跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 977 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持深业集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“14深业债/14深业团”、“15深业MTN001”和“17深业集MTN001”AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十三日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
www.lhratings.com

深业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 深业债/14 深业团	24 亿元	2014/5/21-2021/5/21	AAA	AAA
15 深业 MTN001	37 亿元	2015/6/5-2020/6/5	AAA	AAA
17 深业集 MTN001	20 亿元	2017/5/4-2022/5/4	AAA	AAA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(亿元)	103.86	141.98	164.57	129.33
资产总额(亿元)	922.77	938.41	983.51	981.43
所有者权益(亿元)	264.44	292.21	312.57	317.31
短期债务（亿元）	143.03	75.38	77.62	72.74
长期债务(亿元)	290.46	324.47	263.84	265.30
全部债务(亿元)	433.49	399.85	341.46	338.04
营业收入(亿元)	149.24	177.41	218.27	25.10
利润总额(亿元)	31.34	29.11	40.33	2.92
EBITDA(亿元)	52.67	48.59	58.86	--
经营性净现金流(亿元)	-24.51	39.82	128.52	-26.26
营业利润率(%)	25.96	27.42	29.38	30.50
净资产收益率(%)	7.39	5.63	8.06	--
资产负债率(%)	71.34	68.86	68.22	67.67
全部债务资本化比率(%)	62.11	57.78	52.21	51.58
流动比率(%)	162.35	190.58	151.99	154.55
经营现金流动负债比(%)	-7.35	13.61	34.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.23	8.23	5.80	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	2.22	3.19	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计。

分析师

常启睿　付骁林　杨明奇

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

深业集团有限公司（以下简称“公司”）是深圳市重要的国有资产综合管控主体，主要负责城市更新项目的投资建设及运营，业务范围涵盖房地产开发建设、投资性物业租赁及高速公路建设运营等板块。跟踪期内，公司资产规模稳步增长，经营规模不断扩大，受益于2016年上半年一二线城市房地产市场量价齐升及去库存政策的推进，公司房地产项目销售业绩明显提升，现金回流情况较好。同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，房地产行业受宏观政策调控影响大、可供出售金融资产公允价值波动对权益稳定性产生一定影响等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

深圳市城市更新为公司带来了大量的项目储备，未来随着项目的推进，公司资产规模和销售收入均有望大幅增长。

综合考虑，联合资信确定维持公司AAA的主体长期信用等级，评级展望为稳定；并维持“14深业债/14深业团”、“15深业MTN001”和“17深业集MTN001”AAA的信用等级。

优势

1. 跟踪期内，得益于 2016 年上半年一二线城市房地产市场量价齐升及去库存政策的推进，公司加大房地产项目销售力度，营业收入和现金回流均大幅增长。
2. 跟踪期内，荆东高速、广河高速和惠大高速通行费收入均有不同程度增长，公司高速公路板块运营趋于成熟。
3. 跟踪期内，公司债务规模持续下降，整体债务负担有所减轻。
4. 公司经营活动现金流入量对存续期内相关债券保障能力强。

关注

1. 公司目前储备土地中，非重点核心发展区域面积占比大，对公司资金形成一定占用。
2. 公司存货占比高，资产流动性较弱。
3. 公司可供出售金融资产公允价值波动对权益稳定性产生一定影响。

声 明

一、本报告引用的资料主要由深业集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（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、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

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，未因该公司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相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

深业集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于深业集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

深业集团有限公司（以下简称“公司”或“深业集团”）前身为深业投资开发有限公司，是经深圳市国有资产管理办公室（以下简称“深圳市国资办”）以深国资办[1997]第 82 号文批准，于 1997 年 6 月 20 日正式成立，公司初始注册资本为人民币 1.00 亿元，深圳市国资办持有公司 100%股份。2002 年 2 月和 2003 年 10 月，深圳市国资办对公司两次注资，公司的注册资本变为 20.10 亿元。2004 年，根据粤委[2004]6 号文，深圳市设立深圳市国有资产监督管理委员会（后更名为深圳市国有资产监督管理局、深圳市人民政府国有资产监督管理委员会，以下简称“深圳市国资委”），不再保留深圳市国资办，公司股东由深圳市国资办变更为深圳市国资委。2008 年 9 月，深圳市国资委对公司注资，公司注册资本增至 22.60 亿元。

2011 年，根据深圳市政府深府函[2011]180 号文件批准，公司 100%的国有股权整体划入深圳市特区建设发展集团有限公司（为深圳市国资委下属国有独资公司，以下简称“特区建发”）。2012 年~2016 年，特区建发对公司数次增资，2016 年 8 月 4 日，深圳市国资委决定将特区建发所持有的公司 100%股权无偿划转至深圳市国资委持有，公司实际控制人未发生变更。截至 2017 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 39.30 亿元，公司由深圳市国资委履行出资人职责，对公司实行国有资产授权经营，深圳市人民政府为公司的最终控制人。

公司的经营范围为：资产经营；投资兴办实业（具体项目另行申报）；国内商业、物资供销业（不含专营、专控、专卖商品）；高新科技项目的技术开发；市国有资产管理部门授权经营的其它业务。

截至 2017 年 3 月底，公司本部下设董事会秘书处、办公室、党群办公室、人力资源部、计划财务部、战略管理部、资本运营部、综合管理部、项目发展部、地产运营管理部、营销中心、标准与信息化管理部和风险管理部共 13 个职能部门；拥有逾 40 家子公司，子公司深圳控股有限公司为香港上市公司（股票代码：0604.HK，截至 2016 年底，公司持有其 60.28%股权，以下简称“深圳控股”），全资子公司深业沙河（集团）有限公司（以下简称“沙河集团”）的控股子公司沙河实业股份有限公司为深圳证券交易所上市公司（股票代码：000014.SZ，截至 2016 年底，公司间接持股 32.87%，以下简称“沙河股份”）。

截至2016年底，公司（合并）资产总额为983.51亿元，所有者权益合计312.57亿元（含少数股东权益116.71亿元）；2016年公司实现营业收入218.27亿元，利润总额40.33亿元。

截至2017年3月底，公司（合并）资产总额为981.43亿元，所有者权益合计317.31亿元（含少数股东权益117.66亿元）；2017年1~3月公司实现营业收入25.10亿元，利润总额2.92亿元。

公司注册地址：广东省深圳市福田区车公庙泰然八路 31 号深业泰然大厦 F 座；法定代表人：吕华。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司尚需偿还债券本金合计 81 亿元（额度 24 亿元、期限 5+2 年的“14 深业团/14 深业债”，额度 37 亿元、期限 5 年的“15 深业 MTN001”和额度 20 亿元、期限 5

年的“17 深业集 MTN001”）。公司均已按期支付存续债券利息。

“14 深业团/14 深业债”募集资金中 20.6 亿元用于宝安区沙河都会墙板厂工业区升级改造项目、深业进智现代物流分拨中心（清水河片区）更新单元二期、赛格日立工业区升级改造项目、清水河国际汽车物流产业园一期、清水河国际汽车物流产业园二期项目；3.4 亿元用于补充公司营运资金；“15 深业 MTN001”募集资金中 15 亿元用于偿还银行借款，17 亿元用于补充下属子公司流动资金，5 亿元用于科之谷项目建设。上述两笔债券募集资金均已按照募集资金用途使用完毕。“17 深业集 MTN001”募集资金用于偿还银行借款，截至报告出具日，募集资金暂未使用。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

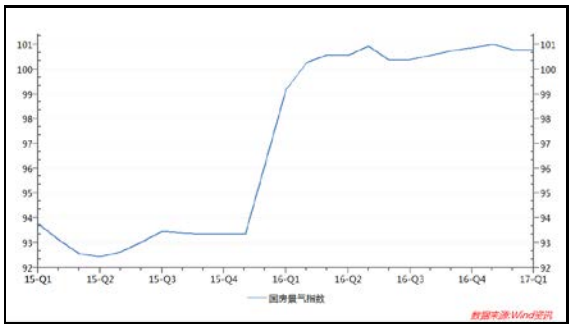
外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，我国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 1　2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind资讯

2016年，房地产开发投资增速大幅增长，全年房地产开发投资10.26万亿元，同比增长6.90%；其中住宅投资6.46万亿元，同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米，同比增长8.38%，其中住宅新开工面积11.59亿平方米，同比增长8.32%。

房地产销售方面，2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年，在利好政策的刺激下，全国房地产销售规模快速增长，2016年10月以来，在政策从紧的影响下，销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米，同比增长22.41%，共实现销售额11.76万亿元，同比增长34.80%。价格方面，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，2016年百城住宅价格累计上涨18.71%，较2015年全年扩大14.56个百分点，创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台，市场运行环境趋紧，10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

分类来看，与2015年全年相比，2016年一线城市商品房销售面积与2015年基本持平，但

价格涨幅持续扩大，代表城市1-11月房价累计涨幅达22.95%；二线城市销售规模显著增长，价格方面增幅较大，二线代表城市1-11月房价累计涨幅13.34%，四季度随调控政策出台，增幅有所回落；三线城市成交规模差异显著，核心城市周边区域成交大幅增长，普通三线城市成交量呈稳定增长态势，代表城市2016年1~11月房价累计增长10.15%，价格变化相对一二线城市较为稳定。

土地供给与信贷环境

在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，2016年全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米，同比下降11.0%，降幅较2015年收窄7.8个百分点，整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑，共成交15.0亿平方米，同比下降5.7%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.9万亿元，同比增长30.3%。2016年全国300个城市2016年各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨38.7%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战；另一方面，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量将稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间。此外，三四线城市去库存压力犹存，土地供需仍会维持低位水平。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中房地产贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2015年，全国主要金融机构房地产贷款余额（含外资，主要由个人住房贷款、房地产开发贷款和保障性住房开发贷款构成）为21.0万亿元，同比增长21.0%，增速提升；全年新增房地产贷款3.60万亿元，较上年增加0.84万亿元，占各项贷款新增额的30.6%，较上年有所扩大。2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2015年底，全国保障性住房开发贷款余额为1.8万亿元，同比增长59.5%（增速提升2.3个百分点）。截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制定金、个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭重压。

政策环境

2016 年 9 月末以来，北京、天津、苏州、成都、郑州、无锡、济南、合肥、武汉、深圳、广州、佛山、南宁、南京、厦门、珠海、东莞、惠州、福州等超过 22 个城市陆续发布新的楼市调控政策，重新启动限购限贷，提高市场监管等执行层面的要求和规范，至 11 月末调控政策仍在持续加码中。各地根据自身楼市特点出台了差别化、精细化的调控政策，主要从限购资格、首付比例、房价备案管理、增加新住宅用地供应等方面收紧要求。以深圳为例，楼市新政主要包括①限购：深圳市户籍单身（含离异）限购 1 套房，非深圳市户籍要满五年社保，限购一套；②限贷：无房无贷款记录首套首付比例最低 30%，有房二套贷款首付比例不低于70%；③加大住房用地供应力度：加快落实“十三五”期间 800 公顷商品住房、人才住房和保障性住房用地供应目标，尽快完成 2016 年 137 公顷各类住房供地任务；④加强监督指导：房地产开发企业应当接受主管部门对商品住房和商务公寓项目销售价格的指导；对超出备案价格、擅自提价且不接受价格指导的企业，立即停止

网签并责令整改。其他城市中合肥、无锡、苏州、北京、福州、东莞、珠海、天津、南昌、上海出台房价备案管理政策，政策要求对于在售房源进行房价备案管理，在售房源需明码标价且不得高于备案价格；政策明确指出增加土地供给的城市有合肥、厦门、福州、深圳、无锡、南昌、上海；此外，对土地出让金支付期限提出限制的城市有福州、厦门、佛山、合肥。

2016 年 12 月中央经济工作会议重点强调“促进房地产市场平稳健康发展”，首次提出“长效机制”：要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。要在宏观上管住货币，微观信贷政策要支持合理自住购房，严格限制信贷流向投资投机性购房。要落实人地挂钩政策，根据人口流动情况分配建设用地指标。要落实地方政府主体责任，房价上涨压力大的城市要合理增加土地供应，提高住宅用地比例，盘活城市闲置和低效用地。特大城市要加快疏解部分城市功能，带动周边中小城市发展。要加快住房租赁市场立法，加快机构化、规模化租赁企业发展。加强住房市场监管和整顿，规范开发、销售、中介等行为。2017 年的两会也再次强调了“稳”字当头、因城施策去库存的基调。2017 年 3 月以来，已经有 18 个城市或地区，出台或升级了限购限贷政策，一线城市北京和广州再次升级政策执行力度，二套房界定标准提升，二线城市中部分 16 年未出台政策的包括长沙、石家庄、青岛等城市，由于近期房价涨幅过大，也出台了政策，且从政策力度来看，基本上与其他城市相同，而部分近期价格上涨幅度不大的二线城市，虽然也收紧了政策口径，但力度变化不大。

行业竞争

2016年，销售额超过百亿元的房企达到131家，市场占有率快速提升。根据中国指数研究院的统计，2016年百强房企的市场占有率为40.8%，销售额增速为52.5%，行业集中度加速提升，而其中top30的房地产企业规模销售增速显著高于百强房企的平均水平。2016年房地产企业并购案例明显增多。大型房企在资金运作实力、区域布局、产品结构、经营效率具有较为显著的优势，在目前土地价格高居不下、资金面偏紧、行业平均利润率渐趋饱和的背景下，行业整合、行业集中度加速提升、房地产企业经营模式转型已成为趋势，与养老、产业园区、互联网、金融等行业融合程度逐步加深。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况或将出现回落，价格可能有小幅回调，三四线城市未来市场表现有望保持平稳，行业整体面临一定下行压力，开发商竞争加剧。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来，宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2017 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 39.30 亿元，深圳市国资委持有公司100%股权，履行出资人职责，对公司施行国有资产授权经营，深圳市人民政府为公司的最终控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司作为深圳市重要的国有资产综合管控主体，主要负责城市更新、高速公路等基础设施建设和运营、物业管理、房地产以及农业技术等业务。

截至 2017 年 3 月底，公司合并范围内拥有香港上市公司 1 家，国内上市公司 1 家，全资、控股子公司逾 40 家。

城市更新方面，公司进入申报实施阶段的城市更新项目共计25个，规划总建筑面积558.77万平方米，是深圳市城市更新项目数量最多的企业之一。公司城市更新项目中部分项目改造建设后将成为自营物业，为公司提供长期稳定的收入来源。

房地产物业销售方面，2016 年公司实现签约销售金额 213.88 亿元，销售面积 109.96 万平方米，位列 2016 年度中国房企年度销售权益金额排行榜 58 位，名列“2016 年深圳企业 100 强”第 20 位，公司子公司深圳控股荣登《财富》杂志 2016 年“中国 500 强企业” 。

高速公路运营方面，公司控股荆东高速公路和广河高速公路，参股惠大高速公路。2015 年 11 月惠大高速通车运营，随着惠大高速的通车运营，公司高速公路板块趋于成熟，并成为稳定的收入来源。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度以及高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司作为深圳市重要的国有资产综合管控主体，主要负责城市更新、高速公路等基础设施建设和运营、物业管理、房地产以及农业技术等业务。

从收入构成看，房地产开发收入为公司营业收入的第一大来源，近年来继续保持较大规模。跟踪期内，公司房地产开发业务收入快速增长，2016 年为 172.13 亿元，同比增长 27.92%。随着公司城市更新项目的不断推进，公司投资物业租金业务继续保持增长，2016 年实现收入 13.78 亿元，同比增长 35.36%；2016 年公司实现物业管理业务收入 9.93 亿元，同比下降 15.78%。同时，随着高速公路运营的逐步成熟，公司高速公路收费业务收入显著增长，2016 年实现收入 7.57 亿元，同比增长 35.42%。2016 年，公司其他收入 5.79 亿元，主要包括医院医疗、酒店收入、物流运输收入和投资性房地产处置收入。

从毛利率看，2016 年公司房地产销售业务毛利率为 49.22%，同比上升 4.63 个百分点，主要因为毛利率高的深圳地区项目结转收入较多。受益于物业价值的提升，2016 年投资物业租金业务毛利率为 81.87%，同比上升 7.08 个百分点；2016 年物业管理费业务毛利率由 2015 年的 14.87%大幅下降至-18.10%；2016 年公司高速公路收费业务毛利率为 53.81%，同比下降 12.93 个百分点，但仍保持较高的毛利率水平。此外，公司工农销售和其他业务板块毛利率有所下降，2016 年分别为 12.64%和 7.29%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 25.10 亿元，公司整体收入规模偏低，占 2016 年全年收入的 11.50%。同期房地产开发实现收入 14.05 亿元，在收入中占比大幅下降至 55.98%，主要系部分房地产板块未达到收入结算条件所致；2017 年一季度公司综合毛利率为 45.43%，与 2016 年底变化不大。

表 1 公司营业收入构成 （单位：亿元、%）

	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产开发	134.56	75.84	44.59	172.13	78.86	49.22	14.05	55.98	52.67
投资物业租金	10.18	5.74	74.79	13.78	6.31	81.87	2.66	10.60	69.81
物业管理费	11.79	6.65	14.87	9.93	4.55	-18.10	3.40	13.55	9.19

高速公路收费	5.29	2.98	66.74	7.57	3.47	53.81	2.33	9.28	67.14
工农销售	9.32	5.26	13.94	9.07	4.16	12.64	1.96	7.81	14.11
其他	6.27	3.53	10.92	5.79	2.65	7.29	0.70	2.78	-1.07
合 计	**177.41**	**100.00**	**42.21**	**218.27**	**100.00**	**45.75**	**25.10**	**100.00**	**45.43**

资料来源：公司提供

注：1. 部分数据因四舍五入导致分项数加总与合计数有差异；2. 因公司统计口径有所调整，部分物业管理费收入纳入其他及投资物业租金板块核算，导致 2016 年物业管理费板块收入及毛利率变化大，与 2015 年可比性不强；3. 2016 年底公司处置了物流运输板块主体深业深港（集团）有限公司（以下简称“深港集团”），剩余部分收入纳入其他收入板块核算。

2. *房地产开发*

公司的房地产业务主要由下属子公司深圳控股及沙河集团等承担。其中深圳控股是专业从事房地产投资的企业，下属深业鹏基（集团）有限公司（以下简称“深业鹏基”）、深业泰然（集团）股份有限公司（以下简称“深业泰然”）和深业南方地产（集团）有限公司（以下简称“南方地产”）共三家专业地产开发公司。深圳控股于 1997 年在香港红筹上市，股票代码：0604.HK。此外，沙河集团下属上市公司沙河股份是国内知名的房地产开发企业，旗下拥有大量的土地资产，其中包括在深圳华侨城以西紧邻深南大道的黄金地段。

公司房地产开发具体经营模式为：取得土地使用权后委托建设单位建设，并通过出租或者出售的方式获取收益。其中土地使用权的取得主要分为两种模式：通过城市更新方式，即收购烂尾楼、破旧私宅以及旧厂房等；通过拆迁招拍挂程序取得。

城市更新

公司是深圳市城市更新主要实施主体之一，主要模式为收购-改造-销售，即收购烂尾楼、破旧私宅以及旧厂房等，进行改造更新之后再进行销售或出租。

截至 2017 年 3 月底，在征求意愿后，公司已经进入申报实施或进入后续项目进程的城市更新项目共计 25 个（详见附件 2），已达到批准规划阶段项目有 20 个（其中已签订土地合同的项目有 12 个）。上述 25 个城市更新项目主要涉及产业研发、商业、酒店公寓、仓储办公等项目，拆迁用地面积合计约 85.12 万平方米，开发建设用地面积约 64.88 万平方米，规划总建筑面积 558.77 万平方米。

土地储备

土地储备方面，截至 2016 年底，公司土地储备总量达 628.91 万平方米，总地价 321.76 亿元，公司土地资产取得时间较早，土地成本较低。公司也通过收购方式增加土地储备，2016 年 12 月，公司三级子公司深业置地有限公司（以下简称“深业置地”）与深国际前海置业（深圳）有限公司（以下简称“前海置业”）及深国际前海投资管理（深圳）有限公司签订协定，以 11.20 亿元增资扩股获得前海置业 50%股权，从而持有深国际前海 19-06-06 项目 50%权益，该项目位于深圳市前海深港合作区十九单元 06 街坊，项目土地面积约 12491 平方米，总建筑面积为 52900 平方米（其中住宅面积 50000 平方米，商业 2900 平方米），预计 2018 年开始销售。

未来几年内，公司发展核心区域为深圳及广州其他地区，同时将南京、长沙、武汉、成都纳入重点发展区域，截至目前，上述重点核心区域储备土地面积占全部储备土地面积 28.45%。联合资信同时关注到非重点核心区域土地规模较大，项目开发节奏具有一定不确定性，对资金形成一定占用。

跟踪期内，公司尝试多种措施，重点推进对三四线城市的处置，2016 年 1 月，公司下属子公司深圳控股与河源政府相关部门达成协议，地方政府收回未开发土地约 62 万平方米，并在通过招拍挂方式重新出让后，退还地款给深圳控股。

总体看，公司储备用地规模大，成本较低，能够为未来持续发展提供有利保障。联合资信

同时也关注到，公司非重点核心发展区域土地储备面积较大，对资金形成一定占用，公司在深圳外地区存在部分低效资产，公司积极采取退地、加快去化以及合作方式处置低效资产，能够在一定程度上保证公司资产质量，减小部分项目亏损，缓解资金压力。

房地产销售

受公司房地产板块开发节奏及房地产市场波动影响，2016 年公司房产项目开工面积同比下降 10.57%至 260.64 万平方米；竣工面积有所下降，2016 年为 94.12 万平方米。同期，公司开发完成投资呈上升趋势，2016 年为 80.85 亿元，同比上升 33.50%。2016 年公司签约销售收入及确认销售收入分别为 213.88 亿元和 172.13 亿元，同比分别增长 26.29%和 27.92%。2017 年一季度，公司开发完成投资 23.78 亿元，签约销售收入 74.86 亿元，确认收入规模为 14.05 亿元。2016 年公司在深圳以内地区（深业上城、深业东岭项目）及深圳以外地区如马鞍山、顺德、长沙、常州等地区项目都取得了良好的销售业绩。

表2 公司房产项目经营情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1~3 月
开工面积	291.44	260.64	27.57
竣工面积	98.65	94.12	0.00
签约销售面积	97.94	109.96	31.70
签约销售收入	169.35	213.88	74.86
开发完成投资	60.56	80.85	23.78
确认销售收入	134.56	172.13	14.05

资料来源：公司提供

3. 投资物业租金

公司投资物业租金收入主要是依靠现有投资性物业的租赁收入，随着公司所有的投资性物业的面积增长，投资物业租金收入持续增长。公司旗下深业鹏基拥有八卦岭工业区、上步工业区、莲塘工业区、高发工业区，深业泰然拥有泰然天安科技园区、劲松大厦、雪松大厦、金谷园等多处高端办公楼，沙河集团拥有沙河工业区、荷塘小区、鹤州工业区，南方地产拥有的地王大厦、深业中心、深业大厦、华民大厦等多处出租物业。截至 2016 年底，公司投资物业面积合计 202.50 万平米，同比下降 18.73%，主要因为部分原有物业项目进行拆迁改造，不再列为投资性房地产，2016 年平均出租率 89.16%。2016 年公司所涉及出租物业类型以商业（主要以社区商业为主）、厂房、仓库以及金融基地为主。

表 3 近年来投资物业经营情况

（单位：万平方米、万元、%）

类别	2015 年	2016 年
可租面积	249.17	202.50
平均月租金	8486.48	8781.83
平均出租率	86.39	89.16
租金收入	101837.76	105382.00

资料来源：公司提供

4. 高速公路

公司高速公路投资建设运营主体主要为其子公司深圳市深业基建控股有限公司（以下简称“深业基建”）。截至 2017 年 3 月底，公司控股和参股的公路共计 3 条，总里程 188.62 公里。

荆东高速公路是国家规划的重点干线—二连浩特至广州的重要组成部分。项目全长 62.75 公里（包含 4.35 公里连接线）。受益于二广高速湖南常德段于 2014 年 12 月 31 日全面通车，与之相连的荆东高速通车辆剧增，2016 年荆东高速日均车流量 13351 辆次/日，同比增长 32.89%；2016 年实现通行费收入 31114.38 万元，同比增长 33.92%。2017 年一季度，荆东高速延续了车流量增长趋势，日均车流量达 20157 辆次/日，实现通行费收入 10440.22 万元。

广河高速公路全长 156 公里，分为两段建设，即广州段和惠州段，其中广州段已于 2011 年底通车运营，惠州段于 2012 年 1 月通车，收费期限最长不超过 25 年。广河高速（惠州段）全长 75.34 公里，由惠州广河高速公路有限公司作为投资主体，其中深业基建持有其 70%股份，

惠州市公路管理局持有其 30%股份。2016 年，广河高速日均车流量 26379 辆次/日，实现通行费收入 44542.10 万元，同比分别增长 46.75%和 50.32%。2017 年一季度，广河高速日均车流量 33583 辆次/日，实现通行费收入 13210.44 万元。

惠大高速从惠州汝湖镇长湖至大亚湾风田变电站西侧段的建设，投资主体为惠州惠大高速公路有限公司，由深业基建与惠州市公路管理局下属惠州市惠澳大道工程开发总公司各持股 50%，全长 54.88 公里，于 2015 年 11 月通车运营。2016 年，惠大高速日均车流量 14386 辆次/日；2016 年实现通行费收入 14759.63 万元。2017 年一季度，日均车流量 23828 辆次/日，实现通行费收入 6595.84 万元。

跟踪期内，惠大高速的通车运营促使公司高速公路板块运营趋于成熟，荆东高速和广河高速车流量和通行费收入均有不同程度增长。

总体看，公司下辖高速公路所在区域环境经济发展良好，高速公路通行费是公司较为稳定的收入来源。

表 4　公司下辖高速公路运营情况　（单位：公里、辆次/日、万元、%）

路产名称	通车时间	里程	日均车流量				通行费收入			
			2015 年	2016 年	同比增长	2017 年 1~3 月	2015 年	2016 年	同比增长	2017 年 1~3 月
荆东高速	2006 年 9 月	58.40	10047	13351	32.89	20157	23234.34	31114.38	36.61	10440.22
广河高速	2012年1月	75.34	17976	26379	46.75	33583	29631.75	44542.10	50.32	13210.44
惠大高速	2015年11月	54.88	12973	14386	--	23828	651.00	14759.63	--	6595.84
合计		**188.62**	**40996**	**54116**	**--**	**77568**	**53517.09**	**90416.11**	**--**	**30146.50**

资料来源：公司提供

注：1. 惠大高速于 2015 年通车，故 2016 年该高速公路相关指标与之前年度可比性不强；2. 公司持有惠大高速 50%股权，对惠大高速通行费收入不做并表处理。

5. 物流运输

公司从事物流运输业务的公司主要有深业泰富物流集团股份有限公司、深港集团、深业进智物流发展有限公司及深业运输有限公司等，分别从事物流仓储、物流园区、货运代理、物流分拨中心、粤港集装箱跨境运输及客运等物流业务。2016 年底，公司处置了物流运输板块运营主体深港集团，该板块收入规模小，对利润贡献有限，资产处置对公司整体经营影响小。

6. 工农业销售

公司工业和农业板块子公司较多且较分散，涉及的行业较多，规模较小。其中工业板块方面，主要子公司有深圳晶华显示器材有限公司、深圳意杰电子有限公司、深圳市深业五金有限公司、深圳市天鼎精细化工制造有限公司和深圳市西甫新材料股份有限公司等，主要的产品有大功率厚膜电阻、UPR 网络分立电阻和 EE、RE 系列等。农业方面，主要的子公司有深圳市农科植物克隆种苗有限公司、深圳市绿得宝保健食品有限公司、深圳市农科蔬菜科技有限公司等，主要的农产品包括蔬菜、花卉、乳鸽以及螺旋藻等。2016 年公司实现工农产品销售收入 9.07 亿元，同比减少 2.68%；2017 年 1 季度实现工农产品销售收入 1.96 亿元。

7. 未来发展

公司根据企业实际情况和行业发展趋势，结合已公布的国企改革顶层设计方案，提出了“十三五”发展目标和实现路径，即“以地产开发业务为核心，培育体现核心竞争力的运营服务业务为第二产业，并依托资本金融机制进行产业筛选和业务重塑，实现可持续发展的一流国资投资运营平台型企业，使公司成为城市空间价值塑造者”。

九、重大事项

根据公司 2017 年 6 月 2 日公告，深业集团控股子公司深圳控股间接附属全资子公司马鞍山市茂文科技工业园有限公司（以下简称“茂文科技”）与广州市凯隆置业有限公司及恒大地产集团有限公司（以下简称“恒大地产”）签订协议，茂文科技同意向恒大地产资本投入出资 55 亿元（其中人民币 69444444 元将投入恒大地产的注册资本，余下部分投入资本公积金）。

联合资信将持续与公司沟通并及时动态评估上述事件对公司及存续期内债券信用状况的影响。

十、财务分析

公司提供了 2016 年合并财务报告，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年一季度财务数据未经审计。

2016 年公司通过增资方式将深国际前海置业（深圳）有限公司纳入合并报表范围；同期，公司处置了对深港集团、深圳市天翔达鸽业有限公司（以下简称“天翔达鸽业”）的投资，将上述两公司移出合并报表范围。

截至2016年底，公司（合并）资产总额为983.51亿元，所有者权益合计312.57亿元（含少数股东权益116.71亿元）；2016年公司实现营业收入218.27亿元，利润总额40.33亿元。

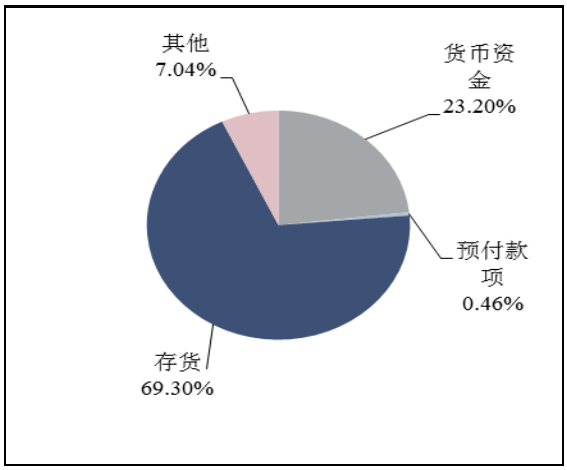
截至2017年3月底，公司（合并）资产总额为981.43亿元，所有者权益合计317.31亿元（含少数股东权益117.66亿元）；2017年1~3月公司实现营业收入25.10亿元，利润总额2.92亿元。

1. 资产及债务结构

截至 2016 年底，公司合并资产总额 983.51 亿元，同比增长 4.81%，其中流动资产占比 57.27%，非流动资产占比 42.73%，公司资产结构以流动资产为主，较 2015 年底变化不大。

流动资产

图 2　截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2016 年底，公司流动资产 563.29 亿元，同比增长 1.06%；主要是来自于货币现金的增长。截至 2016 年底，公司货币资金 164.27 亿元，同比增长 15.74%，其中受限货币资金共 23.10 亿元；存货 370.79 亿元，同比下降 1.83%，公司存货主要为已完工开发产品（占 27.37%）和在建开发产品（占 72.09%），当年存货跌价准备计提比例为 3.08%。截至 2016 年底，公司其他应收款账面原值 21.05 亿元，从账龄上看，1 年内其他应收款占 25.70%、1~2 年的占 25.37%、2 年以上占 48.93%，计提坏账准备 8.55 亿元，账面价值 12.50 亿元。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 420.22 亿元，同比增长 10.29%，主要由可供出售金融资产（占 22.14%）、长期股权投资（占 13.46%）、投资性房地产（占 23.20%）、固定资产（占 6.00%）以及无形资产（占 19.30%）构成。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产账面余额 93.04 亿元，同比下降 1.59%，可供出售金融资产主要为持有的中国平安保险（集团）股份有限公司（截至 2016 年底，持股比例为 1.41%）股票；长期股权投资 56.57 亿元，同比增长 8.87%，其中重要合营企业为天安数码城（集团）有限公司和深圳市朗通房地产开发有限公司、重要联营企业为路劲基建有限公司和

沿海绿色家园有限公司。截至 2016 年底，公司投资性房地产账面价值 97.48 亿元（按成本计量），较 2015 年底增长 10.26%，主要来自购置和存货转入。公司无形资产以高速公路收费运营权为主，2016 年底为 81.12 亿元，较上年变化不大。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 981.43 亿元，较 2016 年底下降 0.21%，主要为流动资产中货币资金减少所致。截至 2017 年 3 月底，公司流动资产 556.02 亿元，较 2016 年底下降 1.29%，主要系公司偿还债务导致货币现金有所减少所致。截至 2017 年 3 月底，公司非流动资产 425.41 亿元，较 2016 年底增长 1.23%。从资产构成来看，流动资产和非流动资产分别占比 56.65%和 43.35%。

总体看，公司资产构成中流动资产和非流动资产占比平均，符合公司在房地产以及高速公路等多行业运营特点，流动资产中存货占比大，资产流动性较弱。总体看，公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益 312.57 亿元，同比增长 6.97%，主要来自实收资本、未分配利润和少数股东权益的增长。归属母公司所有者权益中，实收资本占 20.07%，资本公积占 17.78%，其他综合收益占 23.38%，盈余公积占 9.31%，未分配利润占 29.47%。

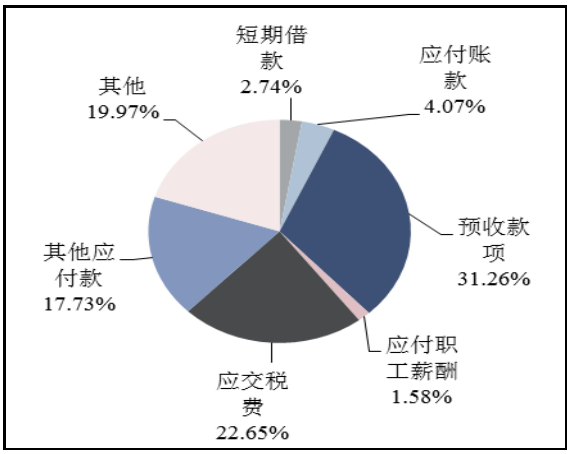
截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 317.31 亿元，较 2016 年底增长 1.52%，主要是来自于其他综合收益的增长，其他科目变化不大。

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，公司归属母公司权益中实收资本有所增长，权益稳定性有所增强。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额 670.95 亿元，较 2015 年底上升 3.83%；其中，流动负债和非流动负债分别占 55.24%和 44.76%，负债结构较 2015 年变化明显，流动负债比重出现较大上升。

图 3　截至 2016 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

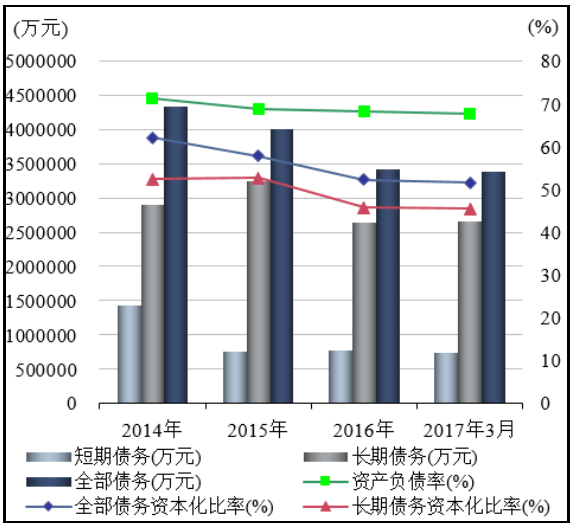
截至 2016 年底，公司流动负债 370.61 亿元，同比上升 26.72%，主要由预收款项（占 31.26%）、应交税费（占 22.65%）、其他应付款（占 17.73%）和一年内到期的非流动负债（占 18.18%）为主。2016 年公司销售业绩同比大幅提升，销售回款的增长带动预收款项和应交税费均大幅增长，2016 年底分别为 115.84 亿元和 83.96 亿元，同比分别增加 34.33 亿元和 25.07 亿元，预收款项增长主要来自于深业东岭、滨江半岛和进元大厦项目。在现金流充裕度提升的同时，公司偿还较多短期债务，截至 2016 年底，公司短期借款为 10.15 亿元，同比下降 46.69%。截至 2016 年底，公司其他应付款为 65.70 亿元，同比增长 24.82%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 67.38 亿元，同比增长 19.59%，全部为一年内到期的长期借款。

截至 2016 年底，公司非流动负债 300.33 亿元，同比减少 15.10%，主要来自长期借款规模的大幅缩减，截至 2016 年底公司长期借款 198.00 亿元，同比减少 23.45%，主要因为公司缩减了信用借款规模并转出较大规模的一年内到期长期借款。截至 2016 年底，公司应付债券 65.84 亿元，为 5 亿元“13 深基建 MTN1”、24 亿元企业债券“14 深业债/14 深业团”以及 37 亿元“15 深业 MTN001”的本金及利息。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 664.12

亿元，其中流动负债 359.76 亿元，较 2016 年底基本保持稳定。同期，公司非流动负债 304.36 亿元，较 2016 年底增长 1.34%，主要来自递延所得税负债的增长。

图 4 公司债务指标情况



资料来源：公司财务报告

从有息债务看，截至 2016 年底，公司全部债务 341.46 亿元，同比下降 14.60%；从债务结构上看，短期债务和长期债务分别占 22.73%和 77.27%，公司短期债务占比同比有所上升，整体债务结构比较稳定。从债务指标看，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均有下降，2016 年分别为 68.22%、52.21%和 45.77%，同比分别下降 0.64、5.57 和 6.85 个百分点，债务负担正常。

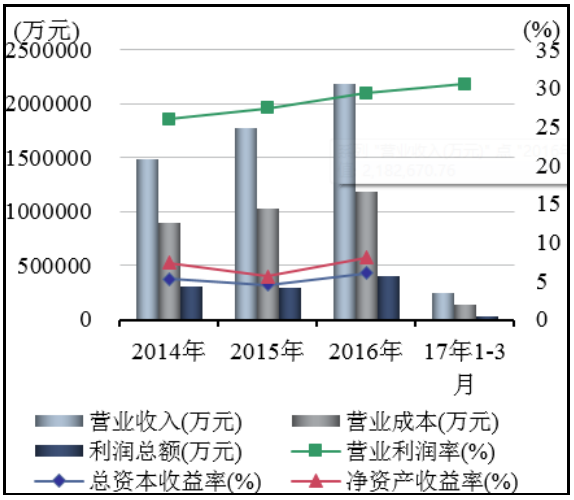
截至 2017 年 3 月底，公司全部债务 338.04 亿元，较 2016 年底减少 3.42 亿元，其中短期债务减少 4.88 亿元，债务结构中短期债务占比有所下降。2017 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.67%、51.58%和 45.54%，较 2016 年均有下降。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续下降，债务结构中长期债务占比高，整体债务负担有所减轻。

2. 盈利能力

公司营业收入来源广泛，主要由房地产销售、投资性房地产租金、物业管理、运输服务、工农销售以及高速公路收费构成。2016 年公司实现营业收入 218.27 亿元，同比增长 23.03%。同期，公司确认营业成本 118.41 亿元，同比增长 15.49%。受益于公司营业成本增幅低于营业收入，2016 年公司营业利润率 29.38%，较上年上升 1.96 个百分点。

图 5 近年来公司盈利水平



资料来源：公司财务报告

从期间费用看，2016 年公司期间费用 27.48 亿元，同比小幅上升 4.03%，其中主要为管理费用 11.27 亿元（占 41.01%）和财务费用 12.16 亿元（占 44.25%），上述两项费用同比分别上升 5.53%和 9.32%。2016 年期间费用占营业收入 12.59%，较 2015 年下降了 2.30 个百分点。跟踪期内，受益于营业收入的快速增长，公司期间费用控制能力有所增强。

2016 年公司实现投资收益 17.41 亿元，同比增长 270.96%，主要系权益法核算的投资收益及处置子公司收益大幅增长所致，处置的子公司为深港集团及天翔达鸽业。2016 年营业利润 45.88 亿元，较 2015 年增长 92.34%，投资收益对营业利润贡献大。

2016 年，公司营业外收入 0.88 亿元，同比下降 84.01%，主要系政府补助减少所致。2016 年公司营业外支出 6.44 亿元，同比大幅增长，

主要为未决诉讼 5.42 亿元，该事项为：2014 年湖北省监利县检察院将深业泰然及其子公司武汉市泰然房地产开发有限公司（以下简称“武汉泰然”）涉嫌单位行贿罪的材料移送公诉科进行审查起诉，监利县检察院认为武汉泰然于 2005 年的一项土地交易程序违反有关规定，造成国家土地损失，2016 年武汉泰然收到有关人民检察院提起诉讼的人民法院告知书，公司根据已知消息并经咨询外部律师后，已就上述诉讼计提预计负债 5.42 亿元。2016 年，公司利润总额 40.33 亿元，同比上升 38.52%。

从盈利指标看，受益于公司营业利润的快速增长，2016 年总资本收益率、净资产收益率分别上升 1.54 个和 2.43 个百分点至 6.05%、8.06%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 25.10 亿元，营业利润率 30.50%，较 2016 年全年水平有所上升。2017 年 1~3 月，公司实现利润总额 2.92 亿元。

跟踪期内，公司营业收入快速增长，期间费用控制能力有所增强，2016 年非经常性损益对利润贡献大，公司盈利能力保持较强水平。

3. 现金流及保障

从经营活动看，2016 年公司经营活动产生的现金流入量 266.92 亿元，同比增长 12.69%，主要来自销售商品、提供劳务收到的现金大幅增长。2016 年公司现金收入比 118.25%，较 2015 年下降 10.01 个百分点，收入获现质量有所下降。同期，公司经营活动现金流出 138.40 亿元，同比下降 29.76%，主要因为购买商品、接受劳务支付的现金大幅下降 34.92%至 76.17 亿元。2016 年，受益于毛利率较高的房地产开发业务收入快速增长，公司经营活动现金流净额 128.52 亿元，较 2015 年的 39.82 亿元明显增长。

2016 年公司投资活动现金流入 8.92 亿元，较 2015 年减少 20.90 亿元，主要因为收到其他与投资活动有关的现金大幅减少。同期，公司投资活动现金流出 15.68 亿元，较 2015 年增长 6.07 亿元，主要因为 2016 年公司为取得子公司前海置业而支付现金 5.43 亿元。2016 年公司投资活动现金流净额-6.75 亿元。

2016 年公司筹资活动现金流入 49.09 亿元，同比大幅减少 70.96%，筹资活动现金流入主要为取得借款收到现金 46.82 亿元；同期，公司筹资活动现金流出 138.84 亿元，同比减少 35.22%，主要为偿还债务支付的现金 111.84 亿元。2016 年公司筹资活动现金流净额-89.75 亿元，主要系该年度取得借款收到的现金大幅减少所致。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流净额-26.26 亿元；投资活动产生大的现金流净额为-0.63 亿元；公司筹资活动产生的现金流净额-7.78 亿元。

跟踪期内，公司投资活动现金流及筹资活动均呈现净流出状态，但考虑到公司经营活动产生的较大规模的现金流，公司现金流情况较好。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受销售回款增长带动流动负债较快增长影响，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率明显下降，分别为 151.99%和 51.94%，同比分别下降 38.59 个百分点和 9.50 个百分点；截至 2017 年 3 月底，上述指标分别为 154.55%和 47.45%。2016 年，公司经营活动现金流动负债比为 34.68%。综合考虑公司货币资金充裕，短期债务大幅降低且流动负债主要为预收款项和应交税费，公司短期偿债风险不大。

从长期偿债能力指标看，受益于当期利润总额大幅增长影响，2016 年公司 EBITDA 为 58.86 亿元，同比增长 21.14%；2016 年公司全部债务/EBITDA 大幅下降至 5.80 倍；EBITDA 利息保障倍数上升至 3.19 倍。总体看，公司整体偿债能力强。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信 821.55 亿元，其中已使用额度 304.30 亿元（含直接融资额度），未使用额度 517.25 亿元；公司

间接融资渠道较为畅通。公司核心企业深圳控股（0604.HK）为香港上市公司，子公司沙河股份（000014.SZ)为 A 股上市公司。公司直接融资渠道畅通。

截至 2017 年 3 月底，公司合并口径无对外担保事宜。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（编号：B201506190084393307），截至 2017 年 5 月 26 日，公司（机构信用代码：G9944030300166650F）无未结清的不良信贷记录，已结清的贷款中存在一笔不良和关注信贷记录，系银行系统原因造成。整体看，公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为深圳市重要的国有资产综合管控主体，主要负责城市更新项目的投资建设及运营。经过多年发展，公司业务范围已涵盖房地产开发建设、投资性物业租赁、物业管理及高速公路建设运营等板块；公司在股东支持、土地获取成本、区域品牌知名度等方面具有显著优势。

总体看，公司抗风险能力极强。

7. 存续期内债券偿债能力分析

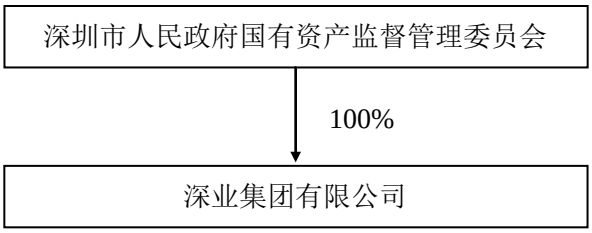
截至报告出具日，公司存续期内债券分别为24亿元7年期企业债“14深业债/14深业团”、37 亿元 5 年期中期票据“15 深业 MTN001”和 20 亿元 5 年期中期票据“17 深业集 MTN001”，存续期债券单独年份最高偿还额度 37 亿元，为 2020 年到期的“15 深业 MTN001”。

2014～2016 年，公司 EBITDA 三年平均值为单独年度最高偿还额度的 1.47 倍，2016 年为 1.59 倍，公司 EBITDA 对存续票据保障能力较强；同期，公司经营活动现金流入量三年均值为单独年度最高偿还额度的 6.18 倍，2016 年为 7.21 倍；2014～2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额三年均值为单独年度最高偿还额度的 1.93 倍，2016 年为 3.47 倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券保障能力强。

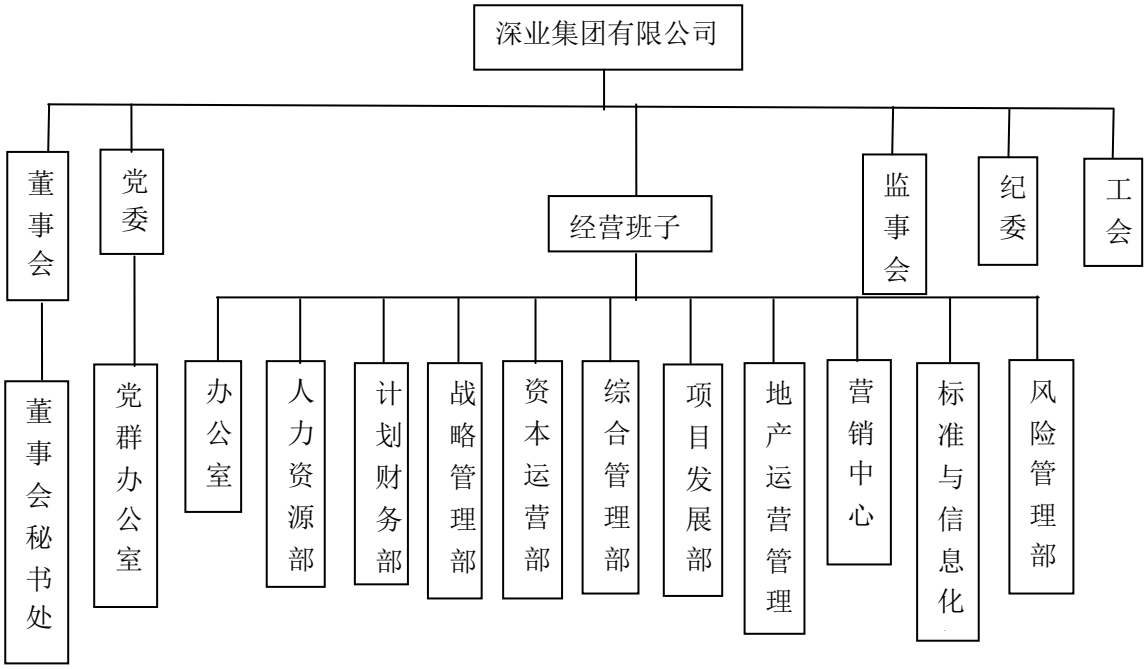
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AAA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 深业债/14 深业团”、“15 深业 MTN001”和“17 深业集 MTN001”AAA 的信用等级。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　公司城市更新项目基本情况

序号	项目名称	项目进度	更新方向	拆迁用地（万平方米）	开发建设用地面积（万平方米）	规划容积率	规划总建筑面积（万平方米）
1	上步工业区第一更新单元北区	规划申报阶段	商业	5.78	4.06	5.9	33.98
2	莲塘工业区更新项目	已纳入计划	研发	7.75	6.38	6.0	45.91
3	信宏城更新项目	已批准规划	住宅、商业	8.77	4.87	4.5	27.73
4	车公庙泰然工业区第一更新单元一期	已签订土地合同	研发、商业	0.84	0.79	12.2	10.75
5	车公庙泰然工业区第一更新单元二	已批准规划	研发、商业	3.61	2.82	11.1	39.61
6	深业泰然观澜玫瑰苑 深业泰然玫瑰轩	已签订土地合同	住宅、商业	3.91	2.67	4.68	16.42
7	赛格日立工业区升级改造项目	已签订土地合同	研发、公寓、酒店	13.19	12.12	6.50	119.40
8	黄贝岭村旧改项目 03 地块	已签订土地合同	住宅、商业	4.84	4.84	6.96	45.37
9	黄贝岭村旧改项目 04 地块	已确认实施主体	住宅、商业	0.68	0.68	8.47	7.78
10	深业世纪工业中心	已签订土地合同	产业用房、研发用房、配套	2.98	2.66	5.01	19.15
11	鹤塘小区、沙河商城城市更新项目	已签订土地合同	住宅、商业、公寓、办公	1.81	1.33	8.20	15.43
12	深业世纪山谷（一期）	已确认实施主体	住宅、商业、公寓、办公、酒店	6.70	4.21	5.05	39.33
13	深业世纪山谷（二期）	已批准规划		3.34	2.47		11.28
14	金三角大厦城市更新项目	规划申报阶段	商业、公寓、办公、酒店	1.21	1.31	10.85	19.65
15	泰富广场项目一期	已签订土地合同	商业、办公、公寓	5.37	2.68	7.69	30.86
16	泰富广场项目二期	已确认实施主体	产业用房、配套		0.90	7.14	9.60
17	泰富广场项目三期	已确认实施主体	商业、办公、公寓		0.88	10.12	13.37
18	清水河国际汽车物流产业园一期	已签订土地合同	仓储、办公	6.58	0.75	4.0	4.19
19	清水河国际汽车物流产业园二期	已签订土地合同			2.02	4.0	10.53
20	清水河国际汽车物流产业园三期	已签订土地合同			0.66	4.0	3.39
21	清水河国际汽车物流产业园四期	已签订土地合同			0.87	3.0	3.38
22	深业进智现代物流分拨中心一期	已签订土地合同	仓储、办公	5.21	1.98	4.0	12.08
23	深业进智现代物流分拨中心二期	已确认实施主体			1.18	4.0	7.55
24	深业进智现代物流分拨中心三期	规划申报阶段		2.57	1.55	7.0	10.85
25	深业进智现代物流分拨中心四期	规划申报阶段			0.20	6.0	1.17
合计				**85.12**	**64.88**	**6.60**	**558.77**

注：项目进度包括征集意愿、计划申报、已纳入计划、规划申报、批准规划、确认实施主体、签订土地合同等阶段。

资料来源：公司提供

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	103.86	141.98	164.57	129.33
资产总额(亿元)	922.77	938.41	983.51	981.43
所有者权益(亿元)	264.44	292.21	312.57	317.31
短期债务(亿元)	143.03	75.38	77.62	72.74
长期债务(亿元)	290.46	324.47	263.84	265.30
全部债务(亿元)	433.49	399.85	341.46	338.04
营业收入(亿元)	149.24	177.41	218.27	25.10
利润总额(亿元)	31.34	29.11	40.33	2.92
EBITDA(亿元)	52.67	48.59	58.86	--
经营性净现金流(亿元)	-24.51	39.82	128.52	-26.26
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.80	31.01	49.67	--
存货周转次数(次)	0.25	0.27	0.32	--
总资产周转次数(次)	0.17	0.19	0.23	--
现金收入比(%)	78.19	128.24	118.25	117.29
营业利润率(%)	25.96	27.42	29.38	30.50
总资本收益率(%)	5.31	4.52	6.05	--
净资产收益率(%)	7.39	5.63	8.06	--
长期债务资本化比率(%)	52.34	52.62	45.77	45.54
全部债务资本化比率(%)	62.11	57.78	52.21	51.58
资产负债率(%)	71.34	68.86	68.22	67.67
流动比率(%)	162.35	190.58	151.99	154.55
速动比率(%)	46.47	61.44	51.94	47.45
经营现金流动负债比(%)	-7.35	13.61	34.68	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.94	2.22	3.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.23	8.23	5.80	--

注: 2017 年一季度财务数据未经审计。

附件 4　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	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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-营业税金及附加）/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/短期投资+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

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1　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 5-2　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 5-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。