

信用评级公告

联合〔2021〕7104号

联合资信评估股份有限公司通过对“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”项下“20 天耀 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

深圳联合保理有限公司2020年度第一期天耀供应链 资产支持票据2021年跟踪评级报告

评级结果

票据简称	未偿金额 (亿元)		票据占比 (%)		信用等级	
	本次	上次	本次	上次	本次	上次
20 天耀 ABN001 优先	1.97	1.97	99.49	99.49	AAA _{sf}	AAA _{sf}
20 天耀 ABN001 次	0.01	0.01	0.51	0.51	NR	NR
票据合计	1.98	1.98	100.00	100.00	--	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. NR-未予评级

跟踪评级相关信息

起息日：2020 年 9 月 29 日

预期到期日：2021 年 9 月 23 日

跟踪期间：2020 年 9 月 8 日—2021 年 7 月 28 日

共同债务人一/龙光控股：深圳市龙光控股有限公司

共同债务人二/龙光集团：龙光集团有限公司

跟踪评级时间

2021 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
单一债务人应收账款（供应链）证券化评级方法	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

分析师

韩易洋 曹雨璇 宋宇

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据”所涉及的基础资产信用表现、资产支持票据兑付情况、交易结构稳健性、法律要素以及参与机构履职状况进行了持续的关注，根据跟踪期内取得的相关资料，经过分析与测算，结合对相关参与机构的信用状况、尽职能力等因素考虑后，联合资信确定维持本交易优先级资产支持票据“20 天耀 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{sf}，该评级结果反映了“20 天耀 ABN001 优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强，违约风险极低。

优势

共同债务人深圳市龙光控股有限公司和龙光集团有限公司资信水平仍极强。本票据共同债务人深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”）的主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定；龙光集团有限公司（以下简称“龙光集团”）的主体信用等级为 AAA_{pi}¹，评级展望稳定。跟踪期内，龙光控股和龙光集团资信水平稳定，其对本票据涉及的应收账款的到期兑付承担的共同还款义务对优先级资产支持票据仍具有主要信用支持作用。

关注

1. 需关注共同债务人龙光控股相关运营风险。房地产政策可能会给龙光控股的经营带来一定影响；龙光控股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；龙光控股项目及资金

¹ “pi”代表本评级结果为主动评级（公开评级）结果，评级资料主要来源于公开信息或相关方提供，与委托评级相比评级调查工作和评级信息存在一定局限性。主动评级（公开评级）信用等级设置及含义详见本报告附件。

共同债务人一主要财务数据：

深圳市龙光控股有限公司（合并口径）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	331.81	379.11	360.93
资产总额（亿元）	1560.09	1834.58	2179.41
所有者权益（亿元）	351.96	406.70	570.88
短期债务（亿元）	152.71	243.50	136.14
长期债务（亿元）	193.98	151.41	316.41
全部债务（亿元）	346.69	394.91	452.55
营业收入（亿元）	444.67	557.94	693.60
利润总额（亿元）	126.47	159.27	174.03
EBITDA（亿元）	129.39	171.79	185.49
经营性净现金流（亿元）	153.36	4.66	15.88
营业利润率（%）	29.05	28.79	27.64
净资产收益率（%）	27.06	28.51	23.08
资产负债率（%）	77.44	77.83	73.81
全部债务资本化比率（%）	49.62	49.26	44.22
流动比率（%）	130.24	118.60	148.10
经营现金流动负债比（%）	15.53	0.38	1.28
现金短期债务比（倍）	2.17	1.56	2.65
EBITDA 利息倍数（倍）	5.78	6.38	5.51
全部债务/EBITDA（倍）	2.68	2.30	2.44

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。

资料来源：龙光控股财务报表，联合资信整理

共同债务人二主要财务数据：

龙光集团有限公司（合并口径）			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	354.43	397.25	410.40
资产总额（亿元）	1700.95	2060.10	2435.14
权益总额（亿元）	367.46	429.94	606.71
短期债务（亿元）	172.30	295.96	232.97
长期债务（亿元）	417.12	400.81	568.41
全部债务（亿元）	589.41	696.78	801.38
收入（亿元）	441.37	574.80	710.80
除税前溢利（亿元）	140.19	174.52	194.98
EBITDA（亿元）	154.93	188.79	216.09
经营活动的现金流量净额（亿元）	45.68	58.72	12.31
净资产收益率（%）	24.48	26.90	22.04
资产负债率（%）	78.40	79.13	75.08
全部债务资本化比率（%）	61.60	61.84	56.91
流动比率（%）	147.55	133.69	159.92
经营现金流动负债比（%）	5.16	4.93	1.02
现金短期债务比（倍）	2.06	1.34	1.76
EBITDA 利息倍数（倍）	4.85	4.18	3.95
全部债务/EBITDA（倍）	3.80	3.69	3.71

资料来源：龙光集团财务报表，联合资信整理

管理的难度随着开发规模的扩大而加大；龙光控股短期债务规模和占比较高，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。

2. 龙光集团权益结构中股本占比偏低，保留溢利和非控股权益占比偏高，权益稳定性待改善。截至 2020 年底，龙光集团权益总额 606.71 亿元，较上年底增长 41.12%，主要系储备和非控股权益增长所致。其中，股本占比 0.72%，永续资本证券占比 3.90%，储备占比 65.27%（主要由保留溢利构成），非控股权益占比 30.11%。

声 明

一、本报告引用的资料主要由本交易相关方提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、跟据控股股东联合信用管理有限公司（以下简称“联合信用”）提供的联合信用及其控制的其他机构业务开展情况，联合信用控股子公司联合信用投资咨询有限公司（以下简称“联合咨询”）为发起机构深圳联合保理有限公司提供了咨询服务。由于联合资信与关联公司联合咨询之间从管理上进行了隔离，在公司治理、财务管理、组织架构、人员设置、档案管理等方面保持独立，因此公司评级业务并未受到上述关联公司的影响，联合资信保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、联合资信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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因委托方和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至本期债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内受评对象信用等级有可能发生变化。

一、交易概况

本交易的发起机构深圳联合保理有限公司（以下简称“联合保理”）根据《信托合同》将其持有的应收账款债权及其附属担保权益作为基础资产，采用特殊目的载体机制，委托给云南国际信托有限公司（以下简称“云南信托”）并设立“深圳联合保理有限公司 2020 年度第一期天耀供应链资产支持票据信托”，云南信托以受托的基础资产所产生的现金流为支持在全国银行间债券市场发行优先级资产支持票据（以下简称“20 天耀 ABN001 优先”或“优先级票据”）和次级资产支持票据（以下简称“20 天耀

ABN001 次”），投资者通过购买并持有该资产支持票据取得财产权信托项下相应的信托受益权。前述基础资产所涉标的应收账款债权的付款义务已获得共同债务人深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”）和龙光集团有限公司（以下简称“龙光集团”）出具的《付款确认书》予以确认。

本交易以基础资产形成的属于信托的全部资产和收益，按约定向本期优先级票据持有人还本付息。

二、票据兑付情况

截至本报告出具日，本票据尚未到兑付期。
截至本报告出具日，本票据存续期内发行的

优先级票据如下表所示：

表1 截至本报告出具日本票据存续期内发行优先级票据情况（单位：%、万元）

票据代码	票据简称	票面利率	起息日	预期到期日	还本付息方式	发行规模
082000751.IB	20 天耀 ABN001 优先	4.30	2020/09/29	2021/09/23	到期一次性还本付息	19700.00

资料来源：联合资信整理

三、基础资产池及现金流分析

1. 基础资产池分析

本票据基础资产符合入池合格标准，基础资产状况较首评无重大变化。

基础资产方面，截至本报告出具日，本交易基础资产所涉及100笔应收账款尚未到期，基础资产涉及的债务人、债权人、应收账款合同性质等较设立日均未发生变化。基础资产所涉应收账款均已取得共同债务人龙光控股和龙光集团对其到期应付义务的书面确认，且债务人已经确认其对基础合同项下的应收账款负有到期偿付的义务，并且不享有商业纠纷抗辩权；债务人对其在基础合同项下的应付款项不享有任何主张扣减或减免的权利。

2. 资产池现金流分析

基础资产所涉应收账款金额能够覆盖优先级票据的到期支出。

本交易优先级票据“20天耀ABN001优先”的票面利率为4.30%，在考虑了信托税费（增值税及附加费，对增值部分计算3.00%的增值税，除了增值税本身外，还需要承担附加税费，包括7%的城市维护建设税，3%的教育费附加和2%的地方教育费附加）、应由信托财产承担的综合费率为0.04%（包括受托人报酬和资金保管机构服务报酬）及资产支持票据预期到期日为2021年9月23日等因素的基础上，联合资信测算了应收账款偿付安排对优先级票据到期支出的保障程度，结果如下：

表 2 基础资产回收现金流对优先级票据预期支出的保障程度（单位：%、万元、倍）

优先级票据票面利率	预期支出	保障比率
4.30	20533.18	1.0144

注：保障比率=（应收账款规模-增值税及附加-其他费用）/优先级票据本息；
增值税及附加=（应收账款转让规模-资产支持票据发行规模）/1.03*3%*（1+7%+3%+2%）

资料来源：联合资信整理

以上测试结果表明，基础资产所涉应收账款金额能够覆盖优先级票据到期支出。

四、共同债务人信用风险分析

本票据的共同债务人为龙光控股和龙光集团。联合资信经综合评估确认龙光控股的主体长期信用等级为 AAA，评级展望稳定；龙光集团的主体信用等级为 AAA_{pi}，评级展望稳定。跟踪期内，龙光控股和龙光集团资信水平稳定，其对本票据涉及的应收账款的到期兑付承担的共同还款义务对优先级票据仍具有主要信用支持作用。

1. 龙光控股主体信用评级

截至 2020 年底，龙光控股合并资产总额 2179.41 亿元，所有者权益 570.88 亿元（含少数股东权益 126.41 亿元）；2020 年，龙光控股实现营业收入 693.60 亿元，利润总额 174.03 亿元。

龙光控股是龙光集团旗下主要的房地产业务开发平台，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 年底，龙光控股注册资本 4.43 亿元；龙光集团通过润铭香港和金泓香港间接持有龙光控股 100% 股权，系龙光控股的控股股东；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，系龙光控股的实际控制人。

龙光控股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，龙光控股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；龙光控股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，龙光控股有多个孵化中的城市更新项目未来有望转化为土地储备。2020 年，龙

光控股签约销售增长强劲，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，联合资信也关注到龙光控股经营易受房地产行业及粤港澳大湾区政策调控影响，权益结构稳定性较弱等因素对龙光控股信用水平造成的不利影响。

龙光控股土地储备和在建项目规模较大，未来随着项目的陆续销售，龙光控股经营状况将保持良好。

优势

（1）龙光控股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。截至 2020 年底，龙光控股项目储备面积中位于粤港澳大湾区部分占比 55.20%，销售前景良好。

（2）龙工控股拿地方式多元化、整体土地获取成本较低，为其未来盈利能力奠定良好基础。龙光控股通过招拍挂、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，龙光控股整体土地获取成本较低，为其未来盈利能力奠定良好基础。

（3）龙光控股整体销售业绩表现良好，资产和收入规模快速提升。2020 年，龙光控股整体销售业绩表现良好，盈利能力很强，资产和收入规模均大幅上升。

关注

（1）房地产行业受政策影响较大。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龙光控股经营业绩、财务状况和现金流量带来一定影响；龙光

控股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) 龙光控股面临一定资金支出压力。随着龙光控股在建项目的增多、区域布局的拓展,项目管理、资金管理难度相应加大,对其项目运营管理能力提出更高的要求;龙光控股在建项目较多,规模较大,面临较大的开发建设支出压力,且龙光控股城市更新项目孵化期亦需较大资金投入,龙光控股面临较大资金需求。

(3) 龙光控股债务期限结构有待改善,权益稳定性有待提高。龙光控股短期债务规模和占比较高,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。

2. 龙光集团主体信用评级

截至 2020 年底,龙光集团合并资产总额 2435.14 亿元,权益总额 606.71 亿元(含非控股权益 182.68 亿元);2020 年,龙光集团实现收入 710.80 亿元,除税前溢利 194.98 亿元。

龙光集团为于开曼群岛注册成立的获豁免有限责任公司。龙光集团及其附属公司主要于中华人民共和国从事物业开发、物业投资、建筑及装饰以及城市更新业务。龙光集团董事认为,Junxi Investments Limited 为龙光集团直接控股公司,而龙光集团的最终控股方为纪凯婷女士。

优势

(1) 龙光集团整体行业竞争力较强。龙光集团作为深耕粤港澳大湾区住宅市场的房地产

开发企业,在开发规模、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。

(2) 龙光集团债务期限结构有所改善,综合借贷成本有所下降。从全部债务期限结构看,截至 2020 年末,到期时间在一年内或于要求时 232.97 亿元,占 29.07%,较上年底下降 13.41 个百分点。截至 2020 年末,龙光集团加权平均借贷成本为 5.60%,较上年末的 6.10%有所下降。

关注

(1) 龙光集团权益结构中股本占比偏低,保留溢利和非控股权益占比偏高,权益稳定性待改善。截至 2020 年底,龙光集团权益总额 606.71 亿元,较上年底增长 41.12%,主要系储备和非控股权益增长所致。其中,股本占比 0.72%,永续资本证券占比 3.90%,储备占比 65.27%(主要由保留溢利构成),非控股权益占比 30.11%。

3. 优先级资产支持票据偿债能力分析

以 2020 年财务数据为基础,龙光控股所有者权益(570.88 亿元)、EBITDA(185.49 亿元)和经营性净现金流(15.88 亿元)对优先级票据(1.97 亿元)的覆盖倍数分别为 289.79 倍、94.16 倍和 8.06 倍。龙光集团所有者权益(606.71 亿元)、EBITDA(216.09 亿元)和经营性净现金流(12.31 亿元)对优先级票据(1.97 亿元)的覆盖倍数分别为 307.97 倍、109.69 倍和 6.25 倍。龙光控股和龙光集团所有者权益、EBITDA 和经营性净现金流对优先级票据本金的保障能力极强。

五、其他参与方尽职能力分析

跟踪期间,发起机构、受托机构、资金保管

银行均未发生替换,履职情况稳定。

六、评级结论

联合资信对本交易所涉及的基础资产信用表现、资产支持票据兑付情况、交易结构稳健性、法律要素以及参与机构履职状况进行了持续的关注,根据跟踪期内取得的相关资料,经过分析

与测算,结合对相关参与机构的信用状况、履职能力等因素考虑后,联合资信确定维持本交易优先级资产支持票据“20 天耀 ABN001 优先”的信用等级为 AAA_{sf},该评级结果反映了“20 天耀

ABN001 优先”预期收益获得及时支付和本金在法定到期日或以前获得足额偿付的能力极强,违约风险极低。

附件 1-1 共同债务人—深圳市龙光控股有限公司信用分析

一、企业基本情况

深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”）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，龙光控股股东为广东龙光集团房地产有限公司。龙光控股成立时注册资本人民币为 100 万元。后经历次增资，2010 年 1 月，龙光控股股东将其在龙光控股享有股权份额的 25% 协议转让于金泓（香港）投资有限公司（以下简称“金泓香港”），转让完成后龙光控股类别变更为中外合资企业。2010 年 4 月，龙光控股股东决议将龙光控股 75% 的股权转让给润铭（香港）投资有限公司（以下简称“润铭香港”），此次转让完成后，龙光控股由中外合资企业变更为台港澳合资企业。2016 年 1 月 20 日，龙光控股更名为现用名。

龙光控股是龙光集团有限公司（以下简称“龙光集团”）旗下主要的房地产业务开发平台，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 年底，龙光控股注册资本 4.43 亿元；龙光集团通过润铭香港和金泓香港间接持有龙光控股 100% 股权，系龙光控股的控股股东；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，系龙光控股的实际控制人。

龙光控股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 年底，龙光控股本部内设投资发展中心、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 年底，龙光控股纳入合并范围的控股子公司 279 家；龙光控股本部在职员工合计 410 人。

截至 2020 年底，龙光控股合并资产总额 2179.41 亿元，所有者权益 570.88 亿元（含少数股东权益 126.41 亿元）；2020 年，龙光控股实现营业收入 693.60 亿元，利润总额 174.03 亿元。

龙光控股注册地址：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、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%²，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%³，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改

² 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

³ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

表 1 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元,同比增长 24.20%,是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元,占一般公共预算收入的 85.31%,同比增长 24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元,同比增长 6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元,缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄,可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元,同比增长 47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出 1.73 万亿元,同比减少 12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021 年 1-3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1-2 月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而 3 月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021 年一季度,全国居民人均可支配收入 9730.00 元,扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本培元,稳定预期,保持经济运行在合理区间,使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细,兜牢基层“三保”底线,发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”,减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微

企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕,强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时,因地制宜增加经济困难省份信贷投放,支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓,主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大,而随着疫苗的推广,疫情对经济的影响减弱,服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定,居民消费支出将继续修复,消费有望持续温和复苏;随着欧美经济逐渐恢复,外需有望继续保持强势增长;固定资产投资修复过程仍将持续,投资结构有望优化:房地产投资虽然韧性较强,但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策,大概率呈现下行趋势;基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降,扩张空间有限,预计保持低速增长;而制造业投资目前表现较弱,但是生产端强劲,积极因素不断增加,随着企业利润不断修复,未来制造业投资增速有望加快。整体看,预计 2021 年我国经济将保持复苏态势,结构进一步优化。

三、行业分析

1. 房地产行业概况

2019 年以来,中央坚持房地产调控政策的总基调不变,房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响,自 2020 年 3 月陆续复工以来,全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一,2019 年以来,各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看,中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月

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亦成为政策调控的重要考虑因素。2020年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的

短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自2020年3月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图1 2019年—2020年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020年，全国房地产开发投资完成额14.14万亿元，累计同比增长7.00%，增速较2019年下降2.90个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额10.44万亿元，累计同比增长7.6%，增速相较于2019年下降13.90个百分点；办公楼完成投资额0.65万亿元，累计同比增长5.4%，增速相较于2019年提升2.60个百分点；商业营业用房完成投资额1.31万亿元，累计同比下降1.1%，相较于2019年降幅收窄5.6个百分点。

施工方面，2020年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020年房屋新开工面积22.44亿平方米，同比下降1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020年全国房屋施工面积达

92.68亿平方米，同比增长3.70%，增速相较于2019年下降5.00个百分点；同期全国房屋竣工面积9.12亿平方米，同比下降4.90%。

从销售情况来看，2020年，商品房销售面积17.61亿平方米，同比增长2.60%。其中，住宅销售面积15.49亿平方米（占87.96%），同比增长3.20%，增速较2019年增长1.70个百分点。2020年，商品房销售金额为17.36万亿元，同比增长8.60%，增速较2019年增长2.20个百分点。其中，住宅销售金额15.46万亿元，同比增长10.80%，增速较2019年增长0.50个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4月起明显回升，房企到位资金增速较2019年基本持平，但仍处近年以来的低

位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1—3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 2 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	165962.89	100.00	178608.59	100.00	193114.85	100.00

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 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。2019 年 11 月 16 日，央行发布

《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见下表。

表 3 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要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”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展

2020年7月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021年3月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表4 2020年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020年1月	央行	2020年1月6日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020年2月	央行	2020年金融市场工作电视电话会议要求，2020年金融市场业务条线要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”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行
2020年4月	银保监会	4月22日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020年5月	央行	《2020年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化LPR改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020年6月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020年8月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020年10月	央行	重点房企资金监测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020年12月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自2021年1月1日起实施

资料来源：联合资信整理

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，龙光控股注册资本4.43亿元；龙光集团通过润铭香港和金泓香港间接持有龙光控股100%股权，系龙光控股的控股股东；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，系龙光控股的实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

龙光控股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。

龙光控股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，持续丰富龙光控股产品结构。凭借多年的开发经验，形成了龙光控股特有的发展模式、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龙光控股在越发激烈的市场竞争环境中实现健康稳步发展。

龙光控股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2020年底，龙光控股土地储备总建筑面积为3071.39万平方米，项目储备充足。此外，龙光控股积极通过收并购及城市更新项目拓展土地储备，龙光控股拥有专业的城

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。

龙光控股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。根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中发布的《2021 中国房地产开发企业综合实力 TOP500》，龙光集团位列第 22 位。龙光控股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。

3. 企业信用记录

根据龙光控股提供的企业信用报告，截至 2021 年 4 月 27 日，龙光控股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。

根据龙光控股过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，龙光控股无逾期或违约记录，履约情况良好。

五、管理分析

跟踪期内，龙光控股整体管理层变动不大，主要管理制度连续，管理运作正常。

2020 年，龙光控股根据《公司法》及公司章程规定的议事方式和表决程序，决定龙光控股监

事由肖丹变更为张倍源。此次人事变动，已于 2020 年 3 月 4 日完成工商变更登记。

六、经营分析

4. 经营概况

2020 年，龙光控股营业收入与利润规模增长较快，综合毛利率有所下降但仍属较高，未来受市场波动及行业竞争等因素影响毛利率或将承压。

2020 年，龙光控股实现营业收入 693.60 亿元，同比增长 24.31%。2020 年，龙光控股实现利润总额 174.03 亿元，同比增长 9.27%。

从龙光控股营业收入的构成来看，商品房开发销售为其主要收入来源，占营业收入比重最高。2020 年，龙光控股商品房销售收入伴随结转面积增多而大幅增长。龙光控股建筑工程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，2020 年该板块收入占比为 15.57%，有所下降。2020 年，龙光控股确认一级土地开发收入 60.19 亿元，主要来源于惠州大亚湾旧厂改造项目打包出售收入。龙光控股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，2020 年，受行业调控及市场竞争等因素影响，龙光控股商品房销售毛利率略有下降。2020 年，龙光控股建筑工程毛利率有所下降，主要系采购成本上升所致。2019—2020 年，龙光控股一级土地开发业务毛利率分别为 61.18% 和 79.80%，维持较高水平。综上，2020 年，龙光控股综合毛利率为 30.16%，仍处于较高水平。

表 5 龙光控股营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	377.38	84.87	35.37	376.40	67.46	28.64	524.30	75.59	27.52
一级土地开发	10.67	2.40	60.82	49.00	8.78	61.18	60.19	8.68	79.80
租金收入	0.91	0.20	84.62	1.26	0.23	80.95	1.10	0.16	66.54
建筑工程收入	48.95	11.01	9.21	126.44	22.66	24.30	108.01	15.57	14.95
其他	6.76	1.52	57.40	4.84	0.87	95.66	--	--	--
合计	444.67	100.00	33.53	557.94	100.00	31.21	693.60	100.00	30.16

资料来源：龙光控股提供

5. 土地储备

龙光控股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，龙光控股土地成本较低，整体土地储备的情况较好，为龙光控股未来盈利能力奠定良好基础。此外，龙光控股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龙光控股新的利润增长点。

龙光控股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，龙光控股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“刚需”“首改”的住宅开发为主。

从公开市场招拍挂拿地情况看，2020 年，龙光控股通过公开市场招拍挂新拓展项目储备数量 37 个，新增土地储备建筑面积 634.37 万平方米，地价总额 457.00 亿元。2020 年，龙光控股新增土地平均成本上升至 7761 元/平方米，主要系于深圳和广州等地新获取项目占总价的比重较高所致。

表 6 龙光控股通过招拍挂拿地情况
(单位：个、万平方米、元/平方米、亿元)

指标	2018 年	2019 年	2020 年
新拓展项目	32	31	37
新增土地储备建筑面积	747.39	666.78	634.37
新增土地平均成本	3788.00	5285.00	7761.00
地价总额	283.14	352.36	457.00

注：统计口径为全口径数据

资料来源：龙光控股提供

除了在招拍挂市场上获取土地之外，龙光控股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，龙光控股积极通过收并购及城市更新项目拓展土地储备。截至 2020 年底，龙光控股城市更新业务布局 11 个城市，涉及 109 个项目储备。未来，城市更新项目有望成为龙光控股新的利润增长点。

从存量土地储备来看，截至 2020 年底，龙光控股土地储备总建筑面积为 3071.43 万平方米，

项目储备充足，能够保障未来供货。其中，通过公开市场招拍挂获取的土地储备建筑面积 1824.12 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 1247.31 万平方米。从区域分布看，土地储备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，其中粤港澳大湾区 1695.57 万平方米（占比 55.20%）。从土地储备成本来看，截至 2020 年底，龙光控股土地储备平均土地成本约 4820 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，龙光控股整体土地成本较低。整体看，龙光控股土地储备充足，成本较低，为龙光控股未来盈利能力奠定良好基础。

表 7 截至 2020 年底龙光控股土地储备情况
(单位：万平方米、%)

区域	建筑面积	占比
惠州	673.88	21.94
南宁	469.15	15.27
佛山	232.52	7.57
中山	223.45	7.28
肇庆	220.12	7.17
汕头	215.21	7.01
河源	177.19	5.77
深圳	147.16	4.79
柳州	108.52	3.53
珠海	101.41	3.30
潮州	92.73	3.02
阳江	63.31	2.06
广州	61.06	1.99
陵水	48.23	1.57
成都	39.79	1.30
嘉兴	37.87	1.23
桂林	29.52	0.96
宁波	24.30	0.79
眉山	21.50	0.70
东莞	21.22	0.69
江门	14.74	0.48
苏州	10.40	0.34
昆明	9.21	0.30
南京	6.87	0.22
汕尾	6.25	0.20
上海	4.84	0.16
文昌	4.63	0.15

清远	3.67	0.12
海口	2.67	0.09
总计	3071.43	100.00

注：龙光控股土地储备口径为已确权全口径未售建筑面积，包括联合营项目
资料来源：龙光控股提供

6. 项目开发情况

2020 年，龙光控股保持较大规模项目开发建设力度；龙光控股在建项目规模较大，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。

龙光控股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，龙光控股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，龙光控股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，2020 年，龙光控股新开工面积维持高位；竣工面积随着龙光控股开发规模增大而逐年增长。龙光控股在建项目规模较大，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。

表8 龙光控股主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新开工面积	928	1175	1120
竣工面积	254	543	828
期末在建面积	1398	2030	2321

注：表中数据包含联合营项目，均按全口径计算
资料来源：龙光控股提供

7. 房产销售情况

2020 年，龙光控股签约销售面积和金额增长较快；龙光控股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；龙光控股项目整体去化率良好。

从龙光控股项目销售情况看，2020 年龙光控股销售情况保持良好，分别实现签约销售面积 724.62 万平方米和签约销售金额 1159.73 亿元。

表9 龙光控股近年房产销售情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
签约销售面积	381.29	621.34	724.62
签约销售金额	646.03	843.28	1159.73
签约销售均价	16943	13572	16005

注：2018—2019 年签约销售数据为全口径，2020 年签约销售数据为权益口径
资料来源：龙光控股提供

从销售区域分布来看，龙光控股签约销售主要集中于粤港澳大湾区、汕头及南宁等区域，近年来也逐渐向长三角拓展。其中，2020 年，龙光控股签约销售额占比前五大城市为佛山、深圳、南宁、汕头和嘉兴，占当期签约销售金额的比重分别为 16.21%、14.78%、13.98%、8.25% 和 7.84%。

从项目去化情况看，截至 2020 年末，龙光控股整体去化率约 82%，较上年底下降约 4 个百分点，但仍整体维持良好水平。

8. 其他业务

龙光控股其他业务主要包括建筑工程收入、一级土地开发收入、租金收入等，为龙光控股收入和利润提供了补充。

（1）建筑工程及装饰业务

龙光控股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资质。建筑工程收入系为集团内龙光控股及其联合营企业建造项目提供建筑、装饰服务，以及向置业者提供室内装修服务。龙光控股承建施工项目后，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。2020 年，龙光控股实现建筑工程收入 108.01 亿元，占营业收入的比重为 15.57%。

（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，龙光控股积极通过城市更新项目拓展土地储备，控制土地成本。龙光控股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，龙光控股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。

2020 年，龙光控股实现一级土地开发收入

60.19 亿元，主要来源于惠州大亚湾旧厂改造项目打包出售收入。

（3）物业租赁

经营性物业方面，龙光控股经营性物业主要为写字楼和商铺，龙光控股近两年租金收入分别为 1.26 亿元和 1.10 亿元。龙光控股经营性物业出租率和租金收入比较稳定，龙光控股主要经营性物业如下。

表 10 2018—2020 年龙光控股主要经营性物业情况（单位：平方米、万元、%）

经营性物业项目	2018 年			2019 年			2020 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	35693	7076	99	39564	5245	94	30931	3315	73
惠州龙光城商业中心	--	--	--	34305	2113	87	31931	2081	79
深圳天悦龙庭商铺	6515	717	100	6515	714	100	4574	294	65
深圳玖龙玺商业	3664	284	74	5466	746	96	3246	521	65
南宁普罗旺斯二期商铺	7941	181	100	7941	246	100	7941	192	100
南宁水悦龙湾商铺	14157	399	90	12163	472	88	14420	347	89
南宁龙光世纪大厦	--	--	--	49345	1740	68	61897	2486	83
合计	67970	8657	--	155299	11276	--	154940	9236	--

资料来源：龙光控股提供

9. 未来发展

龙光控股发展战略明确，有利于龙光控股未来保持快速健康发展。

龙光控股致力于持续巩固提升“城市综合服务商”地位，践行“住宅开发+城市更新+商业运营+产业运营”四轮驱动战略。基于优质充裕的土储，龙光控股将继续完善粤港澳大湾区、长三角都市圈、西南城市群和中部城市群的全国性布局，充分发挥城市更新业务的差异化竞争优势，培育商业运营和产业运营成为持续性收入来源。随着房地产行业加速整合，凭借于房地产行业丰富的运营经验，龙光控股未来将积极把握土地收购机遇，同时寻求更多并购目标，多渠道增加优质土地储备，降低土地成本。

七、财务分析

1. 财务概况

龙光控股 2020 年度的财务报表经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具了标准无保留意见审计报告。龙光控股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，2020 年，龙光控股合并范围内新增 128 家子公司，减少 14 家子公司。龙光控股合并范围有一定变化，但考虑到龙光控股主营业务连续，龙光控股财务数据可比性仍较强。

截至 2020 年底，龙光控股合并资产总额 2179.41 亿元，所有者权益 570.88 亿元（含少数股东权益 126.41 亿元）；2020 年，龙光控股实现营业收入 693.60 亿元，利润总额 174.03 亿元。

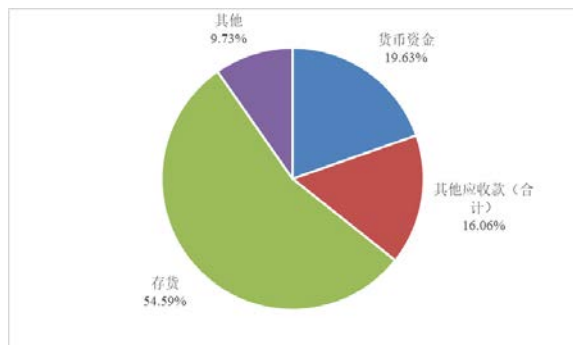
2. 资产质量

龙光控股资产规模保持较快增长态势,货币资金充裕,但其他应收款对资金形成一定的占用;龙光控股非流动资产中投资性房地产占比较大,公允价值存在一定估值波动风险。整体看,龙光控股资产质量很好。

截至 2020 年底,龙光控股合并资产总额 2179.41 亿元,较上年底增长 18.80%,龙光控股资产仍以流动资产(占 84.38%)为主。

截至 2020 年底,龙光控股流动资产 1838.89 亿元,较上年底增长 25.52%,龙光控股流动资产构成如下图所示。

图 2 截至 2020 年底龙光控股流动资产构成



资料来源:联合资信根据龙光控股审计报告整理

截至 2020 年底,龙光控股货币资金 360.93 亿元,较上年底下降 4.79%。货币资金以银行存款(占 98.03%)为主。截至 2020 年底,龙光控股使用受限的货币资金 7.05 亿元,占比为 1.95%,主要为各类保证金。

截至 2020 年底,龙光控股其他应收款 295.28 亿元,较上年底增长 48.23%,主要系应收联合营款项增加所致。截至 2020 年底,龙光控股未对其他应收款计提坏账准备,考虑到欠款性质,龙光控股其他应收款回款风险较低,但对龙光控股资金形成一定的占用。

截至 2020 年底,龙光控股存货 1003.78 亿元,较上年底增长 28.86%,主要系在建开发产品增加所致。存货主要由在建开发产品(占 82.22%)和已完工开发产品(占 13.22%)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 12.39%)、南宁玖珑臺(占 8.94%)、深圳玖龙台(占 8.31%)、南宁世纪中心(占 5.16%)

和东莞玖龙玺(占 4.89%)。龙光控股存货未计提减值准备。考虑到其项目所处区域房地产景气度高,销售情况较好,且楼面地价较低,存货减值风险一般。截至 2020 年底,存货受限比例为 26.73%。

截至 2020 年底,龙光控股非流动资产 340.52 亿元,较上年底下降 7.86%,非流动资产主要由投资性房地产(占 84.68%)和长期股权投资(占 10.57%)构成。

截至 2020 年底,龙光控股长期股权投资 35.99 亿元,较上年底增长 20.71%,主要系对南京景珑尚御实业发展有限公司龙光控股等合营企业投资增加所致。

龙光控股投资性房地产采用公允价值模式计量。截至 2020 年底,龙光控股投资性房地产 288.35 亿元,较上年底增长 12.25%。2020 年,公允价值变动收益为 15.02 亿元,龙光控股当期租金收入 1.10 亿元,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,考虑公允价值变动受宏观经济形势和政策等影响较大,存在一定的估值波动风险。截至 2020 年底,投资性房地产受限比例为 3.12%。

截至 2020 年底,龙光控股受限资产合计 284.41 亿元。其中,货币资金 7.05 亿元(占货币资金的 1.95%),存货 268.36 亿元(占存货的 26.73%),投资性房地产 9.00 亿元(占投资性房地产的 3.12%);受限资产占总资产的比例为 13.05%,整体受限比例一般。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

龙光控股所有者权益规模保持增长,但未分配利润占比偏高,所有者权益稳定性较弱。

截至 2020 年底,龙光控股所有者权益 570.88 亿元,较上年底增长 40.37%。其中,归属于母公司所有者权益占比为 77.86%,少数股东权益占比为 22.14%,归属于母公司所有者权益中,实收资本和未分配利润分别占 1.00% 和 99.00%。所有者权益中未分配利润占比偏高,权益结构稳定性较弱。

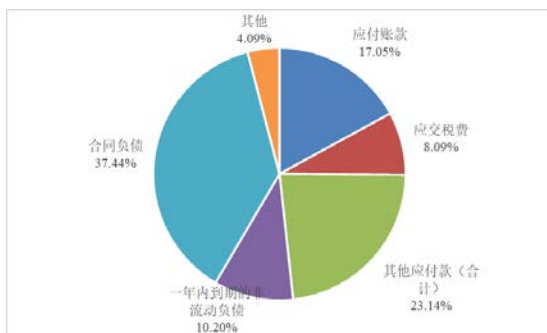
(2) 负债

龙光控股负债规模持续增加,债务负担处于可控水平,整体债务期限结构分布相对均衡。

截至 2020 年底,龙光控股负债总额 1608.53 亿元,较上年底增长 12.65%。龙光控股负债以流动负债(占 77.19%)为主,非流动负债占比上升较快。

截至 2020 年底,龙光控股流动负债 1241.61 亿元,较上年底小幅增长 0.52%。截至 2020 年底,龙光控股流动负债构成如下图所示。

图 3 截至 2020 年底龙光控股流动负债构成



资料来源:联合资信根据龙光控股审计报告整理

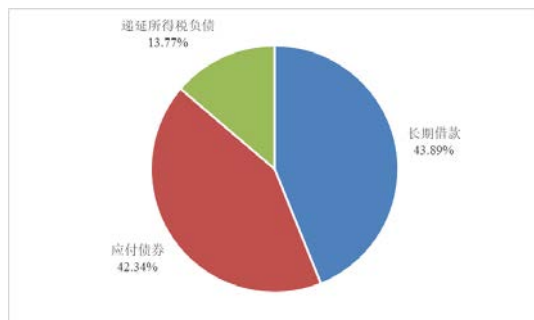
截至 2020 年底,应付账款 211.65 亿元,较上年底下降 8.98%,主要系支付较多工程结算款所致。

截至 2020 年底,其他应付款 287.28 亿元,较上年底下降 35.62%,主要系应付第三方减少所致。

2020 年末,龙光控股一年内到期的非流动负债 126.69 亿元,较上年底下降 46.35%。

截至 2020 年底,合同负债 464.80 亿元,较上年底增长 89.32%,主要系销售回款增多所致。

图 4 截至 2020 年底龙光控股非流动负债构成



资料来源:龙光控股审计报告

截至 2020 年底,龙光控股非流动负债

366.92 亿元,较上年底增长 90.44%,主要系长期借款和应付债券增多所致。截至 2020 年底,龙光控股非流动负债构成如上图所示。

截至 2020 年底,长期借款 161.05 亿元,较上年底增长 138.25%,主要系项目开发获取的开发贷增加所致;长期借款主要由抵押借款(占 75.73%)构成。

截至 2020 年底,应付债券 155.36 亿元,较上年底增长 85.35%,主要系债券回售窗口期后重分类所致。

截至 2020 年底,龙光控股全部债务 452.55 亿元,较上年底增长 14.59%。龙光控股债务以长期债务(占 69.92%)为主。从债务指标来看,截至 2020 年底,龙光控股资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.81%、44.22%和 35.66%。从全部债务期限结构看,龙光控股债务期限结构分布相对均衡。

表 11 截至 2020 年底龙光控股全部债务期限分布情况

(单位:亿元、%)

时间	债务合计	占比
1 年内	136.14	30.04
1~2 年	102.73	22.71
2~3 年	86.63	19.15
3~4 年	77.05	17.04
4~5 年	50.00	11.05
合计	452.55	100.00

注:假设债券全部回售的情况

资料来源:龙光控股提供

4. 盈利能力

2020 年,龙光控股营业收入和利润总额规模保持增长;公允价值变动收益对龙光控股盈利有一定影响;龙光控股整体盈利能力很强。

2020 年,龙光控股营业收入同比增长 24.31%;营业成本同比增长 26.22%,利润总额同比增长 9.27%。

从期间费用看,2020 年,期间费用总额 33.33 亿元,同比增长 48.86%,期间费用主要由销售费用(占 48.06%)和管理费用(占 45.78%)构成。其中,销售费用同比增长 33.27%,主要系合约销售增加导致销售费用增长所致。管理费用同比增长 36.93%,主要系随着龙光控股规模扩大,

人员费用和办公费用增长所致。

2019—2020 年，公允价值变动收益占龙光控股营业利润比例分别为 10.42%和 8.63%。公允价值变动收益对龙光控股利润有一定影响。

从盈利指标看，2020 年，龙光控股总资产收益率与净资产收益率有所下降。与同行业其他主要上市公司相比，龙光控股盈利能力很强。

表 12 2018—2020 年龙光控股盈利能力情况

(单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	444.67	557.94	693.60
营业成本	295.55	383.78	484.39
销售费用	11.72	12.02	16.02
管理费用	7.13	11.14	15.26
财务费用	1.76	-0.77	2.05
公允价值变动收益	18.40	16.61	15.02
利润总额	126.47	159.27	174.03
营业利润率	29.05	28.79	27.64
总资产收益率	13.96	15.74	13.92
净资产收益率	27.06	28.51	23.08

资料来源: 联合资信根据龙光控股财务报告整理

表 13 房地产开发类上市公司2020年盈利指标

(单位: %)

证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
中国奥园	25.09	35.18	4.75
佳兆业集团	28.52	18.77	4.40
时代中国控股	28.78	26.10	5.84
富力地产	23.74	10.79	4.86
龙光控股	30.16	23.08	9.21

注: 上市公司数据引自 Wind, 龙光控股数据由联合资信根据龙光控股审计报告计算

资料来源: Wind

5. 现金流

龙光控股经营活动现金流保持净流入,投资和筹资活动现金流波动较大,2020年,龙光控股经营活动现金流净流入无法覆盖投资活动现金流的净流入额。考虑到龙光控股在建项目规模较大,预计未来龙光控股对外融资需求较大。

表 14 2018—2020 年龙光控股现金流情况

(单位: 亿元)

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	486.00	549.47	758.30
经营活动现金流出小计	332.64	544.80	742.42
经营活动现金流量净额	153.36	4.66	15.88

投资活动现金流入小计	106.96	261.52	79.83
投资活动现金流出小计	215.34	123.63	142.45
投资活动现金流量净额	-108.39	137.89	-62.62
筹资活动前现金流量净额	44.97	142.55	-46.74
筹资活动现金流入小计	285.60	171.47	288.76
筹资活动现金流出小计	266.74	181.69	258.19
筹资活动现金流量净额	18.86	-10.22	30.57

资料来源: 龙光控股财务报告, 联合资信整理

从经营活动来看,2020 年,龙光控股经营活动现金流入同比增长 38.01%,主要系合约销售的现金流入增加所致;经营活动现金流出同比增长 36.27%。2020 年,龙光控股经营活动现金流保持净流入状态,同比增长 240.57%。

从投资活动来看,2020 年,龙光控股投资活动现金流入有所下降主要系收到其他与投资活动有关的现金减少所致;投资活动现金流出有所增长主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金所致。2020 年,龙光控股投资活动现金流整体由净流入转为净流出。

2020 年,龙光控股筹资活动前现金流量净额为-46.74 亿元。

从筹资活动来看,2020 年,龙光控股筹资活动现金流入同比增长 68.40%;筹资活动现金流出同比增长 42.11%。2020 年,龙光控股筹资活动现金流整体由净流出转为净流入。

6. 偿债能力

龙光控股偿债能力指标较好,间接融资渠道畅通;随着龙光控股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,龙光控股整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看,2020 年,龙光控股流动比率与速动比率均有所增长,龙光控股流动资产和现金类资产对流动负债的保障程度较好。截至 2020 年底,龙光控股现金短期债务比为 2.65 倍。整体看,龙光控股短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看,2020 年,龙光控股 EBITDA 为 185.49 亿元,同比增长 7.97%。从构成看,龙光控股 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出(占 5.80%)、利润总额(占 93.82%)构成。2020 年,龙光控股 EBITDA 利息倍数由

上年的 6.38 倍下降至 5.51 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 由上年的 2.30 倍提高至 2.44 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，龙光控股长期债务偿债能力强。

表 15 龙光控股主要偿债指标情况（单位：%、倍、亿元）

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率	130.24	118.60	148.10
	速动比率	82.89	55.54	67.26
	现金短期债务比	2.17	1.56	2.65
	经营现金流动负债比	15.53	0.38	1.28
长期偿债能力指标	EBITDA	129.39	171.79	185.49
	全部债务/EBITDA	2.68	2.30	2.44
	EBITDA 利息倍数	5.78	6.38	5.51

资料来源：联合资信根据龙光控股财务报告整理

截至 2020 年底，龙光控股对外担保余额 381.64 亿元，其中为商品房承购人提供阶段性担保 365.47 亿元（占净资产的 64.02%），为关联方提供抵押担保 16.17 亿元（占净资产的 2.83%）。龙光控股存在一定的或有负债风险。

截至 2020 年底，龙光控股无重大未决诉讼、仲裁或受到重大行政处罚的事项。

截至 2020 年底，龙光控股已获得银行授信额度合计 803.22 亿元人民币，其中剩余可用额度为 470.68 亿元人民币，间接融资渠道畅通。

7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款为主，负债以其他应付款为主，母公司收入规模较小，利润以投资收益为主。

截至 2020 年底，母公司资产总额 1524.71 亿元，较上年底增长 70.12%。母公司资产以流动资产（占 85.35%）为主。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占 94.37%）和货币资金（占 5.49%）构成；非流动资产主要由长期应收款（占 95.83%）构成。截至 2020 年底，母公司货币资金为 71.40 亿元。

截至 2020 年底，母公司负债总额 1368.30 亿元，较上年底增长 72.24%。母公司负债以流动负债（占 88.31%）为主。从构成看，流动负债

主要由其他应付款（合计）（占 95.96%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 97.09%）构成。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 89.74%，母公司存在一定债务负担。

截至 2020 年底，母公司全部债务 203.98 亿元，其中短期债务为 48.62 亿元。母公司全部债务以长期债务（占 76.16%）为主。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 56.60%。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 156.41 亿元，较上年底增长 53.54%。在所有者权益中，实收资本为 4.43 亿元（占 2.83%）、资本公积合计 0.95 亿元（占 0.61%）、未分配利润合计 148.81 亿元（占 95.14%）、盈余公积合计 2.22 亿元（占 1.42%）。

母公司利润以投资收益为主。2020 年，母公司营业收入为 2.96 亿元，利润总额为 54.56 亿元，母公司投资收益为 54.06 亿元。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为 8.89 亿元，投资活动现金流净额 54.19 亿元，筹资活动现金流净额-11.06 亿元。

八、结论

综合评估，联合资信确定维持龙光控股主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 深圳市龙光控股有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	331.81	379.11	360.93
资产总额（亿元）	1560.09	1834.58	2179.41
所有者权益（亿元）	351.96	406.70	570.88
短期债务（亿元）	152.71	243.50	136.14
长期债务（亿元）	193.98	151.41	316.41
全部债务（亿元）	346.69	394.91	452.55
营业收入（亿元）	444.67	557.94	693.60
利润总额（亿元）	126.47	159.27	174.03
EBITDA（亿元）	129.39	171.79	185.49
经营性净现金流（亿元）	153.36	4.66	15.88
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.43	0.41	0.42
存货周转次数（次）	0.71	0.62	0.54
总资产周转次数（次）	0.35	0.33	0.35
现金收入比（%）	83.52	95.74	109.18
营业利润率（%）	29.05	28.79	27.64
总资本收益率（%）	13.96	15.74	13.92
净资产收益率（%）	27.06	28.51	23.08
长期债务资本化比率（%）	35.53	27.13	35.66
全部债务资本化比率（%）	49.62	49.26	44.22
资产负债率（%）	77.44	77.83	73.81
流动比率（%）	130.24	118.60	148.10
速动比率（%）	82.89	55.54	67.26
经营现金流动负债比（%）	15.53	0.38	1.28
现金短期债务比（倍）	2.17	1.56	2.65
EBITDA 利息倍数（倍）	5.78	6.38	5.51
全部债务/EBITDA（倍）	2.68	2.30	2.44

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

资料来源：龙光控股财务报表，联合资信搜集整理

附件 2-1 共同债务人二龙光集团有限公司信用分析

一、主体概况

龙光集团有限公司（以下简称“龙光集团”）为于开曼群岛注册成立的获豁免有限责任公司。

龙光集团及其附属公司主要于中华人民共和国从事物业开发、物业投资、建筑及装饰以及城市更新业务。

龙光集团董事认为，Junxi Investments Limited 为龙光集团直接控股公司，而龙光集团的最终控股方为纪凯婷女士。

龙光集团注册办事处位于 Cricket Square, Hutchins Drive, P.O. Box 2681, Grand Cayman, KY1-1111, Cayman Islands。

二、经营分析

龙光集团房地产开发与销售板块业务主要以其全资控股公司深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”）作为运营体，经营分析部分参考龙光控股分析部分。

三、财务分析

安永会计师事务所审计了龙光集团2020年度合并财务报告，并出具了无保留意见的审计报告。

截至2020年底，龙光集团合并资产总额2435.14亿元，权益总额606.71亿元（含非控股权益182.68亿元）；2020年，龙光集团实现收入710.80亿元，除税前溢利194.98亿元。

2020年，龙光控股占龙光集团资产、负债、收入规模均在85%以上，龙光集团与龙光控股信用状况的主要区别在于资本结构及债务相关财务指标。本部分主要就龙光集团资本结构及相关债务指标进行分析。

2020 年，龙光集团权益总额保持增长，但股本占比偏低，保留溢利和非控股权益占

比偏高，权益稳定性待改善。

截至 2020 年底，龙光集团权益总额 606.71 亿元，较上年底增长 41.12%，主要系储备和非控股权益增长所致。其中，股本占比 0.72%，永续资本证券占比 3.90%，储备占比 65.27%（主要由保留溢利构成），非控股权益占比 30.11%。

2020 年，伴随龙光集团业务规模扩大，有息债务规模有所增长；龙光集团整体债务负担处于可控水平，债务期限结构有所改善；从融资渠道看，2020 年优先票据占比有所上升；2020 年龙光集团整体借贷成本有所下降。

截至 2020 年底，龙光集团全部债务 801.38 亿元，较上年底增长 15.01%。其中，短期债务占 29.07%，长期债务占 70.93%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2020 年底，龙光集团资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.08%、56.91%和 48.37%，较上年底分别下降 4.05 个百分点、下降 4.93 个百分点和提高 0.12 个百分点。

从全部债务期限结构看，截至 2020 年末，到期时间在一年内或于要求时 232.97 亿元（占 29.07%，较上年底下降 13.41 个百分点），到期时间在第二年 166.37 亿元（占 20.88%），到期时间在第三年至第五年（含首尾两年）379.68 亿元（占 47.38%），到期时间超过五年 21.42 亿元（占 2.67%）。债务期限结构有所改善。

表 1 截至 2020 年底龙光集团债务期限分布情况
(单位：亿元、%)

还款年期	规模	占比
一年内或于要求时	232.97	29.07
第二年	166.37	20.88
第三年至第五年（含首尾两年）	379.68	47.38
超过五年	21.42	2.67
合计	801.38	100.00

资料来源：龙光集团年报

从融资结构看，截至 2020 年末，优先票据占全部债务的比重为 31.35%，较上年底提升 0.75 个百分点，融资渠道中海外债占比有所上升。

从融资成本看，截至 2020 年末，龙光集团加权平均借贷成本为 5.60%，较上年末的 6.10%有所下降。

龙光集团偿债能力指标很强。考虑到龙光集团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，整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年底，龙光集团流动比率由上年底的 133.69%提高至 159.92%，流动资产对流动负债的保障程度强。截至 2020 年底，龙光集团现金短期债务比由上年底的 1.34 倍提高至 1.76 倍，现金类资产对短期债务的保障程度良好。整体看，龙光集团短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2020 年，龙光集团 EBITDA 为 216.09 亿元，同比增长 14.46%。2020 年，龙光集团 EBITDA 利息倍数由上年的 4.18 倍下降至 3.95 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度良好；全部债务/EBITDA 由上年的 3.69 倍提高至 3.71 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度良好。整体看，龙光集团长期债务偿债能力很强。

截至 2020 年底，龙光集团无涉案金额在 1000 万元以上的重大未决诉讼。

截至 2020 年底，龙光集团对外担保额 458.13 亿元，占净资产的 75.51%，龙光集团存在一定的或有负债风险。其中，关于为物业若干购房者提供按揭融资的担保 384.47 亿元，就授予合营公司及联营公司的信贷融资给予银行及其他放债人的担保 61.34 亿元，就授予第三方信贷融资给予银行的担保 4.34 亿元，就龙光集团各项义务所出具担保的反担保 7.99 亿元。

四、结论

龙光集团业务主要由龙光控股开展，作为共同债务人，其作为共同债务人其偿债能力主要取决于龙光控股。

附件 2-2 龙光集团有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	354.43	397.25	410.40
资产总额（亿元）	1700.95	2060.10	2435.14
权益总额（亿元）	367.46	429.94	606.71
短期债务（亿元）	172.30	295.96	232.97
长期债务（亿元）	417.12	400.81	568.41
全部债务（亿元）	589.41	696.78	801.38
收入（亿元）	441.37	574.80	710.80
除税前溢利（亿元）	140.19	174.52	194.98
EBITDA（亿元）	154.93	188.79	216.09
经营活动的现金流量净额（亿元）	45.68	58.72	12.31
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.41	0.40	0.40
存货周转次数（次）	0.63	0.56	0.52
总资产周转次数（次）	0.31	0.31	0.32
现金收入比（%）	--	--	--
营业利润率（%）	--	--	--
总资本收益率（%）	10.88	11.48	10.95
净资产收益率（%）	24.48	26.90	22.04
长期债务资本化比率（%）	53.16	48.25	48.37
全部债务资本化比率（%）	61.60	61.84	56.91
资产负债率（%）	78.40	79.13	75.08
流动比率（%）	147.55	133.69	159.92
速动比率（%）	85.68	61.19	71.88
经营现金流动负债比（%）	5.16	4.93	1.02
现金短期债务比（倍）	2.06	1.34	1.76
EBITDA 利息倍数（倍）	4.85	4.18	3.95
全部债务/EBITDA（倍）	3.80	3.69	3.71

资料来源：公司年报，联合资信搜集整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2 主体公开信用评级等级设置及其含义

联合资信主体公开信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA_{pi}、AA_{pi}、A_{pi}、BBB_{pi}、BB_{pi}、B_{pi}、CCC_{pi}、CC_{pi}、C_{pi}。除AAA_{pi}级，CCC_{pi}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。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	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 _{pi}	不能偿还债务

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 5 资产支持票据信用等级设置及含义

联合资信资产支持票据具体评级方法参见联合资信官方网站（www.lhratings.com）。联合资信资产支持票据信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和C_{sf}。除AAA_{sf}级、CCC_{sf}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。各等级含义如下表所示：

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，违约风险极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，违约风险很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约风险较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约风险很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约风险极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。