信用评级公告

联合〔2021〕4791 号

联合资信评估股份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，维持“17 深业集 MTN001”“19 深业 MTN001”“20 深业 MTN001”“20 深业 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

深业集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
深业集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17 深业集 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
19 深业 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 深业 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
20 深业 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日	行权日
17 深业集 MTN001	20.00 亿元	20.00 亿元	2022/5/4	--
19 深业 MTN001	10.00 亿元	10.00 亿元	2022/12/5	--
20 深业 MTN001	30.00 亿元	30.00 亿元	2023/3/11	--
20 深业 MTN002	20.00 亿元	20.00 亿元	2025/4/17	2023/4/17

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；“20 深业 MTN002”发行期限为 3+2 年，首次行权日为 2023 年 4 月 17 日。

评级时间：2021 年 7 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型	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

评级观点：

跟踪期内，深业集团有限公司（以下简称“公司”或“深业集团”）作为深圳市重要的国有资产综合管控主体，其在政府支持、土地资源取得、品牌区域知名度及投资物业运营等方面仍具备显著优势。同时联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产行业受调控政策影响影响很大、公司可供出售金融资产公允价值波动较大等因素对公司经营及信用水平产生的不利影响。

深圳市不断推进的城市更新为公司未来收入实现提供重要保障，公司未来由开发销售为主向开发销售和持有并重的盈利模式转型，随着自持物业面积的增加，公司投资物业租金及物业管理收入将稳步上升。

综合评估，联合资信确定维持深业集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 深业集 MTN001”“19 深业 MTN001”“20 深业 MTN001”“20 深业 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司继续保持其在城市更新业务的体量和优势。**截至 2020 年底，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，其中已签订土地合同的项目有 17 个。拆迁用地面积合计约 78.19 万平方米，开发建设用地面积约 59.10 万平方米，规划总建筑面积 521.43 万平方米。
2. **公司高速公路板块收入稳定且盈利水平高，为公司提供稳定的现金流。**公司控股荆东高速及广河高速（惠州段）2 条高速公路，2020 年通行费收入 7.30 亿元。2020 年高速公路板块毛利率 49.74%。
3. **公司持有规模较大的优质可供出售金融资产和投资性房地产。**公司持有的中国平安保险（集团）股份有限公司股票资质好，变现能力很强。公司投资性房地产规模较大且采用成本法计量，具有一定增值空间。
4. **公司融资渠道保持畅通。**截至 2021 年 3 月底，公司未使用授信额度 954 亿元，控股两家上市子公司。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：蒋智超　蒋旭

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

关注

1. **房地产行业受宏观政策调控影响大，未来房地产市场运行存在不确定性。**未来一段时期房地产行业仍将受到政策调控的影响，公司经营将持续面临一定的政策风险。
2. **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。**公司归属于母公司所有者权益中其他综合收益占比较高，主要为可供出售金融资产公允价值变动损益，跟踪期内，可供出售金融资产公允价值变动导致公司所有者权益有所波动。
3. **城市更新项目进度具有一定不确定性。**深业集团城市更新项目具有一定不确定性，前期项目投入对深业集团资金形成一定占用。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	142.34	188.46	217.40	241.16
资产总额（亿元）	1175.40	1390.67	1546.32	1531.39
所有者权益（亿元）	422.89	501.96	550.91	534.35
短期债务（亿元）	68.45	200.45	211.36	212.04
长期债务（亿元）	320.02	249.69	316.78	352.35
全部债务（亿元）	388.47	450.14	528.13	564.40
营业收入（亿元）	175.73	167.87	195.44	59.13
利润总额（亿元）	51.62	51.96	59.46	16.18
EBITDA（亿元）	71.12	70.51	84.16	--
经营性净现金流（亿元）	7.46	36.11	-23.67	1.10
营业利润率（%）	34.17	33.81	33.87	36.24
净资产收益率（%）	8.84	7.20	8.00	--
资产负债率（%）	64.02	63.90	64.37	65.11
全部债务资本化比率（%）	47.88	47.28	48.94	51.37
流动比率（%）	151.07	115.99	132.66	141.34
经营现金流动负债比（%）	1.92	6.28	-3.86	--
现金短期债务比（倍）	2.08	0.94	1.03	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	3.46	3.77	4.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.46	6.38	6.28	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	332.75	477.37	512.53	508.83
所有者权益（亿元）	179.64	231.45	237.20	216.73
全部债务（亿元）	97.18	112.36	152.39	174.23
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.01	0.00
利润总额（亿元）	2.53	2.35	9.61	-0.99
资产负债率（%）	46.01	51.52	53.72	57.41
全部债务资本化比率（%）	35.10	32.68	39.12	44.56
流动比率（%）	279.99	85.18	128.50	144.61
经营现金流动负债比（%）	-3.36	-0.73	-0.02	--

注：2021 年 1－3 月财务数据未经审计；其他应付款有息部分计入短期债务核算、其他流动负债券纳入短期债务核算；其他非流动负债的有息部分纳入长期债务核算；集团类客户提供公司本部（母公司）财务信息

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 深业 MTN002 20 深业 MTN001 19 深业 MTN001 17 深业集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/6/24	蒋智超 刘珺轩	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 深业 MTN002	AAA	AAA	稳定	2020/4/3	刘珺轩 蒋智超	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 深业 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/2/25	刘珺轩 蒋智超	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 深业 MTN001	AAA	AAA	稳定	2019/8/21	刘珺轩 戴彤羽	房地产企业信用评级方法（V3.0.201907） 房地产企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
17 深业集 MTN001	AAA	AAA	稳定	2017/3/6	杨明奇 常启瑞	房地产企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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、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，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 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

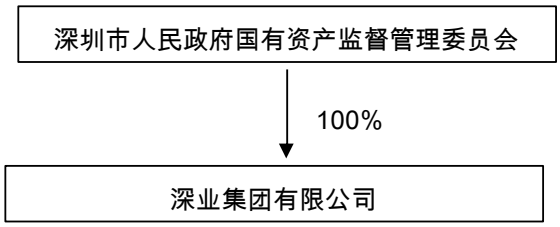
根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于深业集团有限公司（以下简称“公司”或“深业集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司前身为深业投资开发有限公司，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”）。2012－2016 年，特区建发对公司数次增资，2016 年 8 月 4 日，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 2021 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 39.30 亿元，深圳市国资委履行出资人职责，深圳市人民政府为公司的最终控制人。

图 1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司业务涵盖城市更新、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。

截至 2021 年 3 月底，公司内设董事会办公室、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；拥有主要子公司 41 家，其中子公司深圳控股有限公司为香港上市公司（股票代码：00604.HK，截至 2020 年底，公司持有其 62.32%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 2020 年底，公司间接持股 34.02%，以下简称“沙河股份”）。

截至2020年底，公司合并资产总额1546.32亿元，所有者权益550.91亿元（含少数股东权益162.66亿元）；2020年，公司实现营业总收入195.44亿元，利润总额59.46亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1531.39 亿元，所有者权益 534.35 亿元（含少数股东权益 168.69 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 59.13 亿元，利润总额 16.18 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

截至目前，公司经联合资信评定的存续债券4只，余额共计80.00亿元，募集资金正常使用并正常付息。

表 1　公司经联合资评级的存续期内债券明细

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	到期日	首次行权日
17 深业集 MTN001	20	20	2022/5/4	--
19 深业 MTN001	10	10	2022/12/5	--
20 深业 MTN001	30	30	2023/3/11	--
20 深业 MTN002	20	20	2025/4/17	2023/4/17

资料来源:Wind

四、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% ，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% ，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。

表 2　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）平均值）
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

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。

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。**

五、行业分析

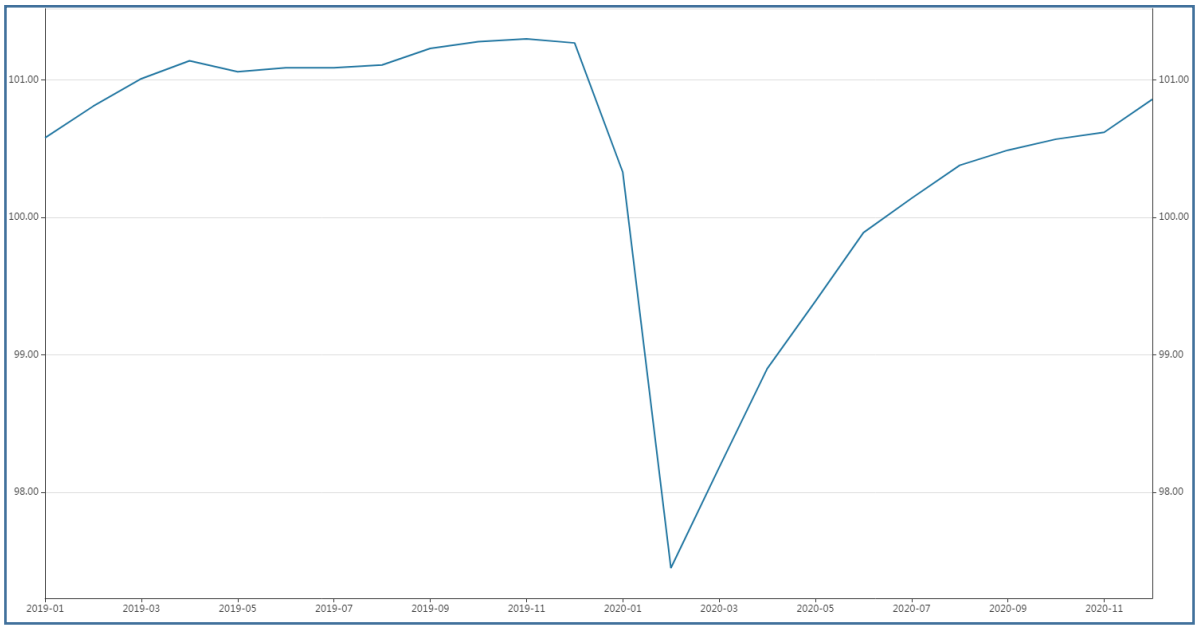
房地产行业

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 2　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 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 3　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。

表 4　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”落实好房地产长效管理机制，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的带动作用，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。

表 5　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”落实好房地产长效管理机制，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	重点房企资金检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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 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，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，其在土地资源取得、品牌区域知名度及投资物业运营等方面保持显著优势。

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。

深业集团在 2020 年克而瑞中国房地产企业权益销售金额 TOP200 排行榜中位列第 126 名；子公司深圳控股于 1997 年在香港联合交易所上市，是深圳市国资委旗下最大的房地产上市公司。深圳控股位列新浪财经公布的“2020 上市房企价值榜 TOP50”第 31 位。公司承接了多项大型城市综合性园区升级改造等城市更新项目，截至 2020 年底，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 521.43 万平方米，在深圳市城市更新项目获取数量和地区品牌知名度方面具备优势。

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。另外，公司在深圳地区持有多处工业园区和写字楼物业。2020 年，公司投资物业租金收入为 12.30 亿元。

高速公路运营方面，公司控股荆东高速和广河高速（惠州段），参股惠大高速。随着 2015 年 11 月惠大高速的通车运营，公司高速公路板块趋于成熟，为公司提供稳定现金流，2020 年公司高速公路板块实现通行费收入 7.30 亿元。

3. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告，截至 2021 年 5 月 3 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。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司地产开发和运营主营业务突出，收入主要受房地产开发业务结转规模影响有所增长，毛利率依然保持在较高水平。

公司业务涵盖城市更新、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。公司各个板块收入变化不大，经营较为稳定。其他收入板块子公司较多且较分散，涉及的行业较多，收入占比不高。2020年，受益于房地产开发板块收入上升，公司营业收入同比增长。

表 6　公司近年来营业收入构成（单位：亿元、%）

	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	收入	占比	毛利率
房地产开发	121.59	69.19	56.35	113.30	67.49	46.37	142.32	72.87	56.78	45.45	76.86	55.03
物业管理费	17.93	10.20	12.05	18.46	11.00	9.97	19.78	10.12	16.48	4.94	8.35	8.65
投资物业租金	11.29	6.42	57.93	12.75	7.60	50.20	12.30	6.29	51.83	3.55	6.00	52.96
高速公路收费	10.27	5.84	59.88	10.82	6.45	60.17	7.30	3.74	49.74	2.65	4.48	67.42
工农销售	3.94	2.24	24.62	3.80	2.26	26.05	3.90	1.99	33.95	0.91	1.53	20.80
其他	10.71	6.09	1.31	8.74	5.21	19.57	9.84	5.04	32.09	1.64	2.78	-13.90
合计	**175.73**	**100.00**	**48.07**	**167.87**	**100.00**	**41.69**	**195.44**	**100.00**	**50.43**	**59.13**	**100.00**	**49.15**

注：部分数据因四舍五入导致分项数加总与合计数有差异
资料来源：公司提供

从毛利率来看，2020年，公司房地产开发业务毛利率上升主要系毛利率较高的项目结转占比上升所致。2020年，公司物业管理板块的毛利率上升幅度较大主要系因为疫情期间社保减免，人工成本降低所致。2020年，公司高速公路收费板块毛利率受疫情防控减免过路费影响有所下降；综上，公司综合毛利率上升至50.43%。

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 59.13 亿元，同比增长 114.16%，主要系房地产结转收入增长所致。2021 年 1—3 月，房地产开发收入为 45.45 亿元，同比增长 134.64%。2021 年 1—3 月物业管理板块毛利率较低，主要系部分政府项目款项未收到，尚未确认收入所致。2021 年 1—3 月其他业务收入毛利率是负数，主要系板块包含养老、医疗等酒店业务毛利率为负数，酒店业务因疫情影响亏损所致。

2. 房地产开发

公司城市更新项目量大，土地储备成本较低，能够为未来持续发展提供有利保障。2020年，公司加大开发投资力度，签约销售额较为平稳，结转额上升明显。

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。

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；通过拆迁和公开市场招拍挂程序取得。

（1）城市更新

截至 2020 年底，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），其中已签订土地合同的项目有 17 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 78.19 万平方米，开发建设用地面积约 59.10 万平方米，规划总建筑面积 521.43 万平方米。

表 7　城市更新土地取得流程

序号	流程	内容
1	征集项目更新意愿	取得占建筑物总面积85%以上且占总人数85%以上权利主体签署意愿书及委托书
2	申报年度更新计划	市规土委主任办公会议审议通过
3	完成产业规划及更新单元专项规划的编制、报批工作	获取更新单元规划批复
4	签订拆迁补偿协议	100%业主签署协议
5	确定城市更新单元实施主体	获取批复
6	办理建设用地规划许可证	获取许可证
7	签订土地出让合同	合同签订

资料来源：公司提供

公司城市更新项目持续推进，2020 年，公司上林苑项目、深业实际山谷（一期）、深业进智现代物流分拨中心三期及信宏城项目已签订土地合同。信宏城更新项目位于深圳光明新区，占地约 9 万平米，信宏城更新项目将重新建设成兼具住宅及商业功能的社区。

未来，公司将建立集团层面的沟通协调机制，争取深圳市及各区政府支持；实施城市更新的“提速行动”，加快现有城市更新项目策划、计划和规划申报、拆迁、用地手续办理的进度。

（2）土地储备

土地储备方面，截至 2020 年底，公司重要土地资产超过 40 块，总土地面积合计超过 300 万平方米，总地价超过 300 亿元。公司土地资产取得时间较早，土地成本较低。公司坚持聚焦大湾区及核心一二线城市策略，深圳以外的土地储备主要分布于南京、长沙、惠州及成都等地。

2020 年，[1]子公司深圳控股全年新增土地储备面积约 63.10 万平方米，投资约 63.40 亿元人民币，新增货值约 134 亿人民币。新增土地主要位于大湾区及成都。

（3）开发业务

公司目前已经形成了多元化的房地产产品开发格局，产品包括园区、商品住宅、商业写字楼和交通运输场站等。从房地产业务区域分布来看，公司房地产业务主要分布在华南、华中、华东三个区域。

2020 年，公司加大开发投资力度，项目开工面积快速增长至 695.19 万平方米，竣工面积有所下降。2020 年一季度，公司开工面积亦有所增长。

2020 年，公司签约销售规模基本与上年持平，为 183.63 亿元，签约销售贡献主要来自于深圳前海和鹤塘岭等项目。2020 年，公司结转收入 142.32 亿元，同比增长 25.61%，主要来自深业中城和泰富广场等项目。

2021 年一季度，公司签约销售面积和销售金额同比分别增长 155.93%和 93.31%，主要受推盘节奏及上期受新冠肺炎疫情综合影响所致。

表8　公司房产项目经营情况

（单位：万平方米、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
开工面积	268.62	452.96	695.19	777.00
竣工面积	51.35	65.34	48.32	15.89
签约销售面积	67.75	56.03	68.41	20.73
签约销售收入	184.21	183.31	183.63	49.97
确认销售收入	121.59	113.30	142.32	45.45
开发完成投资	58.73	79.25	80.78	22.85

资料来源：公司提供

3. 物业管理板块

跟踪期内，公司物业管理收入小幅增长。

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，在管物业主要分布于珠三角、长三角及中部地区，涵盖政府机关、写字楼、住宅小

[1] 2019 年，子公司深圳控股以人民币共 36 亿元的价款，在深圳、东莞及南京取得建筑面积约 22 万平方米的项目。

区、别墅及科技园区等多种物业形态；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。2020 年，公司物业管理费收入略有增长至 19.78 亿元。

4. 投资物业租金

跟踪期内，投资物业板块经营稳定，可租面积、租金水平及租金收入变化不大。

公司投资物业租金收入主要是依靠现有投资性物业获得的租赁收入，所涉及出租物业类型主要包括商业（以社区商业为主）、厂房、仓库以及金融基地。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。

表 9 近年来投资物业经营情况

（单位：万平方米、万元、%）

类别	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
可租面积	138.96	156.23	160.44	161.97
平均月租金	8822.00	10624.80	10251.55	11833.33
平均出租率	89.77	78.41	81.21	79.71
租金收入	112872.87	127497.55	123018.58	35500.19

资料来源：公司提供

2. 高速公路

2020 年，受疫情影响，公司控股荆东高速及广河高速（惠州段）收入有所下降，但高速公路板块为公司提供稳定的现金流。

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 2020 年底，公司控股荆东高速及广河高速（惠州段）2 条高速公路，2020 年荆东高速实现通行费收入 25800 万元。2020 年广河高速实现通行费收入 47956 万元。

2020 年，公司控股高速收入同比下降 28.17%，主要系荆东高速客流有所减少及疫情防控期间公司高速公路免收通行所致。

表 10 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		
			2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年
荆东高速	2006 年 9 月	58.40	18291	19142	13143	44646	46250	25800
广河高速（惠州段）	2012年1月	74.84	38943	44514	43702	58028	61990	47956
合计		**133.24**	**45373**	**57234**	**56845**	**93602**	**102673**	**73756**

注：部分数据因四舍五入导致分项数加总与合计数有差异
资料来源：公司提供

6. 工农业销售

跟踪期内，公司工农产品销售收入基本保持稳定。

2020 年，公司拟工农销售板块营业收入较上年变化不大。工业板块方面，主要经营实体有深圳晶华显示器材有限公司等，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，主要经营实体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。

7. 经营效率

从经营效率来看，2020年，公司存货周转次数和总资产周转次数分别为0.21次和0.13次，较上年变化不大。

8. 未来发展

公司发展规划较为可行，深圳市不断推进

的城市更新为公司未来经营提供重要保障。

公司将继续以大湾区为重点，立足深圳，保持稳健经营。公司未来将继续坚持开发销售与持有并重战略，发挥国有企业在资源获取、资金成本、与政府合作上的优势，提升园区运营、物业管理、商业运营、长租公寓运营、项目代建等轻资产运营业务的竞争力。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度合并财务报表，毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）对上述报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2021年1－3月财务数据未经审计。

截至2020年底，公司合并范围主要子公司共41家，合并范围较上年底变化不大，公司财务数据可比性强。

截至2020年底，公司合并资产总额1546.32亿元，所有者权益550.91亿元（含少数股东权益162.66亿元）；2020年，公司实现营业总收入195.44亿元，利润总额59.46亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额1531.39 亿元，所有者权益 534.35 亿元（含少数股东权益 168.69 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 59.13 亿元，利润总额 16.18亿元。

2. 资产质量

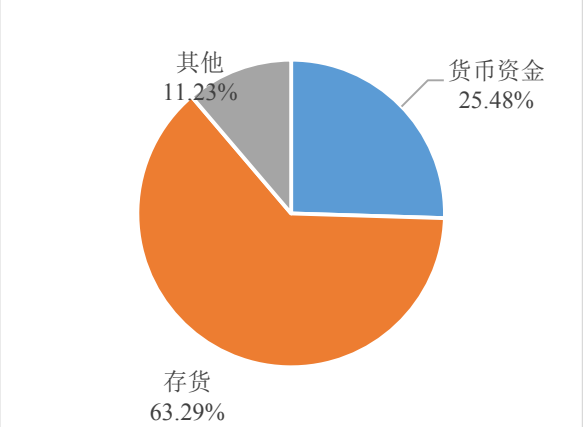
跟踪期内，公司资产规模有所增长，流动资产中存货占比大；地产存货区位分布较好，公司投资的相关金融资产增值情况较好，长期股权投资收益佳，投资性房地产具有一定增值空间，资产受限比率低。

截至2020年底，公司合并资产总额1546.32亿元，较上年底增长 11.19%，主要系货币资金和存货增长所致。其中，流动资产占 52.56%，非流动资产占 47.44%。公司资产结构相对均衡，公司流动资产占比较上年有所提升。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 812.75 亿元，较上年底增长 21.94%，主要系货币资金和存货增长所致。

图 3　截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

截至 2020 年底，公司货币资金 207.12 亿元，较上年底增长 17.56%，主要系融资规模扩大所致。

截至 2020 年底，公司存货 514.38 亿元，较上年底增长 26.34%，主要系本期新增置地（广州）项目及东晟时代项目所致。存货主要由在建开发成本（72.86%）构成，累计计提跌价准备 3.92 亿元。公司存货主要位于一二线城市，跌价风险可控，但周转速度受调控政策影响较大。

非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产 733.56 亿元，较上年底增长 1.30%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 34.45%）、亿公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占 7.73%）、长期股权投资（占 13.69%）、投资性房地产（占 19.77%）、无形资产（占 9.83%）构成。

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 252.70 亿元，较上年底增长 6.73%，主要系基金资产公允价值增长所致。

截至 2020 年底，公司长期股权投资 100.41

亿元，较上年底增长 8.99%，公司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。2020 年，公司权益法核算的投资收益 10.43 亿元。

截至 2020 年底，公司投资性房地产 145.05 亿元，较上年底下降 3.20%，公司投资性房地产全部按成本计量，具有一定增值空间。

公司无形资产以高速公路收费运营权为主，较上年变化不大。

截至 2020 年底，公司受限资产总额 123.40 亿元，受限比例 7.98%。公司受限货币资金账面金额为 22.51 亿元，受限应收账款账面金额为 0.35 亿元，受限存货账面金额为 32.05 亿元，受限投资性房地产账面金额为 5.33 亿元，受限固定资产账面金额 2.22 亿元，受限无形资产账面价值 60.95 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1531.39 亿元，较上年底下降 0.97%，较上年底变化不大。其中，流动资产占 53.98%，非流动资产占 46.02%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，其他综合收益与未分配利润占比高，公司权益稳定性较低。

截至 2020 年底，公司所有者权益 550.91 亿元，较上年底增长 9.75%，主要系其他综合收益增长及未分配利润增长所致。其他综合收益变动主要系可供出售金融资产公允价值损益变动所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 70.47%，少数股东权益占比为 29.53%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 7.13%、6.65%、29.06%、5.51%和 22.12%。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 534.35 亿元，较上年底下降 3.01%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 68.43%，少数股东权益占比为 31.57%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 7.35%、6.35%、24.92%、5.16%和 24.65%。

负债

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，整体债务负担适中。

截至2020年底，公司负债总额995.41亿元，较上年底增长12.01%。其中，流动负债占61.55%，非流动负债占38.45%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至2020年底，公司流动负债612.65亿元，较上年底增长6.62%。公司流动负债主要由短期借款（占11.89%）、应付账款（占6.11%）、预收款项（占30.41%）、应交税费（占16.45%）、其他应付款（合计）（占11.94%）、一年内到期的非流动负债（占15.50%）、其他流动负债（占6.53%）构成。

截至2020年底，公司短期借款72.82亿元，较上年底增长29.23%，主要系本期增加低成本借款所致。

预收款项主要由预售房款构成，截至2020年底，公司预收款项186.32亿元，较上年底增长3.02%。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债94.93亿元，较上年底增长0.88%，较上年底变化不大。

截至2020年底，公司其他流动负债40.00亿元，较上年底下降20.00%，主要系偿还超短期融资券所致。

截至2020年底，公司非流动负债382.76亿元，较上年底增长21.87%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占54.53%）、应付债券（占20.88%）、递延所得税负债（占16.72%）构成。

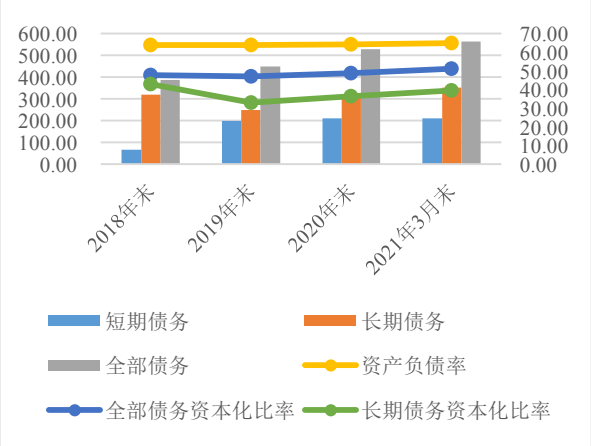
截至2020年底，公司长期借款208.70亿元，较上年底增长9.41%，公司长期借款主要为信用借款。

截至2020年底，公司应付债券79.93亿元，

较上年底增长63.26%，主要系发行中期票据所致。

截至2021年3月底，公司负债总额997.05亿元，较上年底增长0.16%，较上年底变化不大。其中，流动负债占58.66%，非流动负债占41.34%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年底变化不大。

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 2020 年底，公司全部债务 528.13 亿元，较上年底增长 17.33%，主要系发行债券所致。债务结构方面，短期债务占 40.02%，长期债务占 59.98%。其中，短期债务 211.36 亿元，较上年底增长 5.44%；长期债务 316.78 亿元，较上年底增长 26.87%。从债务指标来看，截至 2020 年底，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 64.37%、48.94%和 36.51%，较上年底分别提高 0.47 个百分点、提高 1.67 个百分点和提高 3.29 个百分点。公司债务负担适中。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 564.40 亿元，较上年底增长 6.87%。债务结构变化不大。从债务指标来看，截至 2021 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 65.11%、51.37%和 39.74%，较上年底分别提高 0.73 个百分点、提高 2.42 个百分点和提高 3.23 个百分点。

4. 盈利能力

公司营业收入随房地产业务结转规模增长，投资收益对利润贡献大但可持续性不强，公司整体盈利能力较强。

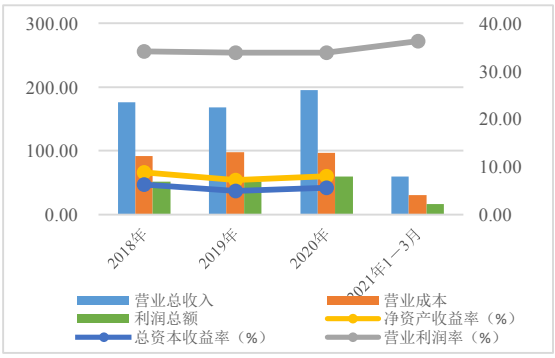
2020 年，公司实现营业总收入 195.44 亿元，同比增长 16.42%，主要系结转规模增长所致；营业成本 96.89 亿元，同比下降 1.00%，公司利润总额同比增长 14.44%。

2020 年，公司费用总额为 29.61 亿元，同比增长 14.61%，主要系公司融资规模扩大、财务费用增长所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 11.50%、46.27%、1.51%和 40.72%，以财务费用为主。其中，销售费用为 3.41 亿元，同比下降 5.62%；管理费用为 13.70 亿元，同比增长 4.16%；研发费用为 0.45 亿元，同比下降 4.97%；财务费用为 12.06 亿元，同比增长 40.13%，主要系公司融资规模增长所致。2020 年，公司期间费用率为 15.15%，较上年变化不大。公司费用控制能力一般。

2020 年，公司实现投资收益 31.15 亿元，同比增长 51.07%，主要系本期收到恒大地产 2018 年及 2019 年度分配股利所致，投资收益占营业利润比重为 51.31%，对营业利润影响大。

公司营业利润率为 33.87%，较上年提高 0.05 个百分点；2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.62%、8.00%，较上年分别提高 0.66 个百分点、提高 0.79 个百分点。公司整体盈利能力仍较强。

图 5 近年来公司盈利水平



资料来源：公司财务报告

2021 年 1—3 月，受益于地产项目结转收入增长，公司实现营业总收入 59.13 亿元，同比增长 114.13%；利润总额同比增长 80.54%；营业利润率为 36.24%。

5. 现金流

2020 年，受规模扩张影响，公司经营活动现金净流入转为净流出。公司投资活动现金净流出转为净流入。公司融资规模增长，筹资活动现金净流入规模显著增长。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 216.08 亿元，同比下降 2.28%，同比变化不大；经营活动现金流出 239.75 亿元，同比增长 29.58%，主要系 2020 年公司加大规模扩张所致。2020 年，公司经营活动现金净流出 23.67 亿元，公司经营活动现金净流入转为净流出。

从投资活动来看，2020 年，受收回投资及投资支付的现金波动及取得投资收益收到的现金增长影响，公司投资活动现金净流出转为净流入。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额为 -10.89 亿元。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 366.88 亿元，同比增长 85.86%，主要系借款增长及公司发行债券所致；筹资活动现金流出 322.13 亿元，同比增长 78.62%，主要系债务偿还增长所致。2020 年，公司筹资活动现金净流入 44.74 亿元，同比增长 162.40%。

表 11　公司近年来现金流量情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	197.25	221.12	216.08	101.91
经营活动现金流出小计	189.79	185.02	239.75	100.81
经营活动现金流量净额	**7.46**	**36.11**	**-23.67**	**1.10**
投资活动现金流入小计	13.20	18.77	89.94	8.19
投资活动现金流出小计	24.84	37.96	77.16	16.46
投资活动现金流量净额	**-11.64**	**-19.19**	**12.78**	**-8.26**
筹资活动前现金流量净额	**-4.18**	**16.91**	**-10.89**	**-7.16**
筹资活动现金流入小计	190.93	197.39	366.88	57.20
筹资活动现金流出小计	216.88	180.34	322.13	29.45
筹资活动现金流量净额	**-25.95**	**17.05**	**44.74**	**27.75**

资料来源：公司提供

2021 年 1—3 月，公司经营活动现金净额 1.10 亿元；投资活动产生的现金流净额为-8.26 亿元；筹资活动产生的现金流净额 27.75 亿元。

6. 偿债能力

公司整体偿债指标良好，融资渠道畅通。

截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 115.99%和 45.14%分别提高至 132.66%和提高至 48.70%。2020 年，公司经营现金流动负债比率为-3.86%。

截至 2020 年底，公司现金短期债务比由上年底的 0.94 倍提高至 1.03 倍，考虑公司货币资金充裕，公司短期偿债指标良好。

2020 年，公司 EBITDA 为 84.16 亿元，同比增长 19.36%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 6.27%）、计入财务费用的利息支出（占 19.73%）、利润总额（占 70.66%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 3.77 倍提高至 4.14 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 6.38 倍下降至 6.28 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力较好。

截至 2021 年 3 月底，公司共获得银行授信 1404 亿元，其中未使用额度 954 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司核心子公司深圳控股（00604.HK）为香港上市公司，子公司沙河股份（000014.SZ）为 A 股上市公司。公司具备直接融资渠道。

截至 2021 年 3 月底，公司合并口径无对外无产权关系企业担保事宜，对参股企业担保余额 39.46 亿元，担保比率 7.38%，代偿风险较小。

未决诉讼方面，公司重大未决诉讼主要系深圳科技工业园（集团）有限公司与交通银行股份有限公司深圳分行的纠纷案，截至 2020 年底，该案仍在审理中，深圳科技工业园（集团）有限公司已计提带返还购房款 0.07 亿元、计提利息 0.09 亿元、并针对赔偿款及其他费用计提预计负债 0.30 亿元。

7. 母公司分析

公司母公司口径收入规模很小，不直接进行地产开发项目和运营项目，盈利主要来自投资收益。公司本部与子公司资金往来密切，对子公司控制力和再融资能力强，母公司偿债能力很强。

截至 2020 年底，母公司资产总额 512.53 亿元，较上年底增长 7.37%。其中，母公司流动资产主要由货币资金和其他应收款构成，母公司其他应收款主要为应收子公司的资金往来。母公司非流动资产主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成，母公司可供出售金融资产主要为中国平安的股票，按公允价值计量，波动幅度较大。母公司长期股权投资主要为对子公司的投资。

截至 2020 年底，母公司全部债务 152.39 亿元，主要为长期债务。截至 2020 年底，母公司全部债务资本化比率 39.12%，母公司债务负担适宜。截至 2020 年底，母公司现金短债比为 0.44 倍。

截至 2020 年底，母公司所有者权益为 237.20 亿元，较上年底增长 2.49%，母公司所有者权益主要由其他综合收益构成；母公司其他综合收益为可供出售金融资产公允价值变动损益。

公司本部为控股平台，主要为管理职能，营业收入规模很小，利润主要来自投资收益，本部承担一部分统筹融资职能，财务费用对利润形成一定侵蚀。2020 年，母公司营业总收入为 0.01 亿元，营业收入为 0.00 亿元，利润总额为 9.61 亿元。同期，母公司投资收益为 13.89 亿元。

现金流方面，2020 年，母公司经营活动现金流净额为-0.03 亿元，投资活动现金流净额-45.19 亿元，筹资活动现金流净额 15.23 亿元。

截至 2020 年底，母公司资产占合并口径的 33.15%；母公司负债占合并口径的 27.66%；母公司全部债务占合并口径的 28.86%；母公司所有者权益占合并口径的 43.06%。2020 年，母公司营业总收入占合并口径的 0.00%；母公司利润总额占合并口径的 16.16%。

8. 同行业对比

公司在所选取的对比企业中，公司整体经营效率尚可，盈利能力较强。

表 12　2020 年公司同行业对比情况（单位：%）

公司名称	公司	北京城建投资发展股份有限公司	上海陆家嘴（集团）有限公司
企业性质	国企	国企	国企
总资产周转率	0.13	0.11	0.18
存货周转率	0.21	0.11	0.20
销售毛利率	50.43	33.16	61.81
净资产收益率	7.50	4.82	10.59
总资产报酬率	4.81	2.00	6.77

注：为了便于对比，上表公司相关数据均来自 Wind
数据来源：Wind

9. 存续期内债券偿还能力

总体看，公司现金类资产对一年内到期的债券保障能力很强。

表 13　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

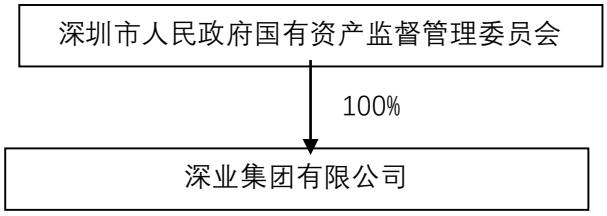
项 目	2020 年
本年度剩余应到期债券余额	20
未来待偿债券本金峰值	70
现金类资产/一年内到期债券余额	12.06
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	10.80
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	4.21

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

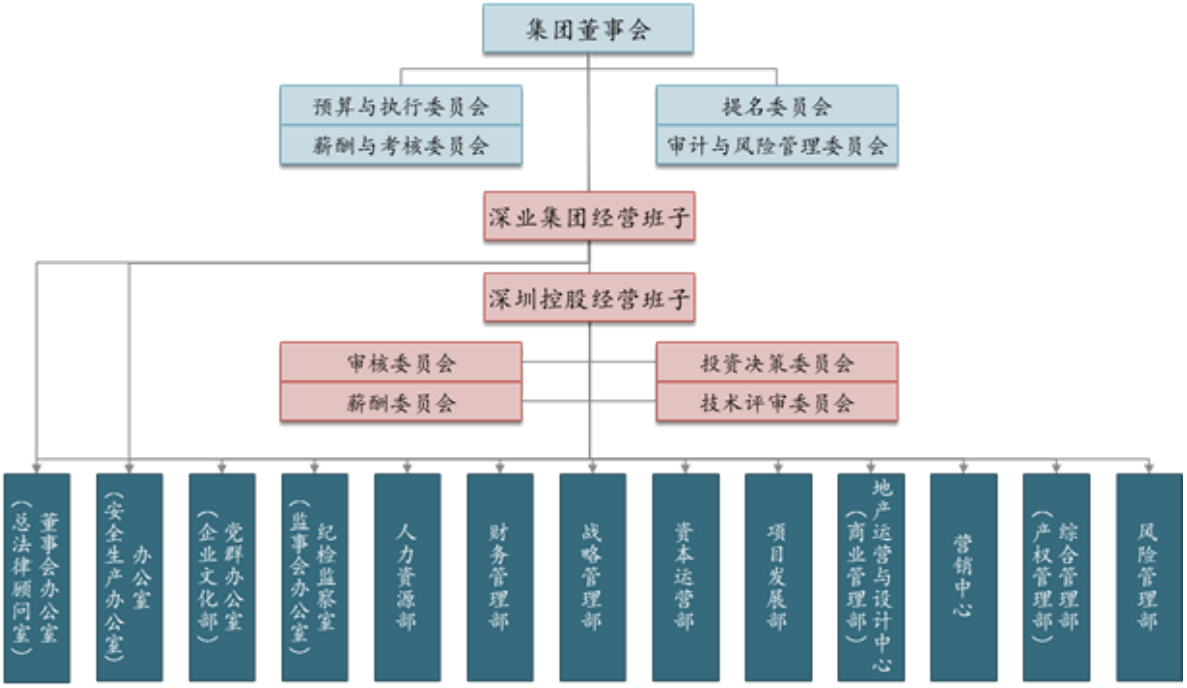
九、结论

综合评估，联合资信确定维持深业集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 深业集 MTN001”“19 深业 MTN001”“20 深业 MTN001”“20 深业 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2021 年 3 月公司组织架构图



附件 1-3　截至 2020 年底公司合并范围内主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	币种	注册资本	持股比例	表决权比例
深圳控股有限公司	香港	香港	投资控股	港币	2191027 万元	63.18%	63.18%
深业（集团）有限公司	香港	香港	投资控股	港币	314450 万元	100.00%	100.00%
深业置地有限公司	中国大陆	中国大陆	房地产开发	人民币	180760 万元	63.18%	100.00%
深业南方地产（集团）有限公司	中国大陆	中国大陆	房地产开发	人民币	170250 万元	63.18%	100.00%
深业资本（深圳）有限公司	中国大陆	中国大陆	投资管理	人民币	150000 万元	100%	100%
深业（沈阳）投资集团有限公司	中国大陆	中国大陆	房地产开发及投资以及运输站管理	人民币	120000 万元	59.01%	93.39%
深业鹏基（集团）有限公司	中国大陆	中国大陆	物业投资及发展	人民币	103205 万元	63.18%	100%
深业泰然（集团）股份有限公司	中国大陆	中国大陆	房地产开发	人民币	80000 万元	47.42%	75.05%
深圳市科之谷投资有限公司	中国大陆	中国大陆	投资业务、信息咨询、酒店经营及管理、房地产开发、经营	人民币	78453 万元	63.18%	100%
沙河实业股份有限公司	中国大陆	中国大陆	房地产开发	人民币	20170 万元	34.02%	34.02%

资料来源：公司审计报告

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	上林苑项目	已签订土地合同	商业、办公、公寓	0.80	0.60	7.3	6.17
3	信宏城更新项目	已签订土地合同	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）	已签订土地合同	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		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	已签订土地合同			1.18	4.0	7.55
24	深业进智现代物流分拨中心三期	已签订土地合同		2.57	1.55	7.0	13.02
25	深业进智现代物流分拨中心四期（笋岗片区）	规划申报阶段			0.20	6.0	1.41
合计				**78.19**	**59.10**	**--**	**521.43**

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 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	142.34	188.46	217.40	241.16
资产总额（亿元）	1175.40	1390.67	1546.32	1531.39
所有者权益合计（亿元）	422.89	501.96	550.91	534.35
短期债务（亿元）	68.45	200.45	211.36	212.04
长期债务（亿元）	320.02	249.69	316.78	352.35
全部债务（亿元）	388.47	450.14	528.13	564.40
营业收入（亿元）	175.73	167.87	195.44	59.13
利润总额（亿元）	51.62	51.96	59.46	16.18
EBITDA（亿元）	71.12	70.51	84.16	--
经营性净现金流（亿元）	7.46	36.11	-23.67	1.10
财务指标				
销售债权周转次数（次）	32.51	24.96	25.11	--
存货周转次数（次）	0.24	0.25	0.21	--
总资产周转次数（次）	0.15	0.13	0.13	--
现金收入比（%）	101.40	120.89	95.27	94.20
营业利润率（%）	34.17	33.81	33.87	36.24
总资本收益率（%）	6.21	4.96	5.62	--
净资产收益率（%）	8.84	7.20	8.00	--
长期债务资本化比率（%）	43.08	33.22	36.51	39.74
全部债务资本化比率（%）	47.88	47.28	48.94	51.37
资产负债率（%）	64.02	63.90	64.37	65.11
流动比率（%）	151.07	115.99	132.66	141.34
速动比率（%）	50.25	45.14	48.70	53.06
经营现金流动负债比（%）	1.92	6.28	-3.86	--
现金短期债务比（倍）	2.08	0.94	1.03	1.14
EBITDA 利息倍数（倍）	3.46	3.77	4.14	--
全部债务/EBITDA（倍）	5.46	6.38	6.28	--

注：2021 年 1－3 月财务数据未经审计；其他应付款有息部分计入短期债务核算、其他流动负债券纳入短期债务核算；其他非流动负债的有息部分纳入长期债务核算

附件 3-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	12.32	55.23	22.21	57.59
资产总额（亿元）	332.75	477.37	512.53	508.83
所有者权益（亿元）	179.64	231.45	237.20	216.73
短期债务（亿元）	6.84	63.40	50.57	51.39
长期债务（亿元）	90.34	48.95	101.83	122.84
全部债务（亿元）	97.18	112.36	152.39	174.23
营业收入（亿元）	0.00	0.00	0.01	0.00
利润总额（亿元）	2.53	2.35	9.61	-0.99
经营性净现金流（亿元）	-0.92	-1.04	-0.03	-0.27
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	0.00	0.00	0.00	--
营业利润率（%）	*	*	*	--
净资产收益率（%）	1.41	1.01	4.05	--
长期债务资本化比率（%）	33.46	17.46	30.03	36.18
全部债务资本化比率（%）	35.10	32.68	39.12	44.56
资产负债率（%）	46.01	51.52	53.72	57.41
流动比率（%）	279.99	85.18	128.50	144.61
速动比率（%）	279.99	85.18	128.50	144.61
经营现金流动负债比（%）	-3.36	-0.73	-0.02	--

注：母公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计；部分指标计算无实际意义，以“*”列示

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-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

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 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。

附件 5-3 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

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；并非且不应被视为购买、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。