

信用等级公告

联合〔2020〕1097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深圳市龙光控股有限公司主体长期信用状况和拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第三期）进行综合分析和评估，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拟面向合格投资者公开发行的 2020 年公司债券（第三期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年七月二十九日



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 2020 年公开发行公司债券 (面向合格投资者) (第三期) 信用评级报告

本期债券信用等级: AAA

公司主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

发行规模: 不超过 20 亿元 (含)

债券期限: 本期债券为 5 年期, 附第 3 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权

还本付息方式: 按年付息, 到期还本

评级时间: 2020 年 7 月 29 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,001.48	1,560.09	1,834.58	1,888.99
所有者权益 (亿元)	279.44	351.96	406.70	401.88
长期债务 (亿元)	160.07	193.98	151.41	239.39
全部债务 (亿元)	295.48	346.69	394.91	433.03
营业收入 (亿元)	271.05	444.67	557.94	47.96
净利润 (亿元)	69.71	95.23	115.96	7.25
EBITDA (亿元)	95.62	129.39	163.42	--
经营性净现金流 (亿元)	143.85	153.36	4.66	-47.93
营业利润率 (%)	28.59	29.05	28.79	29.07
净资产收益率 (%)	26.33	30.16	30.57	--
资产负债率 (%)	72.10	77.44	77.83	78.72
全部债务资本化比率 (%)	51.40	49.62	49.26	51.87
流动比率 (倍)	1.42	1.30	1.19	1.26
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/本次发债额度 (倍)	4.78	6.47	8.17	--

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. 公司 2020 年 1 季度财务数据未经审计, 相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 对深圳市龙光控股有限公司 (以下简称“公司”或“龙光控股”) 的评级反映了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。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; 公司积极布局广西以及长三角环上海区域, 进一步拓展了区域布局; 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。近三年, 公司签约销售增长强劲, 利润率和经营效率维持在较高水平, 整体盈利能力很强。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。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期公司债券偿还能力的综合评估, 联合评级认为, 本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

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。近三年公司签约销售增长强劲，利润率和经营效率维持在较高水平，整体盈利能力很强。

4. 公司整体资产质量较高。近三年公司资产和利润规模大幅增长，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）

王彦 登记编号（R0040219040002）

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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

支亚楠

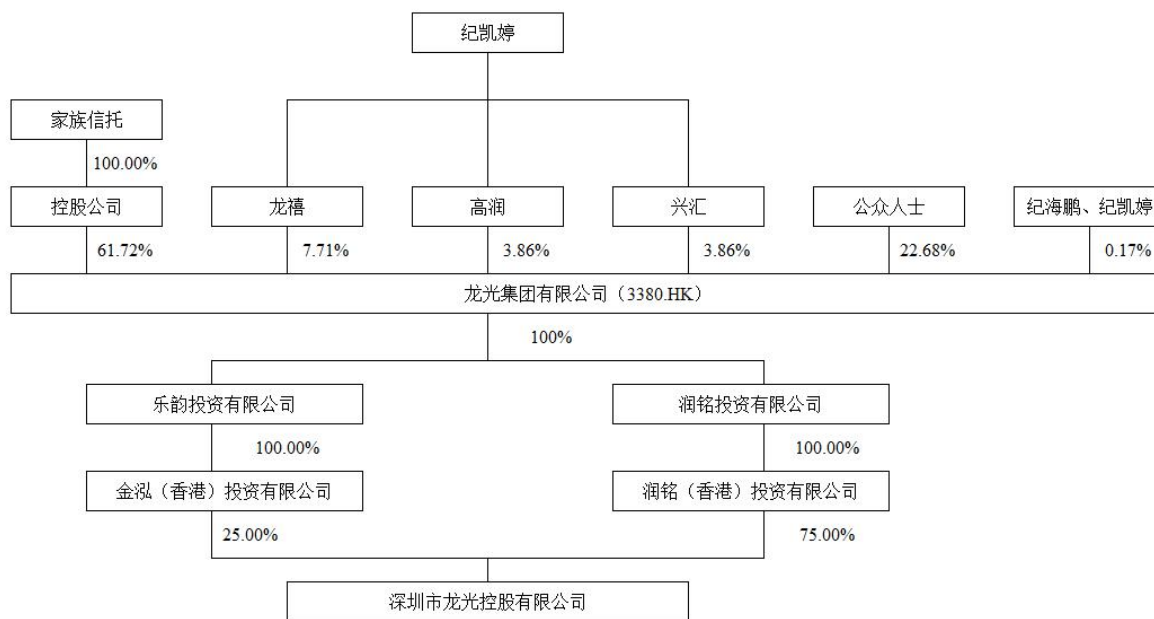
联合信用评级有限公司

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。

公司是龙光集团有限公司（以下简称“龙光集团”）旗下主要的地产业务开发平台，龙光集团于 2013 年 12 月在香港主板上市，港股代码为 3380.HK。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 4.43 亿元；龙光集团通过润铭（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集团，系公司的实际控制人。公司股权结构如下图所示。

图 1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



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 2020 年 3 月底，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 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的控股子公司 166 家；公司在职员工合计 423 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。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,888.99 亿元，负债合计 1,487.11 亿元，所有者权益

(含少数股东权益) 401.88 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 326.18 亿元。2020 年 1—3 月, 公司实现营业收入 47.96 亿元, 净利润(含少数股东损益) 7.25 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 7.37 亿元; 经营活动产生的现金流量净额-47.93 亿元, 现金及现金等价物净增加额-78.56 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、本次(期)债券及债券募集资金用途

1. 本次(期)债券概况

本期债券名称为“深圳市龙光控股有限公司 2020 年公开发行公司债券(面向合格投资者)(第三期)”。本期债券发行规模不超过 20 亿元(含 20 亿元)。本期债券面值为 100 元, 按面值平价发行。本期债券为 5 年期, 附第 3 年末投资者回售选择权和公司调整票面利率选择权。本期债券为固定利率, 票面利率将根据网下簿记建档结果确定, 由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致, 并经监管部门备案后确定。本期债券采用单利按年计息, 不计复利。每年付息一次, 到期一次还本, 最后一期利息随本金一起支付。本期债券本金的兑付通过登记机构和有关机构办理。本金兑付的具体事项将按照国家有关规定, 由公司在中国证监会和上海证券交易所指定的媒体上发布的兑付公告中加以说明。

本期债券无担保。

2. 本次(期)债券募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除发行等相关费用后, 拟用于偿还到期或行权公司债券。

三、行业分析

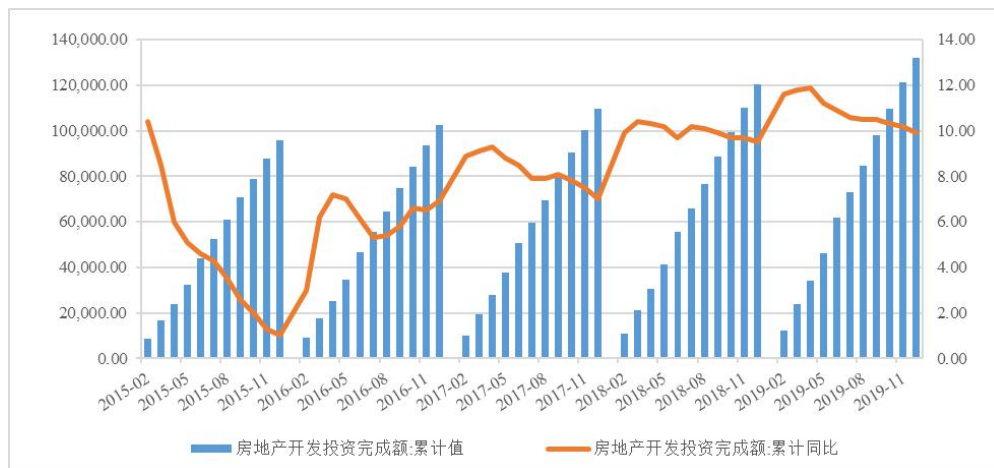
1. 行业概况

房地产业作为国民经济的重要支柱产业, 近几年行业发展较快、波动较大。受国家政策导向的影响, 房地产投资增速在 2017 年后均保持高位, 但 2019 年二季度后投资虽在高位但已呈现下降趋势。

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。经过二十几年的发展, 中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范化运作, 房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变。

从近年房地产业发展趋势来看, 受益于宽松的信贷政策和去库存政策实施, 2016 年全国房地产开发投资 102,580.61 亿元, 同比增长 6.88%, 增速较上年上升 5.88 个百分点; 2017 年, 我国房地产开发投资 109,798.53 亿元, 同比增长 7.04%, 受密集调控政策影响, 增速较上年微增 0.16 个百分点, 整体投资热情仍旧较高。2018 年, 全国房地产开发投资 120,263.51 亿元, 同比增长 9.50%, 增速较前 11 个月回落 0.20 个百分点, 但仍高于 2017 年水平, 在土地购置费和补库存驱动的新开工高增长下继续维持在高位。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。

图 2 2015—2019 年全国房地产市场发展情况（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2. 市场供需

（1）土地供应状况

2017 年，受土地增加供应量及调控政策影响，楼面均价及溢价率有所回落；2018 年后，房地产开发企业拿地趋于理性，土地溢价率继续走低。

土地是房地产开发企业主要的成本来源，土地市场受房地产宏观调控政策影响巨大，同时会受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿的影响。中央政府通过信贷、融资审批等手段限制房地产开发企业融资行为，加之需求端限购等政策，导致部分房地产开发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。

根据中指数据统计的全国 300 城市土地市场数据，2017 年，全国 300 个城市土地成交面积 95,036 万平方米，同比增长 8%；土地出让金总额为 40,623 亿元，同比增长 38%。其中，住宅用地成交面积 35,433 万平方米，同比增长 24%；商办类用地成交土地面积 10,225 万平方米，同比减少 10%。分城市来看，2017 年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控政策影响，楼面均价及溢价率均有所下滑；二线城市土地供应与成交面积与去年基本持平，土地出让金及均价同比涨幅较去年明显收窄，溢价率各季度均同比下降，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化。

2018 年，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%。其中，住宅用地成交面积 38,931 万平方米，同比增长 10%；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，房地产开发企业拿地趋于理性。分城市来看，2018 年，一线城市供地节奏放缓，同比下降 12%，成交指标均降，其中出让金总额下降 12%；二线重点城市实施“分类调控、因城施策”政策，土地供应量同比增长 16%，但土地出让金和溢价率同比回落；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快供地节奏，土地供应量、成交面积、出让金均同比走高，但溢价率同比下滑明显。

2019 年，全国 300 个城市土地供给同比微增、成交同比微降，但受益于二线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。

表 1 2017—2019 年全国 300 个城市土地交易情况（单位：万平方米、%、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
推出面积	111,907	128,440	129,816
同比	8	20	1
成交面积	95,036	105,492	106,568
同比	8	14	-1
出让金	40,623	41,773	50,294
同比	38	2	19
楼面均价	2,374	2,159	2,507
同比	26	-11	17
土地平均溢价率	29	13	13
同比	下降 14 个百分点	下降 16 个百分点	下降 0.02 个百分点

资料来源：CREIS 中指数据，联合评级整理

（2）开发资金来源状况

2017 年房地产市场调控后融资环境再次趋紧，房地产开发企业资金压力较大；2018 年，货币政策结构性宽松，2019 年一季度房地产开发企业融资环境有所回暖，但二季度再遇收紧，房地产开发企业整体融资延续趋紧的政策方向。

2016 年宽松信贷政策后，2017 年房地产开发企业融资渠道再度收紧。全年房地产开发企业到位资金 156,052.62 亿元，同比增长 8.20%，增速较上年同期下降 7.00 个百分点。其中，国内贷款 25,241.76 亿元，同比增长 17.30%；利用外资 168.19 亿元，同比增长 19.80%；自筹资金 50,872.21 亿元，同比增长 3.50%；其他资金 79,770.46 亿元，同比增长 8.60%。在其他资金中，定金及预收款 48,693.57 亿元，同比增长 16.10%；个人按揭贷款 23,906.31 亿元，同比下降 2.00%。

2018 年，房地产开发企业到位资金 165,962.89 亿元，同比增长 6.40%。其中，国内贷款同比下降 4.90%，主要系银行信贷受到监管，银行资金流入房地产市场受限所致；自筹资金同比增长 9.70%，主要系房地产开发企业发债及资产证券化规模增长所致；其他资金同比增长 7.84%，主要系房地产开发企业加快回款所致。随着政策对房地产开发企业融资的限制，房地产开发企业自身造血能力对房地产开发企业愈加重要；2018 年，央行已进行 4 次降准，释放一定流动性，货币政策结构性宽松。

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。

（3）市场供需情况

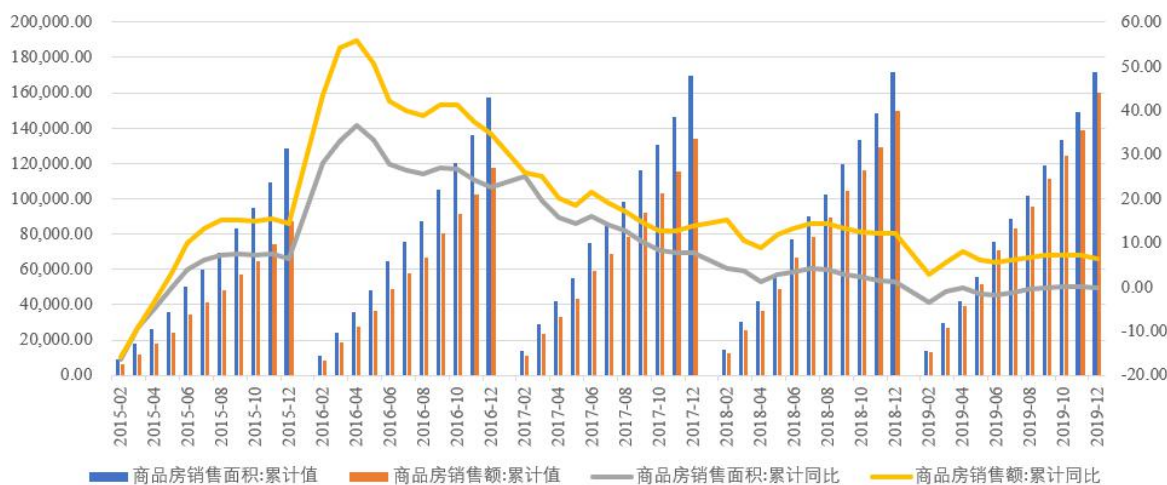
房地产销售呈现的主要特征为“韧性”，2019 年销售面积略有下滑，但销售金额仍然有一定增幅。

2017 年，商品房销售增速有所放缓，全国商品房销售面积 169,407.82 万平方米，同比增长 7.70%，增速较上年大幅下降。其中城市间分化显现，一线城市房地产销售市场逐步向二手房市场转移，二线城市房地产销售市场亦呈现明显回落态势，三线城市受益于棚改货币化安置政策仍然

表现较好。

2018 年，全国房地产销售面积 171,654.36 万平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下滑 6.40 个百分点；全国房地产销售金额 149,972.74 亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下滑 1.50 个百分点。2018 年，房地产开发企业房屋施工面积 822,300.24 万平方米，同比增长 5.20%；房屋竣工面积 93,550.11 万平方米，同比减少 7.80%；商品房待售面积 52,414 万平方米，同比减少 11.05%。分城市来看，一线城市商品房销售成交维持低位，但一季度之后，销售增速企稳回升；重点二线城市调控因城施策，销售增速低位徘徊，2018 年末增速为-0.01%；三线城市虽整体呈下降趋势但仍表现最佳，维持 2%左右增速，主要系相对宽松的调控政策、棚改货币化补偿政策，以及部分人口逆向流动所带来的返乡置业需求。但随着住建部出台因地制宜推行棚改货币化和实物安置相结合的政策，以及本轮三四线城市购买力的消耗与透支，预计未来三四线城市商品房的销售将承受一定去化压力。

图 3 近年全国商品房销售面积和销售额情况（单位：万平方米、亿元、%）



资料来源：Wind，联合评级整理

2019 年，全国房地产销售面积 171,557.87 万平方米，同比下降 0.10%，2018 年销售面积的历史高点基数效应导致 2019 年销售增速呈小幅负增长，而负增长逐月收窄体现了房地产开发企业加速去化的行业一致行为以及地区市场轮动为商品房销售面积带来的“韧性”；全国房地产销售金额为 159,725.12 亿元，同比增长 6.5%，主要系受前期土地市场价格增长所导致的成本因素驱动，同时房地产企业调整开盘区域增加售价较高的二线及核心三线城市楼盘的共同影响所致。若仅考虑住宅类商品房销售情况，住宅类商品房销售面积自 2019 年 8 月就结束了 2019 年以来的负增长，说明住宅类商品房的销售状况优于整体情况，商办类不及预期。

2020 年 1—3 月，全国房地产销售面积 21,978.32 万平方米，同比下降 26.30%；商品房销售额 20,364.86 亿元，下降 24.70%。

（4）销售价格情况

2017 年和 2018 年，一、二线城市房地产价格增速大幅下降，三线城市价格增速降缓；2019 年，一线城市价格增速触底回升，二、三线城市价格增速继续下探，总体百城价格指数 2019 年虽有上涨但增速逐步回落。

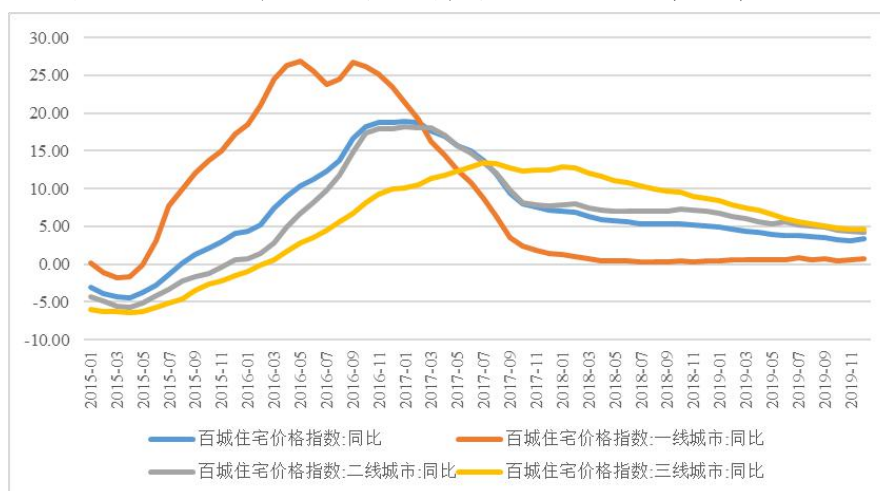
2017 年，一线城市和二线城市百城住宅价格指数增速持续放缓。其中一线城市同比增速从年初的 21.37%大幅下降至年末的 1.43%，二线城市同比增速从年初的 18.27%下降至年末的 7.70%，

一二线城市房地产市场明显降温；三线城市百城住宅价格指数增速上半年持续上升、下半年企稳，达到 12% 左右水平。

2018 年末，百城住宅价格指数中一线城市同比增长 0.40%、二线城市同比增长 7.08%、三线城市同比增长 8.71%，一、二、三线城市百城住宅价格指数增速均有所放缓。

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。

图 5 2015 - 2019 年全国百城住宅销售价格指数同比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind，联合评级整理

3. 行业竞争

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。

2017 年，房地产市场集中度继续提高，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 24.16% 和 32.46%，分别较上年提高 5.44 和 7.23 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积分别为 15.38% 和 20.03%，分别较上年提高 2.84 和 3.82 个百分点，从侧面反映出优质城市资源不断向大型房地产开发企业倾斜的态势。2018 年，前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售额占比分别为 26.89% 和 38.32%；前 10 名和前 20 名房地产开发企业销售面积占比分别为 19.08% 和 25.74%，集中度继续提升。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。

表 2 2017 - 2019 年前 10 名与前 20 名房地产开发企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
前 10 大企业销售额占比	24.16	26.89	26.28
前 20 大企业销售额占比	32.46	38.32	37.14
前 10 大企业销售面积占比	15.38	19.08	19.95
前 20 大企业销售面积占比	20.03	25.74	27.07

资料来源：Wind，联合评级整理

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开发企业集中，龙头企业在竞争中占据明显优势。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。

表 3 2020 年中国房地产开发企业测评前 10 强企业

排名	企业简称	排名	企业简称
1	恒大集团	6	保利发展
2	碧桂园	7	龙湖集团
3	万科企业	8	新城控股
4	融创中国	9	华润置地
5	中海集团	10	广州富力

资料来源：中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中心

4. 行业政策

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；同时，调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变。

2016 年下半年以来，此轮政策调控的思路在于短期调控政策的常态化维持房价中期稳定，为长效机制的加速落实提供窗口期，最终达到房地产长期稳定，“房住不炒”的效果。具体来看，中央层次中长期总基调不变，短期内随着宏观经济下行压力大，政府或会在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行逆周期微调，整体趋稳；调控政策已由“需求端”向“供给端”进行转变，2019 年以来政府对房地产企业的融资渠道进行全面管控，后续或将更加继续倚重新型城镇化、土地流转政策环境的创造、根据库存周期来调节土地供应量等“供给端”的修复手段。

表 4 近年来主要房地产调控政策

年份	调控政策
2017 年 3 月	2017 年 3 月以来，全国一线及重点二、三线约 30 个城市陆续颁布新一轮房地产市场调控政策，此次调控范围进一步扩大
2017 年 4 月	住建部和国土资源部联合签发《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》，从用地层面严防高价地扰乱市场预期
2017 年 7 月	中共中央政治局提出实施好积极的财政政策和稳健的货币政策，“稳定房地产市场，坚持政策连续性稳定性，加快建立长效机制”
2017 年 10 月	坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居
2017 年 12 月	发展住房租赁市场特别是长期租赁，保护租赁利益相关方合法权益，支持专业化、机构化住房租赁企业发展。保持房地产市场调控政策连续性和稳定性，分清中央和地方事权，实行差别化调控
2018 年 3 月	启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度，将符合条件的新就业无房职工、外来务工人员纳入保障范围；继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，继续实行差别化调控，建立健全长效机制；培育住房租赁市场，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度；健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法
2018 年 7 月	中央政治局会议提出“下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。”
2018 年 12 月	2018 年中央经济工作会议提出“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”

2019年3月	两会政府工作报告指出房地产调控政策，坚持“房住不炒”，保持政策的连续性和稳定性；房地产金融政策，总方针不变，严控高杠杆房企和投资投机性住房贷款；房地产税立法，稳步推进，目前正在抓紧完善法律草案；新型城镇化，坚持以中心城市引领城市群发展，城镇化速度仍会加快；房地产市场，形势稳地价稳房价稳预期，防止大起大落。
2019年4月	银保监会指出继续遏制房地产泡沫化，控制居民杠杆率过快增长
2019年4月	中央政治局会议继续重申“房住不炒”，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
2019年7月	中央政治局会议中提到坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年8月	银保监会下发《中国银保监会信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知》（信托函〔2019〕64号），要求“加强房地产信托合规管理和风险控制，坚决遏制房地产信托过快增长、风险过度积累的势头”
2019年9月	全国人民代表大会主要针对房地产的开发用地、房地产开发、房地产交易、房地产权属登记管理方面做了新的修正。
2019年11月	央行强调“因城施策”，落实房地产长效管理机制，不将房地产作为短期刺激经济的手段。
2019年12月	中央经济工作会议提出坚持宏观和微观政策要稳、社会政策托底。坚持“房住不炒”，因城施策、“三稳”长效机制
2020年2月	央行2020年金融市场工作电视电话会议指出：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，促进市场平稳发展
2020年2月	疫情期间多次进行央行逆回购操作以释放流动性，并下调LPR
2020年3月	国务院发文试点用地审批权下放

资料来源：联合评级搜集整理

2019年以来，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险、由此导致居民杠杆率快速增长问题表现出了极大的重视，是发起本轮房地产企业融资端调控政策的起点，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控；6月份以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型也成为政策调控的重要考虑因素；2019年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9月全面降准+LPR降息，11月MLF降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。从调控方向来看，不同以往从房地产“需求端”进行调控，本轮调控已开始向“供给端”进行调整，未来供给端的修复可能会更多以来结构性的土地供应增加来实现：短期内，供给端的修复会通过库存周期来实现结构性调整；中长期来看，供给端的修复会通过城镇化、宅基地复垦和集体经营性用地入市方面政策的推进等来改变土地流转的政策环境从而结构性调整土地供给来实现。

5. 行业关注

（1）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。

（2）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。

（3）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。

（4）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。

6. 未来发展

（1）调控政策趋于常态化、精细化和长期化

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

（2）房地产行业综合性和复杂度提高、开发运营精细化程度提升

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

（3）地产金融化、资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年以来，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房地产开发企业通过银行贷款、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，一方面为房地产开发企业主动利用多元资本、加强资本合作创造条件；另一方面，房地产开发企业加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

（4）转变盈利模式，提升经营收益

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为龙光集团的运行主体，具有丰富的房地产开发经验和开发实力，具有较强的竞争力。

公司是港股上市公司龙光集团主要的地产业务开发平台，专注于住宅物业开发，坚持以首次置业及改善需求人士为主的产品定位，重视多元化地产业务的经营与开发，持续丰富公司产品结

构。凭借多年的开发经验，形成了公司特有的发展模式、投资理念及战略，并应用于高质量、高品质商品住宅的开发。精确的战略市场定位有助于保障公司在越发激烈的市场竞争环境中实现健康稳步发展。

公司布局聚焦粤港澳大湾区、广东汕头及广西南宁等区域，在粤港澳大湾区拥有丰厚的低成本土地储备；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。此外，公司积极通过收并购及城市更新项目拓展土地储备，公司拥有专业的城市更新团队，在粤港澳大湾区深耕多年，熟悉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。

公司控股股东龙光集团已于 2013 年 12 月 20 日在香港上市，证券代码为 3380.HK。龙光集团是一家以住宅开发为主的一体化物业发展商，拥有房地产开发国家一级资质、建筑工程施工总承包国家一级资质、物业管理一级资质及工程设计甲级资质，是中国综合实力领先的房地产企业之一。2019 年，龙光集团位列“2019 中国房地产百强企业”第 23 位、位列“2019 中国大陆在港上市房地产公司综合实力 TOP10”第 7 位。公司作为龙光集团主要的境内地产业务开发平台，品牌及综合实力获得社会各界的关注和认可。

2. 人员素质

公司管理团队从业经验丰富，员工素质能够满足目前经营需要。

截至 2019 年底，公司董事、监事及高级管理人员共 6 人。

公司董事长沈沛勇先生，1989 年出生，2012 年毕业于广州华商学院应用电子技术专业。2013 年加入公司，现担任公司董事长。

公司董事、总经理纪海鹏先生，1966 年出生，于物业开发行业拥有二十余年经验，并拥有企业管理、项目策划和管理经验。同时，纪海鹏先生亦兼任龙光集团主席、执行董事，龙光地产有限责任公司行政总裁，龙光交通集团有限公司董事、行政总裁。纪海鹏先生现为第十三届全国政协委员。

公司首席财务官赖卓斌先生，1971 年出生，于 1993 年 7 月取得中山大学的理学学士学位，并于 2003 年 7 月取得北京理工大学的工学硕士学位，是中国注册会计师协会会员。赖卓斌先生亦兼任龙光集团执行董事、行政总裁兼首席财务官。沈沛勇先生，1989 年出生，2012 年毕业于广州华商学院应用电子技术专业。2013 年加入本公司，现担任公司董事长。

截至 2020 年 3 月底，公司员工总数 423 人；从文化素质看，硕士及以上 100 人，本科 262 人，大专及以下 61 人；从岗位构成看，专业技术人员 151 人，管理类人员 272 人；从年龄构成看，30 岁以下 112 人，30—50 岁 298 人，50 岁以上 13 人。

五、公司管理

1. 公司治理

公司法人治理结构合理，实际运行情况良好。

公司按照《中华人民共和国公司法》及其他有关法律、法规建立了以股东会、董事会、专业委员会及管理层为主体结构的决策与经营管理体系。

股东会是公司的权力机构，由公司全体股东组成。股东会行使决定公司的经营方针和投资计划等职权。

公司设董事会，董事会负责执行公司的一切重大事项，并向股东会负责。公司的董事会由 4

名董事组成，其中董事长 1 人，董事长及董事由投资者委派及撤换。董事长和董事每届任期 3 年，经继续委派可以连任。

公司不设监事会，设监事 1 名，由股东共同委派。监事的任期三年，任期届满可连任。

公司设经理 1 人，经理对董事会负责，行使主持公司的经营管理工作等职权。

2. 管理体制

公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

截至 2020 年 3 月底，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，各职能部门之间职责明确，运作有序。经过多年的发展和经验积累，公司已经形成了比较健全、有效的内部控制制度体系。公司在财务管理、资金管理、项目拓展、存货管理等方面建立了内部控制制度，涵盖公司经营管理的各个环节。

子公司管理方面，公司采用预算管理的方式，对下属子公司和主要负责人进行考核；子公司各重要决策需上报总部层面审核通过后方可进行。

财务管理方面，公司财务管理中心设立资金、税务、核算和财务管理四个细分部门。下属子公司财务部门由总部四部门垂直管理，子公司财务独立核算。同时，公司加强对销售资金回笼的管理，制定了详细的制度监控销售资金回笼状况。

在项目拓展方面，投资发展中心需根据控股公司战略目标制定拓展战略、制定公司年度投资计划并按区域分解等；区域投资负责人系区域内土地新项目拓展的总负责人，带领团队制定计划并在区域范围内进行新项目拓展、重大项目推进和未完善手续工作跟进。各项目需通过项目初判委员会、项目投资评审委员会、投资委员会决策会等多个流程后，最终确定是否可行。

在工程管理和成本控制方面，公司充分考虑到项目开发中的风险控制，明确规定处理各种经济业务的职责分工和程序方法。工程管理方面，对工程施工进度安排做出了详细和明确规定，对竣工标准和建设工程交楼标准进行了明确。同时，公司加强对项目的管理，具体包括定期质量检查、不定期检查等。下辖子公司需进行工序质检、日常巡查、月度检查、验收性检查等。

对外担保方面，公司规定担保均由公司统一管理，公司财务部门为公司担保行为的职能管理部门。未经公司董事会或股东大会的批准，公司不得以任何形式提供对外担保，也不得与任何单位相互担保。

六、经营分析

1. 经营概况

公司近三年营业收入与利润总额增长较快，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。近三年公司综合毛利率较高但持续下降，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，2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，分别为 271.05 亿元、444.67 亿元和 557.94 亿元，年均复合增长 43.47%，其中 2018 年增长主要系交付物业面积增多所致，2019 年增长主要系建筑工程收入增长所致。2017—2019 年，公司净利润逐年增长，三年分别为 69.71 亿元、95.23 亿元和 115.96 亿元，年均复合增长 28.98%，其中归属于母公司所有者的净利润逐年增长，分别为 65.06 亿元、88.22 亿元和 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。2017—2019年，公司商品房销售收入分别为255.12亿元、377.38亿元和376.40亿元，波动增长。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，近三年该板块收入占比分别为4.68%、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。

毛利率方面，2017—2019年，受结转项目毛利率下降影响，公司商品房销售毛利率逐年下降，分别为35.92%、35.37%和28.64%。2017—2019年，公司建筑工程毛利率波动上升，分别为13.48%、9.21%和24.30%，其中2018年同比下降4.27个百分点主要系人工和材料成本上升所致，2019年同比大幅增长主要系装修服务收入占比提升所致。2018年起公司新增一级土地开发收入，近两年该业务毛利率分别为60.82%和61.18%，维持平稳。综上，2017—2019年，公司综合毛利率分别为35.17%、33.53%和31.21%，处于较高水平。

表5 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

2020年1—3月，公司实现营业收入47.96亿元，同比减少8.97%，主要系交付结转进度以及产品区域组合变化所致；实现净利润7.25亿元，同比减少17.07%；其中归属于母公司所有者的净利润7.37亿元。

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。

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。

从近年来公开市场招拍挂拿地情况看，2017—2019年，公司通过公开市场招拍挂形式新拓展项目储备分别为17个、32个和31个，新增土地储备建筑面积分别为483.68万平方米、747.39万平方米和666.78万平方米；新增土地平均成本分别为3,697元/平方米、3,788元/平方米和5,285

元/平方米，2017—2018 年公司土地成本较低主要系所获土地大多位于南宁、佛山和肇庆等地价较低地区所致，2019 年公司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。2020 年 1—3 月，公司通过招拍挂新拓展项目 10 个，新增土地储备建筑面积 220.36 万平方米；其中南宁地区建筑面积占比约 60.26%。

表 6 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	2020 年 1—3 月
新拓展项目	17	32	31	10
新增土地储备建筑面积	483.68	747.39	666.78	220.36
新增土地平均成本	3,697.00	3,788.00	5,285.00	4,280.00
地价总额	132.00	283.14	352.36	94.32

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。2018 年，公司孵化佛山禅城绿岛湖项目；2019 年，公司孵化深圳侨城东项目和惠州新华昌项目。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 7 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

近年来，公司项目开发节奏逐年加快，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。

公司拥有丰富的项目开发经验，现已形成了成熟的业务流程和开发模式。成本控制方面，公司坚持全流程成本控制，并已开发出一套有效的成本控制系统，能有效控制及管理项目开发流程中每个工序的成本。工程施工方面，在项目建设初期，依照经验及历史数据，实施准确的成本预测，确保在项目设计过程中持续监测目标成本执行情况，关注市场发展及提供成本控制反馈；并通过子公司承建部分项目，发挥协同效应有效控制建筑成本。

从项目开发节奏来看，公司项目开发节奏逐年加快，2017—2019年，公司新开工面积逐年快速增长，分别为487万平方米、928万平方米和1,175万平方米。2017—2019年，公司竣工面积分别为241万平方米、254万平方米和543万平方米，随着公司施工节奏加快而逐年增长。2017—2019年，公司期末在建面积分别为724万平方米、1,398万平方米和2,030万平方米。

表8 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

近年来公司签约销售面积和金额增长较快；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。

从近年来公司项目销售情况看，2017—2019 年，公司分别实现签约销售面积 209.11 万平方米、381.29 万平方米和 621.34 万平方米；同期签约销售金额分别为 411.68 亿元、646.03 亿元和 843.28 亿元；签约销售均价方面，近三年公司房地产项目销售均价分别为 19,687 元/平方米、16,943 元/平方米和 13,572 元/平方米，呈逐年下降趋势主要系销售均价较低的南宁等城市销售占比提升所致。2020 年 1—3 月，公司实现签约销售面积 101.76 万平方米，实现签约销售金额 151.64 亿元。

表 9 公司房产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
签约销售面积	209.11	381.29	621.34	101.76
签约销售金额	411.68	646.03	843.28	151.64
签约销售均价	19,687	16,943	13,572	14,902
结转收入面积	222.99	187.84	296.92	23.16
结转收入	255.12	377.38	376.40	28.74

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逐年扩大，占营业收入的比重逐年提高；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、建筑装饰装修工程专业承包贰级、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。2017—2019 年，公司建筑工程及装饰收入分别为 12.69 亿元、48.95 亿元和 126.44 亿元，逐年增长；占营业收入的比重分别为 4.68%、11.01% 和 22.66%，逐年提升。

（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。

2018年，公司确认一级土地开发收入10.67亿元，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（该项目政府收储后公司通过公开市场招拍挂重新获取该地块）。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。

（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，公司近三年租金收入分别为0.87亿元、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10 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. 经营效率

公司经营效率良好。

2017-2019年，公司存货周转率分别为0.48次、0.71次和0.62次，波动上升；公司流动资产周转率分别为0.42次、0.43次和0.41次，较为平稳；公司总资产周转率分别为0.30次、0.35次和0.33次，波动上升。从同行业上市公司比较情况看，公司存货周转率、总资产周转率以及流动资产周转率均处于行业中较好水平。

表11 2019年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	流动资产周转率	总资产周转率
中国奥园	0.26	0.23	0.21
佳兆业集团	0.44	0.27	0.19
时代中国控股	0.54	0.33	0.29
富力地产	0.29	0.31	0.23
龙光控股	0.62	0.41	0.33

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

7. 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。

8. 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2017—2018 年度的财务报表已经亚太(集团)会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 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, 2017 年, 公司合并范围内新增 20 家子公司, 减少 6 家子公司; 2018 年, 公司合并范围内新增 45 家子公司, 减少 9 家子公司; 2019 年, 公司合并范围内新增 48 家子公司, 减少 6 家子公司。2020 年 1—3 月, 公司合并范围内新增 3 家子公司, 减少 1 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。

截至 2020 年 3 月底, 公司合并资产总额 1,888.99 亿元, 负债合计 1,487.11 亿元, 所有者权益(含少数股东权益) 401.88 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 326.18 亿元。2020 年 1—3 月, 公司实现营业收入 47.96 亿元, 净利润(含少数股东损益) 7.25 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 7.37 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 -47.93 亿元, 现金及现金等价物净增加额 -78.56 亿元。

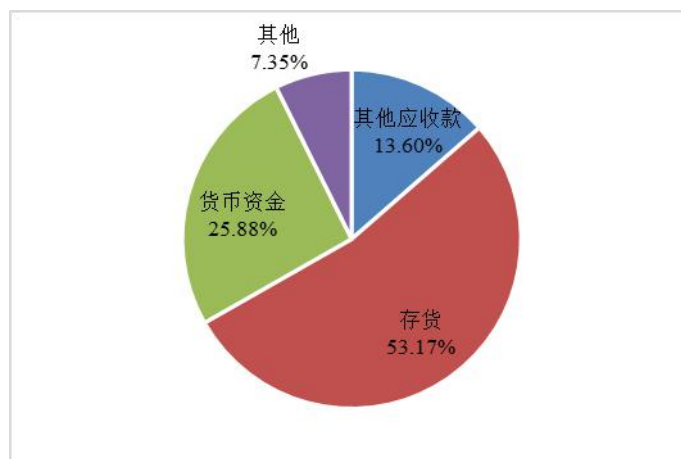
2. 资产质量

随着业务规模扩张, 公司资产规模保持较快增长态势。公司资产构成符合房地产开发企业资产结构特征, 以流动资产为主。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。

2017—2019 年，公司合并资产总额连续增长，年均复合增长 35.35%，主要系流动资产增长所致。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%。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。

2017—2019 年，公司流动资产连续增长，年均复合增长 38.02%。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 6 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 32.58%。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。

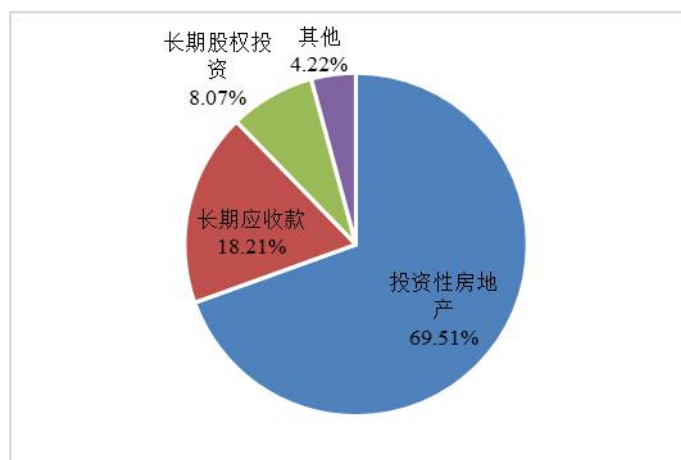
2017—2019 年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长 18.21%。截至 2018 年底，公司其他应收款 380.45 亿元，较年初增长 166.88%，主要系合作开发项目增加从而与联合营项目往来款增加所致。截至 2019 年底，公司其他应收款 199.21 亿元，较年初下降 47.64%，主要系应收联合营款项下降所致；其他应收款账期一年以内的占 98.23%，主要为应收联合营公司往来款（占 61.40%）。公司未对其他应收款计提坏账准备，考虑欠款性质，公司其他应收款回款风险较低，但对公司资金形成一定的占用。

2017—2019 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 46.45%。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。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 26.08%。截至 2018 年底，公司非流动资产为 273.78 亿元，较年初增长 17.76%，主要系投资性房地产和长期应收款增长所致。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 6 截至 2019 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司长期应收款波动增长，年均复合增长 1.31%。截至 2018 年底，公司长期应收款 83.82 亿元，较年初增长 27.84%，主要系联合营企业借款规模有所增加所致。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。

2017—2019 年，公司长期股权投资波动增长，年均复合增长 51.95%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 8.77 亿元，较年初减少 32.09%，主要系将部分联营合营公司纳入合并范围所致。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。

2017—2019 年，公司投资性房地产逐年增长，年均复合增长 30.95%。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。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1,888.99 亿元，较年初增长 2.97%，较年初变化不大。其中，流动资产占 80.29%，非流动资产占 19.71%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

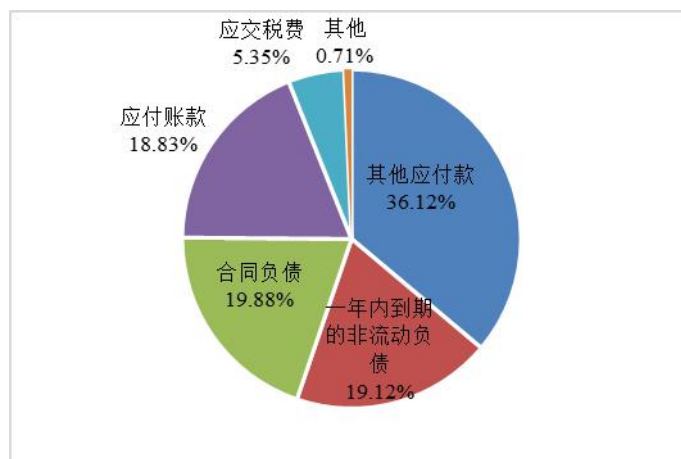
公司负债结构以流动负债为主，债务负担处于可控水平；但公司短期债务规模较大，公司债务结构有待改善。

2017—2019 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 40.63%，主要系流动负债增长所致。

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

2017—2019 年，公司流动负债快速增长，年均复合增长 50.91%。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 7 截至 2019 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 79.92%。截至 2018 年底，公司应付账款 136.44 亿元，较年初增长 89.94%，主要系按工程完工进度计提的工程款增加所致。截至 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。

2017—2019 年，公司应交税费逐年增长，年均复合增长 49.94%。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。

2017—2019 年，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 113.76%。截至 2018 年底，公司其他应付款 460.40 亿元，较年初增长 371.48%，主要系应付股东分红款、合作开发往来款等增加所致。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 2018 年底，公司新增合同负债 177.68 亿元，全部为预售房款，较年初预收款项减少 13.98%，主要系项目结转所致。截至 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。

2017—2019 年，公司一年内到期的非流动负债快速增长，年均复合增长 41.14%。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。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 3.55%。截至 2018 年底，公司非流动负债 220.47 亿元，较年初增长 22.71%，主要系应付债券增加所致。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。

2017—2019年，公司长期借款波动减少，年均复合减少21.05%。截至2018年底，公司长期借款64.18亿元，较年初减少40.82%，主要系2019年到期部分转入一年到期的流动负债所致。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%。

2017—2019年，公司应付债券波动增长，年均复合增长27.42%。截至2018年底，公司应付债券129.80亿元，较年初增长151.43%，主要系发行“18龙控01”“18龙控02”“18龙控03”“18龙控05”“18龙控06”所致。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。

2017—2019年，公司递延所得税负债逐年增长，年均复合增长45.07%。截至2018年底，公司递延所得税负债26.49亿元，较年初增加35.14%，主要系公允价值变动导致应纳税暂时性差异增加所致。截至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。

2017—2019年，公司全部债务连续增长，年均复合增长15.61%。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。2017—2019年，公司资产负债率分别为72.10%、77.44%和77.83%，连续增长。全部债务资本化比率分别为51.40%、49.62%和49.26%，连续下降。长期债务资本化比率分别为36.42%、35.53%和27.13%，连续下降。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 12 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

截至2020年3月底，公司负债总额1,487.11亿元，较年初增长4.15%，变化不大；其中，流动负债占81.13%，非流动负债占18.87%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至2020年3月底，公司全部债务433.03亿元，较年初增长9.65%，主要系新增长期借款和新发行公司债券

所致。其中，短期债务193.65亿元（占44.72%），较年初下降20.47%；长期债务239.39亿元（占55.28%），较年初增长58.10%。截至2020年3月底，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78.72%、51.87%和37.33%，较年初分别提高0.89个百分点、提高2.60个百分点和提高10.20个百分点。

公司所有者权益逐年增长，但权益中未分配利润占比很高，权益稳定性弱。

2017—2019年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长20.64%。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。

截至2020年3月底，公司所有者权益为401.88亿元，较年初下降1.18%，主要系少数股东权益减少所致。截至2020年3月底，公司少数股东权益75.71亿元，较年初减少13.12%，主要系公司收购子公司少数股东权益所致；所有者权益规模和结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入和净利润规模逐年增长；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。

2017—2019年，公司营业收入逐年增长，三年分别为271.05亿元、444.67亿元和557.94亿元，年均复合增长43.47%，主要系交付物业面积大幅增加所致；2017—2019年，公司净利润逐年增长，三年分别为69.71亿元、95.23亿元和115.96亿元，年均复合增长28.98%，其中归属于母公司所有者的净利润逐年增长，三年分别为65.06亿元、88.22亿元和113.25亿元。

2017—2019年，公司期间费用持续增长，年均复合增长17.89%。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）。2017—2019年，公司销售费用和管理费用逐年增长，分别年均复合增长18.02%和38.71%，主要系经营规模扩大、销售规模增加所致。2017—2019年，公司财务费用波动减少；其中2018年增长主要系债务规模增加致使利息支出增加所致，2019年减少主要系利息资本化增多所致。

从利润构成看，2017—2019年，公司公允价值变动收益逐年下降，三年分别为29.57亿元、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31.67%、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，2017—2019年，公司营业利润率分别为28.59%、29.05%和28.79%，波动增长。公司总资产收益率分别为13.16%、15.32%和15.71%，逐年提高。公司总资产报酬率分别为10.63%、10.05%和9.49%，逐年下降。公司净资产收益率分别为26.33%、30.16%和30.57%，逐年提高。与同行业其他主要上市公司比较，公司盈利能力很强。

表 13 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

2020年1—3月，公司实现营业收入47.96亿元，同比减少8.97%；实现净利润7.25亿元，同比减少17.07%；其中归属于母公司所有者的净利润7.37亿元。

5. 现金流

2017—2019年公司经营活动现金流保持净流入，但2020年1—3月转为净流出；受合作开发往来款和对外投资等因素影响，公司投资活动现金流有所波动；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。

从经营活动看，2017—2019年，公司经营活动现金流入量分别为352.69亿元、486.00亿元和549.47亿元，逐年增长，年均复合增长24.82%，主要系销售回款增长所致；同期，公司经营活动现金流出量分别为208.84亿元、332.64亿元和544.80亿元，年均复合增长61.52%，主要系购买土地和项目开发支出增加所致；近三年公司经营活动产生的现金流量净额分别为143.85亿元、153.36亿元和4.66亿元，持续净流入，但2019年净流入规模大幅减少。

从投资活动看，2017—2019年，公司投资活动现金流入分别为50.71亿元、106.96亿元和214.50亿元，年均复合增长105.67%；其中收到其他与投资活动有关的现金分别为50.71亿元、105.70亿元和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。2017—2019年，公司投资活动现金流出分别为91.43亿元、215.34亿元和123.63亿元，波动增长，年均复合增长16.28%，其中2018年同比增长135.52%主要系对联合营项目公司的投资增长所致，2019年同比减少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。2017—2019年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-40.72亿元、-108.39亿元和90.87亿元，2019年度公司投资活动现金转为净流入。

从筹资活动看，2017—2019年，公司筹资活动现金流入分别为109.29亿元、285.60亿元和171.47亿元，主要为债务融资的现金流入；同期公司筹资活动现金流出量分别为142.06元、266.74亿元和181.69亿元，主要为偿还债务支付的现金；公司近三年筹资活动产生的现金流量净额分别为-32.77亿元、18.86亿元和-10.22亿元，有所波动。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额-47.93亿元，投资活动产生的现金流量净额-58.96亿元，筹资活动产生的现金流量净额28.33亿元。

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，2017—2019年，公司流动比率分别为1.42倍、1.30倍和1.19倍，逐年下降，其中2018年下降主要系其他应付款大幅增加所致，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0.75倍、0.83倍和0.56倍，波动下降，其中2018年提高主要系其他应收款和货币资金增加所致，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1.59倍、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。截至2020年3月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为1.26倍、0.62倍和1.57倍。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA分别为95.62亿元、129.39亿元和163.42

亿元，持续上升，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。2017—2019年，EBITDA利息倍数分别为4.94倍、5.78倍和4.92倍，EBITDA对利息支出的保障程度处于较高水平。2017—2019年，EBITDA全部债务比分别为0.32倍、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2020年3月底，公司已经获得银行授信额度合计726.00亿元人民币，已使用的各类授信额度总额为299.13亿元人民币，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7月22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。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前债务的影响

截至2020年3月底，公司全部债务433.03亿元，本次拟发行公司债额度为20.00亿元，占全部债务的4.62%，对公司债务负担有一定影响。

以2020年3月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为39.23%、52.99%和78.95%，分别较未发行情况下提高了1.90个百分点、1.13个百分点和0.22个百分点，公司的债务负担有所上升。考虑到本期债券的募集资金在扣除发行等相关费用后，拟用于偿还到期或行权公司债券，公司实际债务负担或将轻于上述预测值。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以 2019 年相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本期公司债券发行额度（20.00 亿元）的 8.17 倍和 27.47 倍。总体看，EBITDA 和经营现金流入量对本期债券的覆盖程度良好。

综合以上分析，并考虑到公司作为业内从事房地产开发的知名企业，在行业经验、市场品牌等方面具有一定的区域竞争优势，能够通过持续经营达到较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

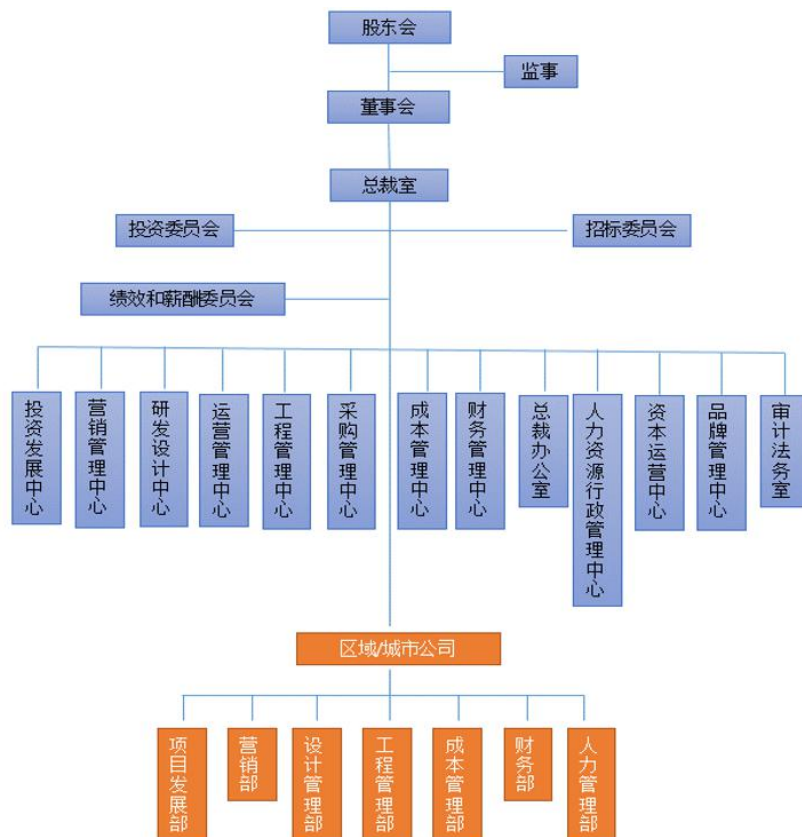
九、综合评价

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。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；公司积极布局广西以及长三角环上海区域，进一步拓展了区域布局；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。近三年，公司签约销售增长强劲，利润率和经营效率维持在较高水平，整体盈利能力很强。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。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期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2020 年 3 月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	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,001.48	1,560.09	1,834.58	1,888.99
所有者权益（亿元）	279.44	351.96	406.70	401.88
短期债务（亿元）	135.41	152.71	243.50	193.65
长期债务（亿元）	160.07	193.98	151.41	239.39
全部债务（亿元）	295.48	346.69	394.91	433.03
营业收入（亿元）	271.05	444.67	557.94	47.96
净利润（亿元）	69.71	95.23	115.96	7.25
EBITDA（亿元）	95.62	129.39	163.42	--
经营性净现金流（亿元）	143.85	153.36	4.66	-47.93
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	195.00
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	29.07
费用收入比（%）	5.94	4.64	4.01	8.80
资产负债率（%）	72.10	77.44	77.83	78.72
全部债务资本化比率（%）	51.40	49.62	49.26	51.87
长期债务资本化比率（%）	36.42	35.53	27.13	37.33
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	1.26
速动比率（倍）	0.75	0.83	0.56	0.62
现金短期债务比（倍）	1.59	2.17	1.56	1.57
经营现金流动负债比率（%）	26.52	15.53	0.38	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	4.78	6.47	8.17	--

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. 公司 2020 年 1 季度财务数据未经审计，相关指标未年化

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+销售费用+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 深圳市龙光控股有限公司 2020 年公开发行公司债券（面向合格投资者）（第三期） 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，在每年深圳市龙光控股有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

深圳市龙光控股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。深圳市龙光控股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市龙光控股有限公司的相关状况，如发现深圳市龙光控股有限公司或本次（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。

如深圳市龙光控股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，可公布信用等级暂时失效，直至深圳市龙光控股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市龙光控股有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇二〇年七月二十九日