联方其他应收款外的其他应收款	13,031.26	1.11	159.16	1.22
账龄 1 年以内	9,947.77	0.85	--	--
账龄 1~3 年	3,063.56	0.26	153.18	5.00
账龄 3 年以上	19.93	<0.01	5.98	30.00
单项金额不重大但单独计提坏账准备的其他应收款	14.63	<0.01	14.63	100.00
其他应收款合计	1,175,472.40	100.00	173.79	0.01
前五大其他应收款合计	1,023,481.82	87.07	--	--
其中：深圳莱蒙投资控股有限公司（账龄 1~3 年）	851,751.38	72.46	--	--
深圳市臻康贸易有限公司（账龄 1~3 年）	67,784.95	5.77	--	--

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。

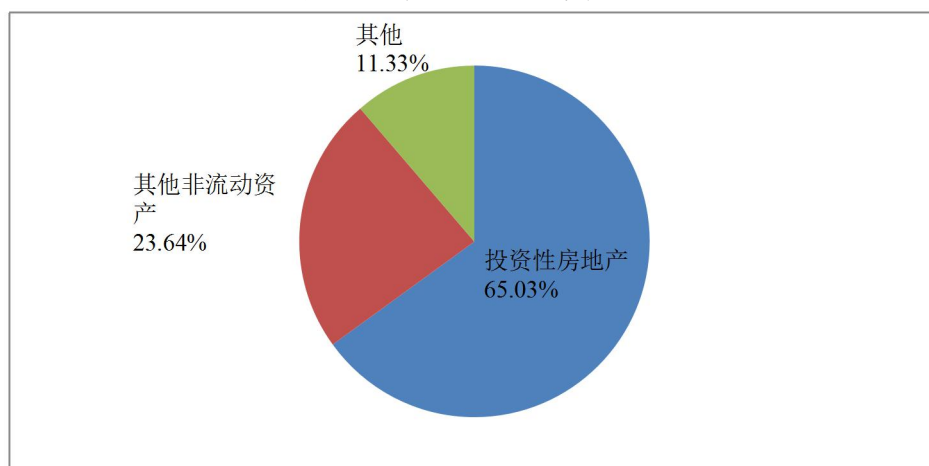
近三年，公司存货呈波动下降态势，年均复合减少 7.01%。截至 2015 年底，公司存货余额 78.55 亿元，较年初减少 23.95%，主要系当年公司房地产销售收入集中结转所致。公司存货中开发成本占比 82.69%，主要项目有南京水榭阳光花园、南昌莱蒙都会、深圳市龙岗南联旧村改造等；

开发产品占比 17.30%，主要项目有杭州水榭春天、深圳莱蒙水榭春天等。公司未对存货计提跌价准备。2015 年底用于债务担保的存货余额 8.23 亿元，占比 10.48%，受限程度不高。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长率为 23.07%，主要系投资性房地产的增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 68.70 亿元，较年初减少 1.19%，主要由投资性房地产（占比 65.03%）和其他非流动资产（占比 23.64%）构成，如下图所示。

图8 2015年底公司非流动资产构成



资料来源：审计报告

2014~2015 年，公司长期应收款分别为 2.20 亿元和 1.50 亿元，其性质为长期应收借出款项，借款方为深圳市燕翰实业有限公司。公司持有深圳市燕翰实业有限公司 40% 股权，该借款期限最长不超过公司持股时间。该借出款项年利率 16.50%，深圳市宗新实业投资有限公司提供连带责任保证担保。2015 年，深圳市燕翰实业有限公司还款 7,000 万元。

公司投资性房地产采用公允价值计量模式。近三年，公司投资性房地产呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 15.78%，主要系位于深圳的投资性房地产公允价值增长所致。截至 2015 年底，公司投资性房地产 44.67 亿元，较年初增长 15.10%，其中前五大投资性房地产评估总值占比 90.39%，以南昌市南北地块和深圳市水榭春天花园商铺为主（见下表）。2015 年底公司投资性房地产中成本合计 14.09 亿元，占比 31.53%；公允价值变动合计 30.59 亿元，占比 68.47%。公司尚未办妥产权证书的投资性房地产共 3 宗，账面价值合计 0.78 亿元，规模较小。公司用于债务担保的投资性房地产账面价值合计 30.43 亿元，占总额的 68.12%，受限规模较大。

表22 截至2015年底公司前五大投资性房地产（单位：万元、万平方米、元/平方米）

序号	项目	区域	评估总值	占比	面积	评估单价
1	南昌市红谷滩新区金融大街以西、规划路以北地块	南昌	150,170.64	33.61	10.01	15,000.00
2	水榭春天花园	深圳	132,119.38	29.57	2.57	51,311.29
3	东莞市南城区鸿福路 88 号深国投时尚岛一期广场	东莞	50,876.42	11.39	2.87	17,700.00
4	莱蒙春天花园	深圳	44,507.87	9.96	0.77	57,769.27
5	常州湖塘花园 15 号	常州	26,158.03	5.86	3.26	8,022.29
合计			403,832.34	90.39	19.48	20,730.61

资料来源：公司提供

近三年，公司其他非流动资产呈波动增长态势，年均复合增长率为 59.98%，主要系 2014 年

子公司南昌莱蒙置业有限公司投放给母公司深圳莱蒙投资控股有限公司委托贷款 10.50 亿元所致。截至 2015 年底，公司其他非流动资产 16.24 亿元，较年初减少 22.25%，主要系部分委托贷款到期还款所致。2015 年底公司持有 2 笔委托贷款，合计 13.80 亿元，占其他非流动资产总额的 84.98%，其中投放给母公司的委托贷款占比 64.66%（见下表）。公司以较低的利率为母公司提供了较大规模的融资支持。

表 23 2015 年底公司持有至到期投资构成（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占比	备注
委托贷款-南昌银行红谷滩支行	10.50	64.66	南昌莱蒙置业有限公司委托贷款给深圳莱蒙投资控股有限公司，借款期限 2014~2017 年，年利率 3%。
委托贷款-星展银行（中国）有限公司上海分行	3.30	20.32	南昌莱蒙置业有限公司委托贷款给广州国际电子大厦有限公司，借款期限 2014~2017 年，年利率 3%。
合计	13.80	84.98	

资料来源：审计报告

总体看，公司资产构成以流动资产为主，但流动性较差的其他应收款和投资性房地产占比较高；公司资产受限程度一般，但以其他应收款和委托贷款形式为母公司提供融资的规模较大，2015 年底其规模为 95.68 亿元，占公司资产总额的 33.16%。公司资产整体质量一般。

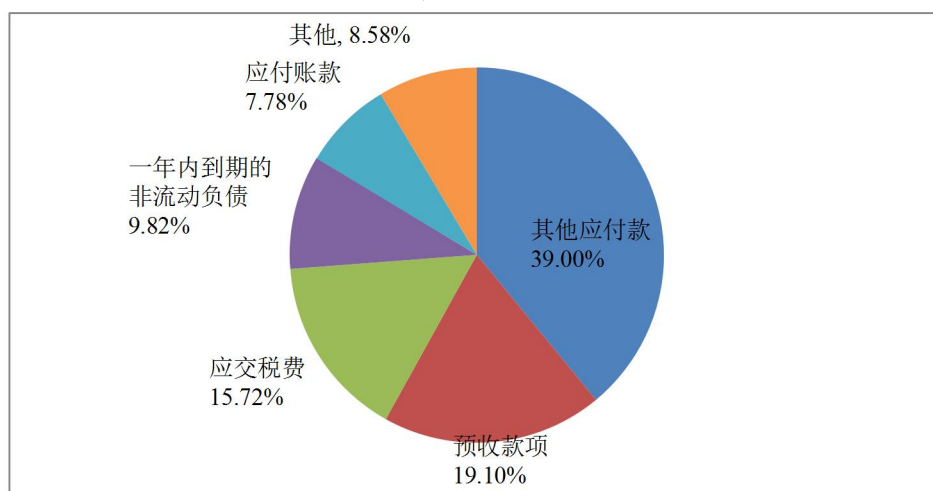
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债规模呈波动降低态势，年均复合减少 11.68%。截至 2015 年底，公司负债总额 175.50 亿元，较年初减少 33.32%，主要系流动负债的减少所致；公司负债中流动负债占比 83.07%，非流动负债占比 16.93%，负债结构以流动负债为主。

近三年，公司流动负债呈波动下降态势，年均复合减少 5.35%，其中 2014 年增长 32.44%，2015 年减少 32.35%，均主要系预收款项的增减波动所致。截至 2015 年底，公司流动负债 145.79 亿元，主要由其他应付款（占比 39.00%）、预收款项（占比 19.10%）、应交税费（占比 15.72%）、一年内到期的非流动负债（占比 9.82%）和应付账款（占比 7.78%）构成，如下图所示。

图 9 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

公司应付账款主要由应付工程款和应付材料款构成。近三年，公司应付账款呈波动增长态势，年均复合增长率为 22.61%，其中 2014 年增长 81.41%，主要系公司多个项目开发进度接近尾声，应付完工工程款规模较大所致；2015 年减少 17.13%，主要系当年项目集中竣工，进行结算支付的工程款规模较大所致。截至 2015 年底，公司应付账款 11.35 亿元，其中应付工程款占比 95.69%，应付费用占比 3.75%。账龄超过 1 年的重要应付账款共计 0.21 亿元，规模较小，大部分应付账款账龄在 1 年以内。

公司预收款项包括预收房款、预收租金和预收经营管理服务费，以预收房款为主。近三年，公司预收款项呈波动下降态势，年均复合减少 22.34%，主要系公司房屋签约销售收入的波动所致。2015 年底公司预收款项较年初减少 60.94%，主要系莱蒙水榭春天项目销售进度放缓及开盘数量减少所致。账龄超过 1 年的重要预收账款合计 3.82 亿元，占比 13.73%。

近三年，公司应交税费规模基本保持稳定，年均复合增长率为 1.24%。截至 2015 年底，公司应交税费 22.92 亿元，较年初增长 7.53%，主要系当年公司拿地成本较低使得应交土地增值税增长所致。2015 年底土地增值税在公司应交税费中占比 79.79%。

公司其他应付款包括关联公司往来款、代收代付款项、应付代售房款、退房款等。近三年，公司其他应付款呈波动增长态势，年均复合增长率为 4.84%。截至 2015 年底，公司其他应付款 56.85 亿元，较年初减少 8.05%，主要系公司偿还对母公司的应付往来款 21.55 亿元所致。2015 年底其他应付款中，关联公司往来款占比 87.14%，应付待售房款占比 5.04%；账龄超过 1 年的重要其他应付款共 2 笔，合计 2.11 亿元，占比 3.71%。在偿还了对母公司的应付往来款后，公司其他应付款集中度较低。

近三年，公司一年内到期的非流动负债呈波动降低态势，年均复合减少 10.87%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 14.32 亿元，较年初减少 44.73%，均为一年内到期的长期借款。

2013~2015 年，公司非流动负债规模逐年缩小，年均复合减少 30.93%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 29.70 亿元，较年初减少 37.70%，主要系长期借款的减少所致。非流动负债主要由长期借款（占比 63.68%）和递延所得税负债（占比 27.36%）构成。

近三年，公司长期借款呈逐年减少趋势，年均复合减少 42.48%，主要系公司大幅缩小借款规模以降低财务费用所致。截至 2015 年底，公司长期借款 18.91 亿元，较年初减少 49.18%。公司长期借款包括抵押借款、保证借款和质押借款三种形式，其中抵押借款占比 84.48%，无信用借款。从长期借款期限分布来看，2017 年到期的长期借款余额 12.33 亿元，其余 6.58 亿元长期借款将在 2020 年及以后到期。公司长期借款存在集中偿付现象。

公司递延所得税负债主要来自于投资性房地产公允价值变动损益。近三年，公司递延所得税负债呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 26.65%，主要系公司投资性房地产公允价值逐年增长所致。截至 2015 年底，公司递延所得税负债 8.13 亿元，较年初增长 21.12%。

2013~2015 年，公司全部债务³规模呈逐年下降趋势，年均复合减少 28.64%。截至 2015 年底，公司全部债务 40.35 亿元，其中有息债务 40.15 亿元；有息债务中短期债务占比 46.71%，长期债务占比 53.29%，长期债务占比较高。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 60.83%、26.31%和 15.92%，均处于合理水平；以上指标较年初分别降低 17.76 个百分点、23.28 个百分点和 20.44 个百分点，短期债务和长期债务的下降幅度均较大。

总体看，公司负债以流动负债为主，负债结构与资产结构较匹配，2015 年公司大幅缩减债务

³ 公司应付票据不计息，故不计入有息债务，但计入全部债务。

规模后，债务负担较轻。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 31.94%。截至 2015 年底，公司所有者权益 113.02 亿元，较年初增长 57.60%，主要系当年公司增资 25.00 亿元所致。归属于母公司所有者权益合计 75.46 亿元，其中实收资本占比 46.38%，资本公积占比 2.38%，盈余公积占比 1.42%，未分配利润占比 49.85%。

总体看，公司未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性有待提升。

4. 盈利能力

2013~2015 年，随着到达竣工结转节点的项目规模的扩大，公司营业收入逐年大幅增长，分别为 28.39 亿元、55.86 亿元和 87.24 亿元，年均复合增长率为 75.29%；营业利润分别为 12.62 亿元、16.51 亿元和 22.63 亿元，年均复合增长率为 33.88%，慢于营业收入的增速，主要系公司主营业务毛利率降低所致；净利润分别为 8.95 亿元、13.01 亿元和 16.74 亿元，年均复合增长率为 36.71%；归属于母公司所有者的净利润分别为 4.64 亿元、8.64 亿元和 11.42 亿元，年均复合增长率为 56.89%。

期间费用方面，近三年，公司费用总额呈逐年增长趋势，年均复合增长率为 16.92%，主要系财务费用的增长所致。2015 年公司费用总额 5.62 亿元，其中销售费用占比 24.29%，管理费用占比 36.57%，财务费用占比 39.14%，财务费用占比较高。近三年公司销售费用和管理费用规模相对稳定，财务费用波动增长，其中 2015 年公司财务费用 2.20 亿元，较上年增长 958.14%，主要系 2015 年公司大部分贷款项目已完工，相关借款产生的利息不符合资本化条件，需要费用化所致。近三年公司费用收入比分别为 14.49%、7.48%和 6.45%，公司费用控制能力逐年增强。

近三年，公司公允价值变动收益呈波动下降态势，年均复合减少 10.49%，全部系投资性房地产的公允价值变动收益。2015 年公司公允价值变动收益 5.42 亿元，占营业利润的 23.98%，占比较高，对公司利润水平影响较大。

近三年，公司投资收益分别为 0.37 亿元、0.34 亿元和 2.83 亿元，2015 年投资收益规模较大，占营业利润的 12.51%，主要是上一年委托贷款规模大幅增长导致当年利息收入增加所致，其中委托贷款利息收入 1.09 亿元，出售可供出售金融资产收益 1.75 亿元。公司委托贷款将在 2017 年到期，投资收益的可持续性较差。

近三年，资产减值损失和营业外收入对公司利润水平影响较小，2015 年两者规模分别为 0.33 亿元和 0.10 亿元，在利润总额中的占比分别为 1.47%和 0.46%。

从盈利指标来看，近三年，公司总资产收益率分别为 9.78%、9.71%和 13.11%，总资产报酬率分别为 5.72%、5.86%和 8.11%，两项指标均在 2015 年上升较快，主要系当年计入财务费用的利息支出大幅增长所致；净资产收益率分别为 14.65%、19.04%和 18.12%，呈波动上升态势，2015 年指标下降主要系股东增资 25.00 亿元所致。与房地产开发行业上市公司相比，公司净资产收益率处于中等水平，总资产报酬率和销售毛利率处于较高水平（见下表）。

表24 2014年同行业上市公司盈利能力指标比较（单位：%）

股票代码	股票简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
600823.SH	世茂股份	12.50	4.79	41.40
000002.SZ	万科 A	19.08	4.64	29.35
000671.SZ	阳光城	27.30	4.82	29.14
600048.SH	保利地产	21.56	5.93	32.03
	深国投地产	19.04	5.86	40.50

资料来源：Wind 资讯，公司审计报告

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 Wind 资讯，其应收账款与存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，近三年公司营业收入和净利润逐年增长，费用控制能力增强，投资性房地产公允价值变动收益对公司利润水平影响较大，盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，2013~2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金呈波动下降态势，年均复合减少 18.25%，主要系公司签约销售金额减少所致。近三年公司购买商品、接受劳务支付的现金规模逐年下降，年均复合减少 37.30%，主要系公司新开工面积逐年减少所致。由于公司往来款较多，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金规模均较大，以往来款的收付为主，近三年均呈波动下降趋势，分别年均复合减少 15.92%和 10.78%；2015 年公司收到和支付其他与经营活动有关的现金，在经营性现金流入和流出中分别占比 67.60%和 75.42%，往来款对公司经营性现金流影响较大。近三年公司经营性净现金流分别为-13.63 亿元、21.28 亿元和-8.50 亿元，在净流入和净流出之间大幅波动，主要系往来款的收付所致。从收入实现质量来看，近三年公司现金收入比率分别为 231.36%、145.67%和 50.32%，呈下降趋势。

从投资活动看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入分别为 0.80 亿元、3.68 亿元和 3.15 亿元，其中 2014 年规模较大主要系公司收回委托贷款投资 3.00 亿元所致，2015 年主要系公司转让上海枫丹丽舍房地产开发有限公司 6.85%股权，收到转让款约 2 亿元所致。近三年公司投资活动现金流出分别为 0.68 亿元、18.68 亿元和 1.55 亿元，其中 2014 年规模较大主要系对母公司的委托贷款 10.50 亿元所致。近三年公司投资性净现金流分别为 0.13 亿元、-15.00 亿元和 1.59 亿元，波动幅度大。

从筹资活动看，2013~2015 年，公司取得借款收到的现金总额逐年降低，年均复合减少 45.86%，2015 年为 17.18 亿元。由于借款金额减少，为补充营运资金，公司于 2015 年增资 25.00 亿元。近三年公司偿还债务支付的现金分别为 22.29 亿元、45.94 亿元和 47.32 亿元，年均复合增长 45.71%，规模较大。近三年公司筹资性净现金流分别为 35.83 亿元、-16.76 亿元和-12.23 亿元，近两年公司长期借款集中到期，对公司现金流造成一定压力。

总体看，公司经营活动产生的现金流量不稳定，往来款的收付对现金流影响较大；除 2014 年对母公司的委托贷款外，公司其他投资活动规模较小；近两年公司长期借款集中到期，筹资活动现金净流出规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，公司流动比率分别为 1.50 倍、1.23 倍和 1.51 倍，速动比率分别为 0.94 倍、0.75 倍和 0.97 倍，基本保持稳定，2014 年指标数值较低主要系当年预收款项规模较大所致。近三年公司现金短期债务比分别为 2.21 倍、1.30 倍和 1.13 倍，呈下降趋势，

但保护程度仍较高。经营现金流负债比率分别为-8.37%、9.87%和-5.83%，经营活动现金流对流动负债的保障能力弱。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，公司EBIDTA分别为13.85亿元、18.83亿元和25.82亿元，年均复合增长率为36.55%，主要系公司利润逐年大幅增长所致。2015年公司EBIDTA主要由利润总额(占比87.70%)和计入财务费用的利息支出(占比10.24%)构成。近三年公司EBIDTA利息倍数分别为2.36倍、2.37倍和5.07倍，公司利息支出规模较大，EBIDTA对利息的覆盖程度一般；EBIDTA全部债务比分别为0.17倍、0.27倍和0.64倍，EBIDTA对全部债务的覆盖程度较高。公司经营活动净现金流不稳定，对全部债务的保障能力较弱。整体看，公司长期偿债能力较强。

从融资能力来看，公司与多家银行建立了良好合作关系，截至2015年底，公司获得的银行授信额度合计54.22亿元，尚未使用的授信额度为4.17亿元，已使用的授信额度中有部分用于偿还银行借款。公司间接融资渠道有待拓宽。

公司存在较严重的资金被母公司所占用的问题，影响公司现金流状况。2013~2015年，公司以其他应收款和委托贷款形式为母公司所占用的资金规模分别为64.49亿元、86.09亿元和95.68亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长率为21.80%；占用资金占公司资产总额的比重分别为22.24%、25.71%和33.14%，呈逐年提升趋势。母公司对公司的资金占用逐年加重，对公司偿债能力造成不利影响。

表25 近三年母公司对公司的资金占用情况(单位：亿元、%)

年份	2013年		2014年		2015年	
项目	占用金额	占总资产比重	占用金额	占总资产比重	占用金额	占总资产比重
其他应收款	64.49	22.24	75.59	22.57	85.18	29.50
委托贷款	0.00	0.00	10.50	3.14	10.50	3.64
合计	64.49	22.24	86.09	25.71	95.68	33.14

资料来源：审计报告

注：公司对母公司的委托贷款期限为2014~2017年，利率为3%。

截至2015年底，公司对外担保共3笔，合计10.59亿元，均为对关联方的担保。公司对外担保率为9.37%，目前被担保企业均正常经营，或有负债风险较低。

表26 截至2015年底公司对外担保情况(单位：亿元、%)

担保方	被担保方	担保金额	占比	担保起始日	担保终止日
深圳市水榭花都房地产开发有限公司	深圳市燕翰实业有限公司	5.00	47.22	2015年9月	2018年8月
深圳市水榭花都房地产开发有限公司	祥康信息咨询(深圳)有限公司	3.70	34.94	2013年9月	2021年9月
常州莱蒙商业管理有限公司	常州莱蒙都会置业有限公司	1.89	17.84	2015年5月	2021年1月
合计		10.59	100.00		

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司无重大诉讼或仲裁情况。

根据中国人民银行出具的企业信用报告(机构信用代码：G10440303013284207)，截至2016年3月29日，公司无不良或违约类贷款信息。

总体看，公司偿债能力指标较好，或有负债风险较低，但融资渠道有待拓宽。公司整体偿债能力较强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年底，公司有息负债总额 39.52 亿元。本次拟发行债券规模不超过 40.00 亿元，占公司 2015 年底全部债务总额的 101.21%，对公司现有债务负担影响大。

以 2015 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 40.00 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率将分别变为 65.60%、41.55% 和 35.20%，分别上升了 4.77 个百分点、15.24 个百分点和 19.28 个百分点，债务负担增加幅度较大，但公司债务负担尚处于适中水平。考虑到募集资金将有部分用于偿还银行借款，公司实际债务负担将低于预测值。

2. 本次公司偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年的 EBIDTA 为 25.82 亿元，为本次公司债券发行额度（40.00 亿元）的 0.65 倍，EBIDTA 对本次公司债券的覆盖程度较高。公司 2015 年的经营活动现金流入量为 135.48 亿元，为本次公司债券发行额度的 3.39 倍，对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为莱蒙国际在大陆的运营主体，具有较丰富的房地产开发经验，在建项目品质较高，债务负担较轻，盈利能力较强，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

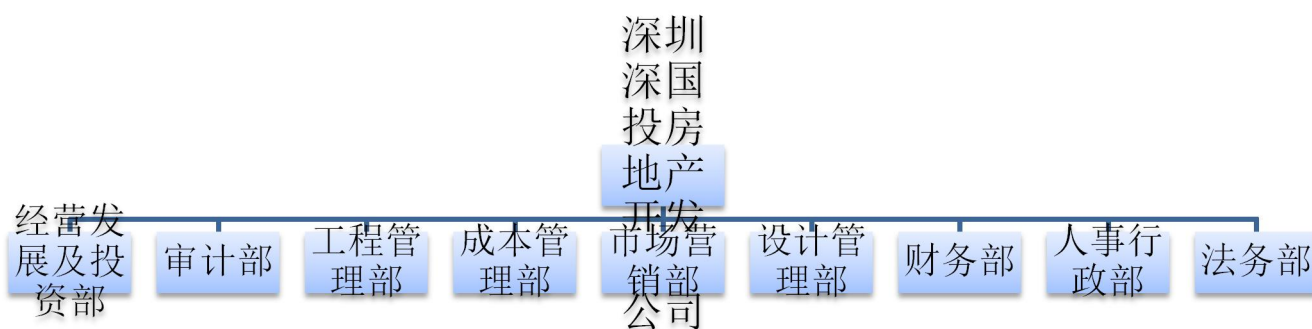
九、综合评价

公司作为莱蒙国际集团有限公司旗下核心企业，以莱蒙国际中国境内房地产开发业务板块为依托，具有丰富的房地产开发经验，在建项目的品质较高，以及在区域市场内拥有较高的品牌知名度、债务负担较轻等优势。同时，联合评级也关注到公司土地储备规模偏小、关联方占款规模大以及盈利能力对公允价值变动收益的依赖过多等因素给公司信用水平带来的不利影响。

公司在建项目地理位置较好，未来随着项目的稳步推进，公司经营状况有望保持良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

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	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	289.90	334.91	288.51
所有者权益(亿元)	64.92	71.71	113.02
短期债务(亿元)	22.07	29.58	18.95
长期债务(亿元)	57.17	40.96	21.40
全部债务(亿元)	79.24	70.55	40.35
营业收入(亿元)	28.39	55.86	87.24
净利润(亿元)	8.95	13.01	16.74
EBITDA(亿元)	13.85	18.83	25.82
经营性净现金流(亿元)	-13.63	21.28	-8.50
应收账款周转次数(次)	207.20	487.10	955.91
存货周转次数(次)	0.21	0.34	0.64
总资产周转次数(次)	0.12	0.18	0.28
现金收入比率(%)	231.36	145.67	50.32
总资本收益率(%)	9.78	9.71	13.15
总资产报酬率(%)	5.72	5.86	8.11
净资产收益率(%)	--	19.04	18.12
营业利润率(%)	33.81	26.81	23.30
费用收入比(%)	14.49	7.48	6.45
资产负债率(%)	77.61	78.59	60.83
全部债务资本化比率(%)	54.97	49.59	26.31
长期债务资本化比率(%)	46.83	36.36	15.92
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.37	5.07
EBITDA 全部债务比(倍)	0.17	0.27	0.64
流动比率(倍)	1.50	1.23	1.51
速动比率(倍)	0.94	0.75	0.97
现金短期债务比(倍)	2.21	1.30	1.13
经营现金流动负债比率(%)	-8.37	9.87	-5.83
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.35	0.47	0.65

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	
总资产收益率	(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。

联合信用评级有限公司关于 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的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年深圳深国投房地产开发有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳深国投房地产开发有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳深国投房地产开发有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳深国投房地产开发有限公司的相关状况，如发现深圳深国投房地产开发有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如深圳深国投房地产开发有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至深圳深国投房地产开发有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳深国投房地产开发有限公司、监管部门等。

