信用等级公告

联合[2018] 1134 号

联合资信评估有限公司通过对深业集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持深业集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“14 深业债/深业团”、“15 深业 MTN001”和“17 深业集 MTN001”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十五日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：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	余　额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 深业债/14 深业团	24 亿元	2021/05/21	AAA	AAA
15 深业 MTN001	37 亿元	2020/06/05	AAA	AAA
17 深业集 MTN001	20 亿元	2022/05/04	AAA	AAA

评级时间：2018 年 6 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	141.98	164.57	166.23	110.02
资产总额(亿元)	938.41	983.51	1169.04	1106.76
所有者权益合计(亿元)	292.21	312.57	423.65	409.57
短期债务(亿元)	75.38	77.62	102.51	87.27
长期债务(亿元)	324.47	263.84	264.47	287.90
全部债务(亿元)	399.85	341.46	366.98	375.17
营业收入(亿元)	177.41	218.27	142.83	53.47
利润总额(亿元)	29.11	40.33	71.40	14.57
EBITDA(亿元)	48.59	58.86	88.11	--
经营性净现金流(亿元)	39.82	128.52	-11.44	-62.19
营业利润率(%)	27.42	29.38	30.02	37.23
净资产收益率(%)	5.63	8.06	10.49	--
资产负债率(%)	68.86	68.22	63.76	62.99
全部债务资本化比率(%)	57.78	52.21	46.42	47.81
流动比率(%)	190.58	151.99	133.76	146.68
经营现金流动负债比(%)	13.61	34.68	-2.69	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.23	5.80	4.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.22	3.19	5.14	--

注：2018 年一季度财务数据未经审计。

分析师

刘珺轩　常启睿

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，公司处置了部分三四线城市项目，利润总额大幅增长。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、2017年公司房地产开发业务收入同比大幅缩减及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，成为公司房地产业务发展的重要支撑，未来随着城市更新项目的推进，公司资产规模和销售收入或将增长。

综合评估，联合资信确定维持深业集团有限公司主体长期信用等级为AAA，“14深业债/14深业团”、“15深业MTN001”和“17深业集MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为深圳市重要的国有资产综合管控主体，在股东支持、土地资产取得、区域性品牌等方面具备显著优势。
2. 跟踪期内，荆东高速及广河高速通行费收入均有不同程度增长，高速公路收费业务成为公司稳定收入来源。
3. 公司持有较为优质的可供出售金融资产和长期股权投资，且规模较大，持有的中国平安股票资质好，变现能力很强。

关注

1. 2017 年公司结转面积较小，房地产开发业

务收入规模同比大幅缩减。

2. 跟踪期内公司债务规模有所增长。

3. 2017年公司获得了较大规模的投资收益，非经常性损益对公司利润影响大，公允价值变动大。

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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于深业集团有限公司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 2018 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 2018 年 3 月底，公司本部下设董事会办公室、办公室、党群办公室、纪检监察室、人力资源部、财务管理部、战略管理部、资本运营部、项目发展部、地产运营与设计中心、营销中心、综合管理部和风险管理部共 13 个职能部门；拥有 42 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 2017 年底，公司持有其 61.62%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 2017 年底，公司间接持股 34.02%，以下简称“沙河股份”）。

截至2017年底，公司（合并）资产总额为1169.04亿元，所有者权益合计423.65亿元（含少数股东权益135.57亿元）；2017年公司实现营业收入142.83亿元，利润总额71.40亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额为1106.76亿元，所有者权益合计409.57亿元（含少数股东权益130.19亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入53.47亿元，利润总额14.57亿元。

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（含额度 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 20.60 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；3.40 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；“17 深业集 MTN001”募集资金用于偿还银行借款；上述债券募集资金均已按照募集资金用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，我国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，我国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，我国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景

下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，我国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占我国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，我国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，我国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对我国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使我国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，我国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年我国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

五、行业分析

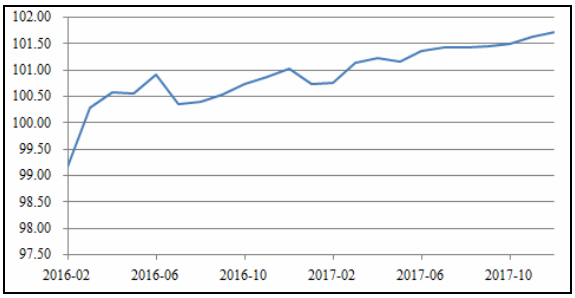
1. 房地产开发行业

（1）行业简介

2016 年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21 个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策

时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017 年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，整体来看，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，房地产市场处于温和降温阶段。

图 1　2016 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。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，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

（2）房地产供求与信贷环境

2016年，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，全国300个城市共推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。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2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，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。2017年，全国300城市土地供应小幅回升,热点城市增供稳定市场预期,拉动成交量及出让金上涨,楼面均价涨幅较去年有所收窄,平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300个城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。

分城市来看，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。

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。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城

市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017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主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

从房地产开发资金增速上看，2017年以来，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资继续收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

（3）行业竞争

2017年，在房地产市场政策从紧、全国商品房销售量和销售价格增速放缓的背景下，销售额超过百亿元的房企达144家，较上年增加13家，销售额共计8.21万亿元，市场份额超过60%，行业集中度快速提升。2017年，部分企业抢抓非热点二、三线城市放量契机，在重点一线城市市场严控的环境下，抢占具有发展潜力的二、三线市场份额，寻求发展机遇。与此同时，2017年房地产企业收并购案例明显增多。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，在目前土地价格增长、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。

（4）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。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。

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，40余个城市或

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。政策端对价格的管控趋严。

2017年7月24日，中共中央政治局召开会议确定要稳定房地产市场，坚持政策连续性和稳定性，加快建立长效机制。在此政策背景下短期内商品房销售面积和金额增速很大可能仍将呈现放缓趋势。长效机制的建立方面，2017年7月，住建部会同发改委、公安部、财政部、国土资源部、工商总局、央行、税务总局等八部委联合印发了《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》，要求在人口净流入的大中城市，加快发展住房租赁市场。目前，住房城乡建设部已会同有关部门选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉等12个城市作为首批开展住房租赁试点的单位。作为发展住房租赁市场试点单位的广州，也印发了《广州市加快发展住房租赁市场工作方案》，积极构建购租并举的住房制度，方案中提出了“租购同权”的概念，赋予符合条件的承租人子女享有就近入学等公共服务权益。这对于学区房的非理性上涨起到有效遏制效果。北京也拟推出共有产权住房，在产权比例、购房资格及退出机制等多个方面，均有详细规定，并明确共有产权住房可落户入学。另外，增加土地供应、推动房地产税立法、推进棚改和保障房建设等工作也在逐步展开。

2017年10月18日，中国共产党第十九次全国代表大会开幕，针对房地产市场平稳健康发展，提出“房子是用来住的，不是用来炒的”的定位，坚持加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度。12月8日，中共中央政治局会议分析研究2018年经济工作，提出加快住房制度改革和长效机制建设，是2018年要着力抓好的一项重点工作。会议提出要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。

总体看，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。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。未来一段时间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。

2. 高速公路收费行业

高速公路建设

相比西方发达国家的高速公路建设，中国高速公路建设起步较晚，但发展迅速。根据交通运输部《2017年交通运输行业发展统计公报》，截至2017年底中国公路总里程477.35万公里，增加7.82万公里，其中高速公路通车里程13.65万公里，增加0.65万公里，增速同比有所放缓，在中国公路总里程中占比为 2.9%；公路密度49.72公里/百平方公里，增加0.81公里/百平方公里。2017年，中国完成公路建设投资21253.33亿元，比上年增长18.2%。其中，高速公路建设完成投资9257.86亿元，增长12.4%；普通国省道建设完成投资7264.14亿元，增长19.5%；农村公路建设完成投资4731.33亿元，增长29.3%，新改建农村公路28.97万公里。从区域看，西部地区投资规模及增速均高于东部地区和中部地区。从高速公路未来投资 规模来看，根据各省“十三五”交通发展规划，“十三五”期间全国高速公路预计投资超过3万亿元，其中，甘肃、内蒙古、青海和新疆等西部地区省、自治区至2020年底分别计划建成7300公里、10000公里、5000公里和12000公里高速公路，预计后续中西部高速公路投资规模将维持高位。

高速公路运输

公路运输经济运行状况与GDP增速高度相关。客运方面，受高铁线路开通等因素影响，

2017年全国营业性客运车辆完成公路客运量145.68亿人、旅客周转量9765.18亿人公里，比上年分别下降5.6%和4.5%，客运量降幅同比有所扩大，旅客周转量降幅同比有所收窄。货运方面，受宏观经济稳中向好、公路运输成本优势和通车总里程增加等因素综合影响，2017年全国营业性货运车辆完成货运量368.69亿吨、货物周转量66771.52亿吨公里，比上年分别增长10.3%和9.3%，增速有所回升。

高速公路行业政策

2015年7月21日，交通运输部发布《收费公路管理条例》修订稿（以下简称《修订稿》），向社会公开征求意见。《修订稿》提出，政府收费公路实行统借统还（即在一省范围内实行“统一举债、统一收费、统一还款”），收费期限以路网实际偿债期确定，不再受具体年限限制；偿债期、经营期届满后，实行养护管理收费；特许经营公路，对于投资规模大、回报周期长的高速公路，经批准收费期限可以超过30年。若《修订稿》得以实施，收费期限的调整将对缓解高速公路投资运营企业偿债压力有积极影响。但目前新的收费公路管理条例仍在审核修订中。2016年3月，交通运输部发布包括收费公路管理条例、铁路法修订等法律法规在内的2016年立法计划。联合资信将持续关注收费公路管理条例的修订进展，及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响。2017年7月，财政部和交通运输部联合下发了“关于印发《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》的通知”（财预【2017】97号），提出可通过发行地方政府收费公路专项债券 （以下简称“收费公路专项债”）来进行政府收费公路建设融资，并对发债项目界定、额度管理、发行机制、监督管理等方面进行了具体规定。政府收费公路“贷款修路、收费还贷”模式相应调整，改为政府发行专项债券方式筹措建设资金。收费公路专项债的发行为中国未来路网建设提供了资金来源。

高速公路发展前景

根据“十三五规划”，“十三五”期间，交 通基础设施网络布局将进一步优化，计划新建 改建高速公路通车里程3万公里，并在前期工作审批、项目安排和资金保障方面对公路建设给予进一步支持。未来中国高速公路建设发展空间仍然较大，高速公路投资运营公司将承担较重的建设任务，后续资金需求强烈，但地方政府对高速公路建设重视程度高，在中短期内仍作为各地区拉动基础设施投资的重点领域之一，资金支持力度大，投资前景良好。联合资信也关注到受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化：东部省份高速公路运营企业受腹地经济发达、路网较为成熟等因素影响，盈利能力较好，通行费收入对债务保障能力较强；地方经济相对欠发达、高速公路网络不完善的中西部省份高速公路运营企业，受车流量小、高速公路需求低、债务负高位运行等因素影响，或面临一定的盈利及资金周转压力，企业运营对地方政府支持的依赖程度加大。总体看，2017年高速里程增速有所放缓，未来发展空间仍然较大；西部地区高速公路路网密度相对较低，建设投资力度大，投资需求仍较大；受高铁分流等因素影响，公路客运仍将呈下滑趋势，货运随宏观经济平稳发展保持增长态势；高速公路投资运营公司仍将承担较重的高速公路建设任务，但受腹地经济特点影响，高速公路投资运营公司或出现分化；收费公路专项债的发行为新建高速公路提供较低成本融资来源，收费公路管理条例的修订进展及相关政策的出台对高速公路建设运营企业信用水平可能带来的影响仍需关注。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 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，2017 年公司名列“深圳企业 100 强”第 20 名。

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561.17万平方米，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。

高速公路运营方面，公司控股荆东高速和广河高速，参股惠大高速。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，根据深圳市国资委决定，公司董事会成员发生变化，董事会成员由“吕华、黄伟、牟勇、黄一格、靳海涛、郭原、叶青、陈治民、戴亦一”变更为“吕华、黄伟、牟勇、刘世超、戴亦一、施安平、宫晓冰、胡本雄、田钧”。新任人员聘任安排及基本情况如下：

刘世超，1971年生，毕业于中南财经大学（现为中南财经政法大学）会计学专业，拥有经济学学士学位和高级会计师职称。曾任深圳市国资委统计评价（预算财务）副处长，深圳市国资委企业二处副处长，深圳粮食集团有限公司董事，深圳巴士集团股份有限公司（以下简称“深圳巴士”）董事，深圳市能源集团有限公司董事、财务总监。现兼任公司董事，深圳控股董事，沙河股份董事，喀什市深圳城投资发展有限公司董事、财务总监，深圳市联合产权交易所股份有限公司董事及华润深国投投资有限公司董事。

施安平，1963年生，公司董事，毕业于西北工业大学自控系，拥有西安交通大学产业经济学博士学位、管理学博士后，信息与网络工程高级工程师，金融学兼职教授。现任中小企业发展基金（深圳有限合伙）首席执行合伙人，深圳国中创业投资管理公司CEO，兼任中国证监会深圳辖区资本市场特聘专家、深圳市人民政府金融创新特聘专家。

宫晓冰，1956年生，公司董事，毕业于西南政法大学法律系，拥有法学学士学位和法学副研究员职称。曾任中国旅游集团（港中旅集团）有限公司副总经理兼总法律顾问，兼任中国国际经济贸易仲裁委员会仲裁员、深圳国际仲裁院仲裁员。

胡本雄，1963年生，公司董事，毕业于重庆建筑工程学院岩土工程专业系，工学硕士研究生，拥有教授级高级工程师职称。曾任深圳市水务规划设计院院长，深圳市水利规划设计院监理部主任，深圳市深水水务监理有限公司总经理，深圳市东江水源工程管理处总工程师。

田钧，1970年生，公司董事，毕业于中南财经大学税收学专业，经济学学士，堪培拉大学MBA。曾任前海结算股份有限公司董事、总经理，深圳平安人寿保险有限公司副总经理，平安大华基金管理有限公司市场总监，平安大华汇通财富管理有限公司副总经理。

根据深圳市国资委决定，公司监事会成员发生变化，监事会成员由“伍先铎、许文运、杨承军、黄炯、戴敬明”变更为“江涛、李红光、严中宇、黄炯、戴敬明”。新任人员聘任安排及基本情况如下：

江涛，1963年生，本科学历，曾任深圳市人民检察院刑检二处处长、侦查一处处长，中共深圳市纪委派驻第八纪律检查组组长，深圳市中级人民法院党组成员，现任公司监事会主席。

李红光，1972年生，中国人民大学会计系

毕业，高级会计师、高级经济师。曾任深圳市振业（集团）股份有限公司董事会办公室负责人、办公室主任、管理技术部总经理、财务部总经理，现任深圳市人才安居集团有限公司董事、财务总监、公司监事。

严中宇，1975年生，硕士研究生学历。曾任深圳市深圳大洋海运股份有限公司董事、常务副总经理等职。现任深圳市投资控股有限公司战略发展部部长、公司监事。

根据公司相关公告，上述高级管理人员变动属于公司正常人事变动，对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大不利影响。

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。

受房地产开发业务收入大幅缩减影响，2017年公司实现收入142.83亿元，同比下降34.56%。从收入构成看，房地产开发收入仍为公司营业收入的第一大来源，近年来保持较大的收入规模。跟踪期内，公司房地产开发业务收入大幅下降，2017年为94.85亿元，同比下降44.90%，主要系该年度公司结转收入规模同比大幅下降所致。随着公司城市更新项目的不断推进及商业地产的投入运营，公司投资物业租金业务继续保持增长，2017年实现收入10.43亿元，同比增长5.04%；2017年公司实现物业管理业务收入16.03亿元，同比增长16.33%，主要因公司管理物业面积扩大；同时，随着高速公路运营的成熟及车流量自然增长，公司高速公路收费业务收入保持增长趋势，2017年实现收入9.36亿元，同比增长23.65%；2017年工农销售业务实现收入3.94亿元，同比增长12.57%；2017年，公司其他收入8.22亿元，其他收入板块子公司较多且较分散，涉及的行业较多，收入占比较小。

从毛利率来看，2017年公司实现综合毛利率39.57%，同比下降6.18个百分点；分板块来看，2017年房地产开发业务实现毛利率42.35%，同比下降6.87个百分点，主要系该年度毛利率较高的深圳地区项目结转收入较少所致；物业管理费及投资物业租金业务毛利率也有不同程度的下降，2017年分别下降2.71个百分点、5.70个百分点至12.20%和69.14%；随着高速公路车流量自然增长，2017年公司高速公路收费板块毛利率同比上升9.80个百分点至63.61%；同期工农销售业务毛利率下降至12.90%，其他板块毛利率上升至8.66%。

2018年一季度，公司实现收入53.47亿元，综合毛利率上升至50.76%；分板块来看，房地产板块实现收入42.25亿元，占2017年全年收入的44.54%，毛利率上升至55.13%，主要系部分毛利率较高项目满足结转条件所致；物业管理费板块及投资物业租金板块毛利率较2017年继续下滑至4.63%和63.66%；2018年一季度其他板块实现收入0.92亿元，毛利率下降至-11.12%，主要系公司将持有的三级子公司深业运输有限公司股权转让至深圳巴士所致。

表 1　公司营业收入构成　（单位：亿元、%）

	2016 年			2017 年			2018 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	172.13	78.86	49.22	94.85	66.41	42.35	42.25	79.02	55.13
物业管理费	13.78	6.31	14.91	16.03	11.22	12.20	3.62	6.77	4.63
投资物业租金	9.93	4.55	74.84	10.43	7.30	69.14	2.52	4.71	63.66
高速公路收费	7.57	3.47	53.81	9.36	6.55	63.61	2.57	4.81	69.95

工农销售	3.50	1.60	26.97	3.94	2.76	12.90	1.59	2.97	12.86
其他	11.37	5.21	5.50	8.22	5.76	8.66	0.92	1.72	-11.12
合 计	**218.27**	**100.00**	**45.75**	**142.83**	**100.00**	**39.57**	**53.47**	**100.00**	**50.76**

资料来源：公司提供

注：部分数据因四舍五入导致分项数加总与合计数有差异。

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。2009 年深圳市人民政府为转变城市发展模式、提升城市发展质量而启动城市更新进程以来，公司承做了多项大型城市综合性园区升级改造项目。

截至 2018 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 561.17 万平方米。

土地储备

土地储备方面，截至 2017 年底，公司重要土地资产 23 块，总面积合计为 96.55 万平方米，总地价 77.74 亿元。公司土地资产取得时间较早，土地成本较低。

新增土地储备方面，跟踪期内，公司子公司深圳控股积极寻求粤港澳大湾区的项目资源，并关注重点一二线城市优质项目的开发机会。2017 年 6 月 22 日，深圳控股与路劲基建有限公司（以下简称“路劲基建”）各持有 50%股权的合资公司获取香港屯门市地段第 520 号用地，占地约 1.22 万平方米；2017 年 12 月，深圳控股获取佛山市南海区里水地块，计容建筑面积约 5.96 万平方米；2017 年 12 月，深圳控股获取南京市 G72 地块和 G78 地块，计容建筑面积分别为 7.58 万平方米和 7.20 万平方米。

近年来深圳控股实施“退出三四线，聚焦深圳及重点二线城市”策略，坚持致力于推进对三四线城市项目的处置，2017 年深圳控股以 58.70 亿元的价格将位于广东三水、江苏泰州及江苏姜堰的 5 个项目公司的权益通过公开挂牌的方式出让，三四线城市土地储备占比进一步下降。

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；近年来公司致力于推进对三四线城市项目的处置，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，2017 年公司房产项目开工面积同比下降 8.68%至 238.02 万平方米；竣工面积同比

有所下降，2017 年为 71.75 万平方米。同期，公司开发完成投资同比小幅上升 1.66%，2017 年为 82.19 亿元。2017 年公司签约销售收入 152.90 亿元，同比下降 28.51%，签约销售面积减小主要因为公司为应对市场形势，积极响应“租售并举”政策，改变销售策略，推进深业上城 LOFT 的销售，并将原计划出售的深业中城项目住宅部分转化为长租公寓。公司早已进入长租公寓市场，深业中城项目住宅部分和香港屯门项目部分单位将作为长租公寓“深业上居”产品面向市场。

2017 年公司确认销售收入 94.85 亿元，同比大幅下降 44.90%，主要因为该年度深圳市场受调控政策影响，新房交易量下降明显，公司因此决定对部分深圳项目的销售计划进行主动调整，导致该年度确认销售收入较少所致。2018 年一季度，公司开发完成投资 11.24 亿元，签约销售收入 24.52 亿元，确认收入 42.25 亿元。

表2 公司房产项目经营情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
开工面积	260.64	238.02	263.50
竣工面积	94.12	71.75	15.75
签约销售面积	109.96	77.13	15.83
签约销售收入	213.88	152.90	24.52
开发完成投资	80.85	82.19	11.24
确认销售收入	172.13	94.85	42.25

资料来源：公司提供

3. 物业管理板块

物业管理方面，公司下属主要物业管理子公司包括深业集团（深圳）物业管理有限公司、深圳市鹏基物业管理服务有限公司、深圳市万厦居业有限公司和深圳市泰然物业管理服务有限公司；公司建设的物业大部分由公司自营管理，因此在每年都陆续有地产开盘的情况下，物业管理收入一直处于稳步的增长之中。2017 年公司实现物业管理费收入 16.03 亿元，同比增长 16.33%。

4. 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 2017 年底，公司投资物业面积合计 141.93 万平方米，同比下降 3.19%，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，2017 年平均出租率 89.57%。2017 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。

2018 年 1 月 18 日，公司深业上城商业部分开业，该商业地产集时尚购物、休闲美食、文化娱乐、互动体验四大业态于一体，引入商家约 40%为首次登陆深圳及华南地区的新品牌，公司投资性物业面积进一步增长。

表 3 近年来投资物业经营情况

（单位：万平方米、万元、%）

类别	2016 年	2017 年
可租面积	146.61	141.93
平均月租金	8436.00	8775.00
平均出租率	89.16	89.57
租金收入	99289.75	104279.79

资料来源：公司提供

5. 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 2018 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，2017 年荆东高速日均车流量 15281.93 辆次/日，同比增长 25.06%；2017 年实现通行费收入 41413.71 万元，同比增长 33.10%。2018 年一季度，荆东高速日均车流量达 21523.39 辆次/日，实现通行费收入 11083.81 万元。

广河高速全长 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。2017 年广河高速日均车流量 30091 辆次/日，实现通行费收入 52188.52 万元，同比分别增长 11.08%和 17.17%。2018 年一季度，广河高速日均车流量 40508.00 辆次/日，实现通行费收入 14642.54 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%（公司不对惠大高速并表），全长 54.88 公里，于 2015 年 11 月通车运营。2017 年，惠大高速日均车流量 47423.00 辆次/日，实现通行费收入 23722.73 万元；2018 年一季度，日均车流量 52757.00 辆次/日，实现通行费收入 6244.03 万元。

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　公司控股高速公路运营情况　（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			
			2016 年	2017 年	同比增长	2018 年 1~3 月	2016 年	2017 年	同比增长	2018 年 1~3 月
荆东高速	2006 年 9 月	58.40	12220.12	15281.93	25.06	21523.39	31114.38	41413.71	33.10	11083.81
广河高速	2012年1月	75.34	27089.00	30091.00	11.08	40508.00	44542.10	52188.52	17.17	14642.54
合计		**133.74**	**39309.12**	**45372.93**	**--**	**62031.39**	**75656.48**	**93602.23**	**--**	**25726.35**

资料来源：公司提供

6. 工农业销售

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。2017 年公司实现工农产品销售收入 3.94 亿元，同比增长 12.57%；2018 年一季度实现工农产品销售收入 1.59 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”。

房地产销售方面，公司 2018 年将根据市场和政策环境的情况，调整销售产品结构，提高不受限购、限价政策影响的办公、公寓类产品比例，推动二、三线城市项目销售。

九、重大事项

根据公司 2017 年 6 月 2 日公告，公司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投入 55 亿元（其中人民币 69444444 元将作为恒大地产的注册资本，余下部分列入资本公积金）。中国恒大集团 2016 年 10 月公告将通过重组，将其房地产业务在中国 A 股上市，公司将通过此次投资，成为恒大地产在重组前的战略投资者。

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 2017 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 2018 年一季度财务数据未经审计。

2017 年公司处置了对深圳鹏基资产管理有限公司、泰州市鹏翔置业有限公司、佛山市三水深业地产有限公司、佛山市三水深业酒店有限公司及深业运输有限公司的投资，将上述 5 家公司移出合并报表范围。

截至2017年底，公司（合并）资产总额为1169.04亿元，所有者权益合计423.65亿元（含少数股东权益135.57亿元）；2017年公司实现营业收入142.83亿元，利润总额71.40亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额为1106.76亿元，所有者权益合计409.57亿元（含少数股东权益130.19亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入53.47亿元，利润总额14.57亿元。

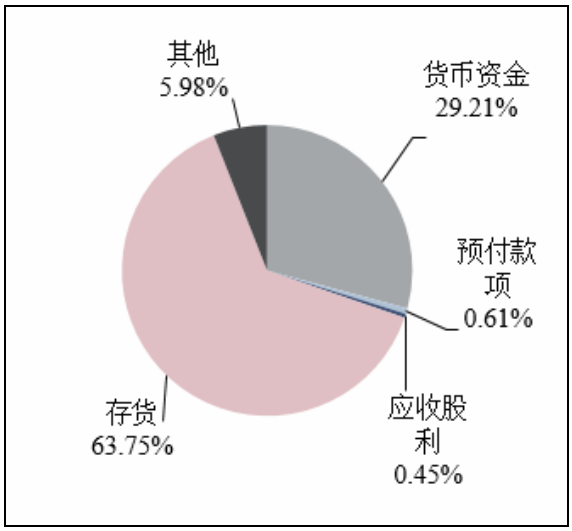
1. 资产及债务结构

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1169.04 亿元，同比增长 18.86%，其中流动资产占比 48.59%，非流动资产占比 51.41%，受公司非流动资产大幅增长影响，非流动资产占比较 2016 年底显著提升。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 568.08 亿元，同比小幅增长 0.85%，主要以货币资金（占 29.21%）和存货（占 63.75%）为主。

图 2　截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2017 年底，公司货币资金 165.92 亿元，同比增长 1.00 %，其中受限货币资金共 19.19 亿元（其中 5.52 亿元货币资金受限是武汉市深业泰然房地产开发有限公司（以下简称“武汉泰然”）因牵涉相关诉讼，根据法院要求存入定期存款用于担保，该资金已于 2018 年 1 月为解决诉讼全部使用，武汉泰然已决定对判决提出申诉，公司已于 2016 年计提 5.52 亿元，诉讼结果对公司不造成重大影响）；存货 362.13 亿元，同比下降 2.33%，公司存货主要为已完工开发产品（占 17.46%）和在建开发产品（占 81.95%），在建开发产品主要为深业中城、深业上城、深业东岭、泰然立城、前海置业土地、泰富广场 2 期 3 期及滨江半岛等，该年度存货跌价准备计提比例为 1.09%，计提水平一般。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面原值 29.56 亿元，从账龄上看，1 年内其他应收款占 44.25%、1~2 年的占 15.90%、2 年以上占 39.85%，计提坏账准备 8.49 亿元，账面价值 21.07 亿元。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 600.96 亿元，同比增长 43.01%，主要由可供出售金融资产（占 30.89%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 10.81%）、长期股权投资（占 9.98%）、投资性房地产（占 18.15%）以及无形资产（占 13.16%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产账面价值 185.63 亿元，同比增长 99.51%，主要因为公司持有的中国平安保险（集团）股份有限公司（截至 2017 年底，持股比例为 1.41%）股份公允价值同比大幅增长；以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 64.94 亿元，为公司持有的恒大地产集团有限公司的股份和注资恒大地产集团有限公司时获取的衍生金融工具，根据公司风险管理策略，公司将上述金融资产指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；长期股权投资 59.98 亿元，同比增长 6.03%，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和沿海绿色家园有限公司。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 109.09 亿元（按成本计量），较 2016 年底增长 11.92%，主要来自建筑成本和存货转入；公司无形资产以高速公路收费运营权为主，2017 年底为 79.06 亿元，较上年变化不大。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 1106.76 亿元，较 2017 年底下降 5.33%，主要为流动资产中货币资金减少所致。截至 2018 年 3 月底，公司流动资产 522.29 亿元，较 2017 年底下降 8.06%，主要系公司项目投资及偿还债务等导致货币资金有所减少。截至 2018 年 3 月底，公司非流动资产 584.47 亿元，较 2017 年底下降 2.74%。从资产构成来看，流动资产和非流动资产分别占比 47.19%和 52.81%。

总体看，公司资产构成中流动资产和非流动资产占比相差不大，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

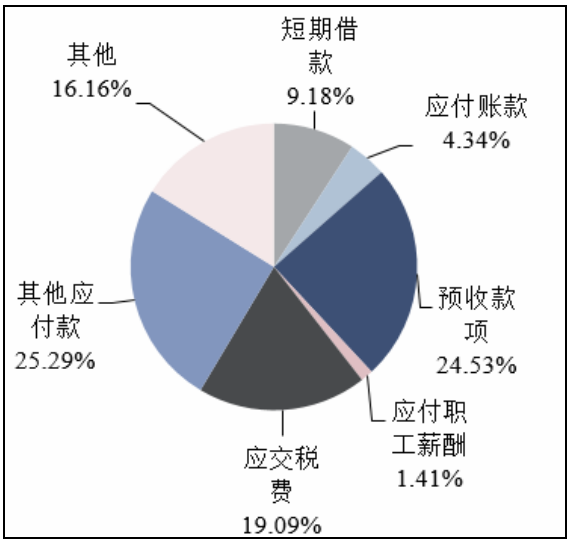
截至 2017 年底，公司所有者权益合计 423.65 亿元，同比增长 35.54%，主要来自其他综合收益的增长。归属母公司所有者权益中，实收资本占 13.64%，资本公积占 12.08%，其他综合收益占 40.91%，盈余公积占 7.98%，未分配利润占 25.38%，其他综合收益占比较 2016 年底大幅提升。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 409.57 亿元，较 2017 年底下降 3.32%，主要是其他综合收益和少数股东权益有所减少，其他科目变化不大。

跟踪期内，受益于其他综合收益的大幅提升，公司所有者权益大幅增长；公司持有较大规模的可供出售金融资产，可供出售金融资产公允价值波动对公司权益稳定性造成一定影响。

负债

图 3　截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

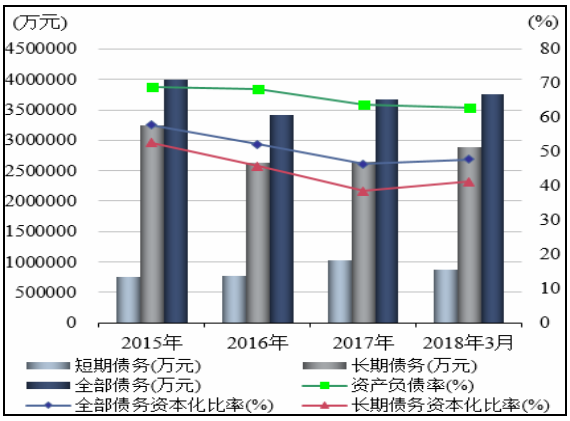
截至 2017 年底，公司负债总额 745.39 亿元，同比增长 11.09%；其中，流动负债和非流动负债分别占 56.98%和 43.02%，流动负债比重同比小幅提升。

截至 2017 年底，公司流动负债 424.70 亿元，同比上升 14.60%，主要以短期借款（占 9.18%）、预收款项（占 24.53%）、应交税费（占 19.09%）、其他应付款（占 25.29%）和一年内到期的非流动负债（占 14.94%）为主。2017 年公司销售收入结转同比有所下降，销售回款的下降导致预收款项和应交税费有所减少，2017 年底分别为 104.19 亿元和 81.08 亿元，同比分别下降 10.06%和 3.42%；截至 2017 年底，公司短期借款为 39.00 亿元，同比增长 284.37%，主要系公司为项目拓展储备资金，提取了部分银行授信所致；截至 2017 年底，公司其他应付款为 107.40 亿元，同比增长 63.47%，主要因为武汉泰然诉讼款由预计负债转入；截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 63.46 亿元，同比下降 5.82%，主要为一年内到期的长期借款。

截至 2017 年底，公司非流动负债 320.68 亿元，同比增长 6.78%，主要来自应付债券及递延所得税负债的增长，截至 2017 年底，公司应付债券 80.88 亿元，为 24.00 亿元 5+2 年期公司债券“14 深业债/14 深业团”、37.00 亿元 5 年期中期票据“15 深业 MTN001”和 20.00 亿元 5 年期中期票据“17 深业集 MTN001”的本金及利息；截至 2017 年底公司长期借款 183.59 亿元，同比下降 7.28%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 697.19 亿元，其中流动负债 356.08 亿元，较 2017 年底大幅下降 16.16%，主要因为公司预收款项及应交税费减少。同期，公司非流动负债 341.11 亿元，较 2017 年底增长 6.37%，主要来自长期借款的增长。

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 2017 年底，公司全部债务 366.98 亿元，同比增长 7.48%；从债务结构上看，短期债务和长期债务分别占 27.93%和 72.07%，公司短期债务占比同比有所上升。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同比均有所下降，截至 2017 年底分别为 63.76%、46.42%和 38.43%，债务负担适宜。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务 375.17 亿元，较 2017 年底增长 2.23%，其中短期债务下降 14.87%，债务结构中短期债务占比有所下降。截至 2018 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 62.99%、47.81%和 41.28%，资产负债率较 2017 年有所下降，但全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均有所上升。

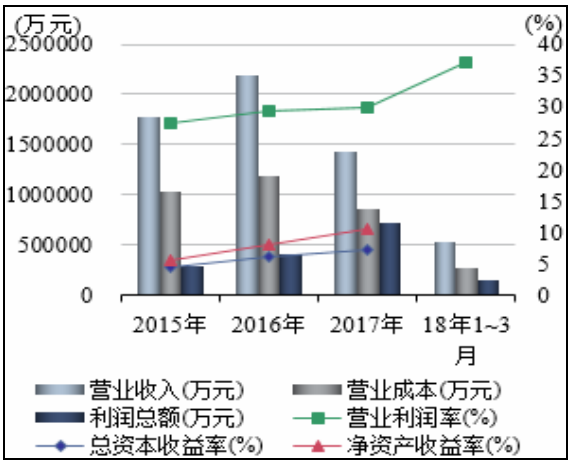
总体看，跟踪期内，公司债务规模有所上升，债务结构中长期债务占比高，整体债务负担不重。

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、工农销售以及高速公路收费构成。2017 年公司实现营业收入 142.83 亿元，同比下降 34.56%。同期，公司确认营业成本 86.32 亿元，同比下降 27.11%；2017 年公司营业利润率 30.02%，较上年上升

0.64 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，2017 年公司期间费用 22.43 亿元，同比下降 18.39%，其中主要为管理费用 10.36 亿元（占 46.19%）和财务费用 9.02 亿元（占 40.21%），上述两项费用同比分别下降 8.05%和 25.84%。截至 2017 年底期间费用占营业收入比重为 15.71%，较 2016 年底上升了 3.12 个百分点。跟踪期内，受营业收入同比下降影响，公司期间费用控制能力有所减弱。

非经常性损益方面，2017 年公司实现投资收益 39.66 亿元，同比增长 127.82%，主要系处置广东三水、江苏泰州及江苏姜堰的 5 个项目公司权益实现投资收益 32.08 亿元所致。2017 年公司实现其他收益 1.26 亿元。2017 年公司实现营业利润 71.25 亿元，较 2016 年增长 55.28%，非经常性损益对营业利润贡献大。同期，公司实现利润总额 71.40 亿元，同比增长 77.06%。

从盈利指标看，受益于公司利润总额的快速增长，2017 年总资本收益率、净资产收益率分别上升 1.20 个和 2.43 个百分点至 7.25%、10.49%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 53.47 亿元，营业利润率 37.23%，较 2017 年全年水平有所上升。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 14.57 亿元。

跟踪期内，公司营业收入有所下降，期间费用控制能力有所减弱，非经常性损益对利润贡献大，但整体盈利能力尚可。

3. 现金流及保障

从经营活动看，2017 年公司经营活动产生的现金流入量 141.18 亿元，同比下降 47.11%，主要因为销售商品、提供劳务收到的现金大幅下降。同期，公司经营活动现金流出 152.62 亿元，同比增长 10.28%，主要因为购买商品、接受劳务支付的现金上升至 83.96 亿元。2017 年，受房产业务回款减少、项目投入支出扩大影响，公司经营活动现金流净额-11.44 亿元，经营活动现金流由正转负。2017 年公司现金收入比 87.34%，较 2016 年下降 30.91 个百分点，收入获现质量下降幅度较大。

2017 年公司投资活动现金流入 72.36 亿元，较 2016 年大幅增长 710.85%，主要因为处置子公司及其他单位收到的现金大幅增长。同期，公司投资活动现金流出 84.46 亿元，较 2016 年增长 438.73%，主要为 2017 年公司为取得恒大地产股权而支付的现金。2017 年公司投资活动现金流净额-12.10 亿元。

2017 年公司筹资活动现金流入 162.88 亿元，同比大幅增长 231.79%，筹资活动现金流入主要为取得借款收到现金 141.61 亿元；同期，公司筹资活动现金流出 131.60 亿元，同比下降 5.21%，主要为偿还债务支付的现金 105.63 亿元。2017 年公司筹资活动现金流净额 31.28 亿元，筹资活动现金净流量由负转正。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流净额-62.19 亿元，支付其他与经营活动有关的现金 63.81 亿元，主要为未抵消的往来款、武汉泰然诉讼款等；投资活动产生的现金流净额为-1.36 亿元；公司筹资活动产生的现金流净额 8.02 亿元。

总体来看，受房产业务回款减少、项目投入支出扩大影响，2017 年公司经营活动现金流由正转负，投资活动现金流持续表现为净流出状态，公司存在一定的外部融资需求。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受其他应付款增长带动流动负债较快增长影响，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，分别为 133.76%和 48.49%，同比分别减少 18.23 个百分点和 3.45 个百分点；截至 2018 年 3 月底，上述指标分别为 146.68%和 43.30%，流动比率有所上升。2017 年，公司经营活动现金流动负债比为-2.69%，经营活动现金流动负债比为负值，公司流动性指标较弱。考虑公司货币资金充裕，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，2017 年公司 EBITDA 为 88.11 亿元，同比增长 49.68%；2017 年公司全部债务/EBITDA 下降至 4.17 倍；EBITDA 利息保障倍数上升至 5.14 倍；如剔除公允价值变动收益及投资收益带来的影响，则公司长期偿债能力指标将有所下降。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至 2017 年底，公司共获得银行授信 968.00 亿元，其中未使用额度 685.00 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 2018 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 2018 年 6 月 12 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”。

2015～2017 年，公司 EBITDA 分别为单独年度最高偿还额度的 1.31 倍、1.59 倍和 2.38 倍，公司 EBITDA 对单独年度最高偿还额度保障能力较强；2015～2017 年，公司经营活动现金流入量分别为单独年度最高偿还额度的 6.40 倍、7.21 倍和 3.82 倍；2015～2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为单独年度最高偿还额度的 1.08 倍、3.47 倍和-0.31 倍。公司经营活动现金流入量对单独年度最高偿还额度保障能力强。

表5　单独年份最高偿还额度保障情况

（单位：亿元、倍）

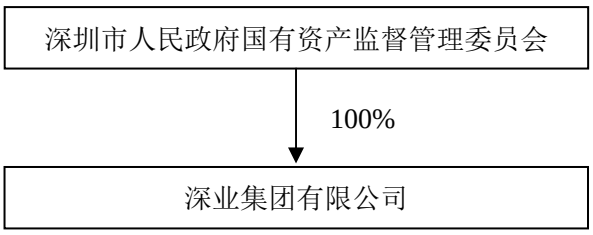
项 目	2017 年
单独年份最高偿还额度	37.00
经营活动现金流入量/单独年份最高偿还额度	3.82
经营活动现金流净额/单独年份最高偿还额度	-0.31
EBITDA/单独年份最高偿还额度	2.38

资料来源：联合资信整理

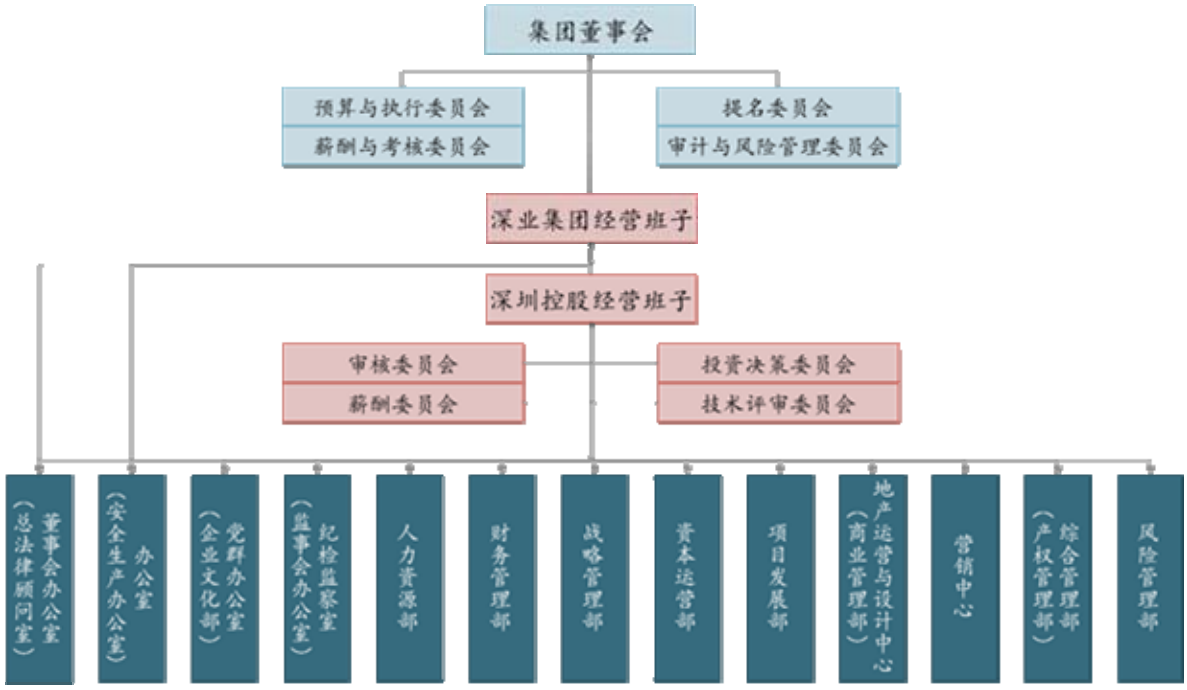
十一、结论

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

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	13.02
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	1.41
合计				**85.12**	**64.88**	**6.60**	**561.17**

资料来源：公司提供

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。

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	141.98	164.57	166.23	110.02
资产总额(亿元)	938.41	983.51	1169.04	1106.76
所有者权益合计(亿元)	292.21	312.57	423.65	409.57
短期债务(亿元)	75.38	77.62	102.51	87.27
长期债务(亿元)	324.47	263.84	264.47	287.90
全部债务(亿元)	399.85	341.46	366.98	375.17
营业收入(亿元)	177.41	218.27	142.83	53.47
利润总额(亿元)	29.11	40.33	71.40	14.57
EBITDA(亿元)	48.59	58.86	88.11	--
经营性净现金流(亿元)	39.82	128.52	-11.44	-62.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.01	49.67	37.19	--
存货周转次数(次)	0.27	0.32	0.24	--
总资产周转次数(次)	0.19	0.23	0.13	--
现金收入比(%)	128.24	118.25	87.34	60.91
营业利润率(%)	27.42	29.38	30.02	37.23
总资本收益率(%)	4.52	6.05	7.25	--
净资产收益率(%)	5.63	8.06	10.49	--
长期债务资本化比率(%)	52.62	45.77	38.43	41.28
全部债务资本化比率(%)	57.78	52.21	46.42	47.81
资产负债率(%)	68.86	68.22	63.76	62.99
流动比率(%)	190.58	151.99	133.76	146.68
速动比率(%)	61.44	51.94	48.49	43.30
经营现金流动负债比(%)	13.61	34.68	-2.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.22	3.19	5.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.23	5.80	4.17	--

注: 2018 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。