



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪253号

重庆龙湖企业拓展有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“重庆龙湖企业拓展有限公司2015年公司债券（第一期）”、“重庆龙湖企业拓展有限公司2015年公司债券（第二期）”和“重庆龙湖企业拓展有限公司2015年公司债券（第三期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持上述债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一六年六月二十日

重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第一期、第二期、第三期）跟踪评级报告（2016）

债券名称	重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第一期）		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2015/07/07-2020/07/06		
上次评级时间	2015/05/28		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期）		
发行规模	人民币 40 亿元，其中品种一发行规模为 20 亿元，品种二发行规模为 20 亿元		
存续期限	品种一：2015/07/27-2020/07/26，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/07/27-2018/07/26 品种二：2015/07/27-2022/07/26，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/07/27-2020/07/26		
上次评级时间	2015/07/20		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第三期）		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2015/10/30-2022/10/29		
上次评级时间	2015/10/19		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望：稳定
	主体级别	AAA	

基本观点

2015 年，在房地产行业政策宽松和城市日益分化的背景下，重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“龙湖拓展”或“公司”）继续坚持稳健的发展策略，聚焦一线和核心二线城市，区域竞争力和品牌优势强化；加之 2015 年公司商业可出租面积增加，出租情况表现很好，对其利润总额形成很好补充；此外，公司秉持严格的融资管理策略，使得其 2015 年财务结构趋于更加稳健。同时，中诚信证评也关注到公司烟台土地储备规模较大可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持龙湖拓展主体信用等级 AAA，维持“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第一期）”、“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期）”和“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第三期）”信用等级 AAA，评级展望为稳定。

正 面

- 持续在核心城市保持明显的区域竞争优势。截至 2015 年末，公司进入全国 24 个一线及核心二线城市，在所进入的城市均取得较好的销售业绩，使其市场影响力和品牌竞争力得以强化，同时重点分散且持续深耕的区域布局有助于公司抵御区域性风险。
- 商业物业规模化凸显。在进行住宅房地产开发的同时，公司进行商业物业的投资运营，截至 2015 年末公司自持出租的商业物业已达 133.53 万平方米，实现年租金收入 13.06 亿元，已成为公司利润的重要贡献点。
- 财务结构更加稳健。得益于公司始终秉持稳健发展的策略、继续执行严格的融资管理政策，2015 年末公司的资产负债率及净负债率较上年继续下降，处于行业内较低水平，且付息债务期限结构亦得到进一步优化，财务结构更加趋于稳健。

概况数据

龙湖拓展	2013	2014	2015
所有者权益 (亿元)	392.85	474.39	596.02
总资产 (亿元)	1,158.94	1,289.94	1,425.38
总债务 (亿元)	208.04	270.55	292.91
营业总收入 (亿元)	392.73	495.89	412.64
营业毛利率 (%)	34.30	31.58	32.57
EBITDA (亿元)	87.24	124.65	120.76
所有者权益收益率 (%)	16.66	19.31	15.48
资产负债率 (%)	66.10	63.22	58.19
净负债率 (%)	23.63	28.91	25.34
总债务/EBITDA (X)	2.38	2.17	2.43
EBITDA 利息倍数 (X)	6.49	7.68	7.53

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

关 注

- 烟台土地储备规模较大。截至 2015 年末，公司在烟台权益后的土地储备建筑面积 654.6 万平方米，占比将近三分之一，在烟台房地产呈现量涨价跌的情况下，需对后续的开发及销售情况保持关注。

分 析 师

姜天璇 txgong@ccxr.com.cn

解晓婷 xtxie@ccxr.com.cn

Tel: (021)51019090

Fax: (021)51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 6 月 20 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

募集资金使用情况

重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第一期）（5 年期，证券代码：122390，简称：15 龙湖 01）于 2015 年 7 月 9 日发行结束，实际发行规模为人民币 20 亿元，最终票面利率为 4.60%。重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期）于 2015 年 7 月 28 日发行结束，实际发行规模为人民币 40 亿元，分为两个品种；其中品种一（5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，证券代码：122409，简称：15 龙湖 02）最终发行规模为 20 亿元，票面利率为 3.93%；品种二（7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，证券代码：122410，简称：15 龙湖 03）最终发行规模为 20 亿元，票面利率为 4.20%。重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第三期）（7 年期，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，证券代码：136019，简称：15 龙湖 04）于 2015 年 11 月 3 日发行结束，实际发行规模为人民币 20 亿元，最终票面利率为 4.08%。上述债券均为每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。其中，15 龙湖 01 募集总额人民币 20 亿元，重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“龙湖拓展”或“公司”）已按照募集说明书上列明的用途使用完毕；15 龙湖 02 募集总额人民币 20 亿元，龙湖拓展已按照募集说明书上列明的用途使用；15 龙湖 03 募集总额人民币 20 亿元，龙湖拓展已按照募集说明书上列明的用途使用；15 龙湖 04 募集总额人民币 20 亿元，龙湖拓展已按照募集说明书上列明的用途使用。

基本分析

2015 年，在宽松的政策环境带动下，房地产行业整体呈现筑底回暖态势，但房地产开工面积和房地产投资增速依然低位徘徊，待售面积仍居高不下，房地产市场区域分化严重，行业集中度持续上升

2015 年在多重政策效应叠加影响下，我国房地产市场整体呈现筑底回暖态势。根据国家统计局数

据显示，2015 年全国商品房销售面积与销售额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5%和 14.4%。截至 2015 年末，全国 100 个城市（新建）住宅均价为 10,980 元/平方米，环比上涨 0.74%，同比上涨 4.15%，是百城价格指数环比、同比连续第 5 个月双涨。与此同时，在去库存的大环境下，房企对行业中长期发展保持谨慎态度，房地产开发投资速度继续下降，以房地产企业新开工面积和土地购置面积为代表的房地产开发指标均在不同程度上延续了下降趋势。2015 年，全国房地产开发投资 95,979 亿元，名义同比增长 1.0%，增速比 1~11 月回落 0.3 个百分点，增速继续下行；房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。2015 年房地产开发企业土地购置面积 22,811 万平方米，同比下降 31.7%；同期，土地成交价款 7,622 亿元，下降 23.9%。

房地产投资速度放缓，同时销售回暖，使得房地产市场供需差有所收窄，但受前期投资和建设规模高速增长影响，短期内政策层面的支持依旧难以扭转库存加大的局面。截至 2015 年末，商品房待售面积 71,853 万平方米，同比增长 15.58%，增速较上年收窄 10.54 个百分点，其中，住宅待售面积增加 1,155 万平方米，办公楼待售面积增加 128 万平方米，商业营业用房待售面积增加 458 万平方米。同时，中诚信证评也关注到，房地产区域市场分化严重，一线城市和二线热点城市出现量价齐升的局面，同时一般二线城市以及三四线城市去库存压力继续加大，价格亦难以上行，应关注房地产市场去化情况的区域差异。

房地产政策方面，2015 年“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。中央及地方各级政府从供应端实施“有供有限”，从源头控制商品房供应；同时各管理部门及职能机构从需求端入手，降首付、降利率、减税费、予补贴、放宽公积金贷款政策、取消限购等多手段并施。具体来看，“调供应”方面，2015 年 3 月底，国土部、住建部联合发文，要求各地对土地供应有供、有限，调节结构性过剩矛盾。“促需求”方面，第一，通过降首付、减税费、予补贴明显提振了改善型需求。中

央多部委分别于 2015 年 3 月和 9 月两次发文下调购房首付比例，并于同年 3 月下调营业税年限以及 2016 年 2 月财政部发文调减营业税；各级政府亦在税费减免、财政补贴、提高普通住宅标准等方面多管齐下刺激需求入市。第二，公积金政策频出提振市场需求。仅中央年内出台的房地产调控文件中，有 4 次涉及公积金政策，其中 3 次为出台公积金专项政策，内容涉及下调首套普通住房公积金贷款首付比例和二套房首付比例、放宽住房公积金用途、放宽提取条件、督促各地落实异地贷款业务、放开公积金融资渠道等。第三，央行降准降息降低购房成本和难度。2015 年内先后经历了 5 次降息和 5 次降准，基准利率降至历史最低水平，为市场营造宽松的资金环境。第四，取消限外、鼓励农民进城以及全面二胎政策将成为购房需求新增长点，均将有助于房地产市场需求长效调节机制的稳定。

从行业集中度来看，据克而瑞信息集团联合中国房地产测评中心发布的《2015 年中国房地产企业销售 TOP100 排行榜》显示，2015 年全国行业排名前 20 房企集中度同比增加 0.03 个百分点至 22.82%；TOP50 房企则从 31.15% 上升至 31.74%，小幅增加了 0.59 个百分点；TOP100 房企则大幅增加 1.86 个百分点至 39.64%。从行业发展趋势来看，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业和具有独特优势的房地产公司能够在整合中占据优势和主动地位，通过兼并收购等方式逐步扩大市场份额，综合实力将有望得到进一步提升，行业集中度将持续上升。

龙湖拓展始终坚持稳健的发展策略，聚焦一线和核心二线城市，2015 年在所进入的城市取得较好的销售业绩，区域竞争优势得以保持

作为龙湖地产有限公司（0960.HK）（以下简称“龙湖地产”）在境内的最主要运营平台，龙湖拓展专注于在境内一线及核心二线城市从事房地产住宅开发及商业物业投资运营。在房地产政策宽松和城市日益分化的背景下，2015 年公司继续坚持稳健的发展策略，深耕重点布局的城市，区域竞争优势明显。其中，2015 年龙湖地产在重庆实现销售金

额 92.55 亿元，在北京实现销售金额 71.51 亿元，在杭州实现销售金额 53.44 亿元，在上海实现销售金额 44.38 亿元，在成都实现销售金额 38.73 亿元，在上述城市的销售金额排名继续靠前。

从项目运作情况看，龙湖拓展根据房地产市场环境变化及其自身情况，持续推进产品升级换代、实施城市和客户的细分深入研究，提升产品的市场竞争力。2015 年龙湖拓展新开工面积为 369.80 万平方米，竣工面积为 392.30 万平方米，较上年均有所下降。截至 2015 年末，公司拥有 52 个在建项目，在建面积合计约 818.50 万平方米，为其未来持续增长提供了较好保障。

表 1：2013~2015 年公司开工及竣工情况

单位：万平方米

	2013	2014	2015
开（复）工面积	1,004.20	892.38	818.50
新开工面积	488.68	338.31	369.80
竣工面积	503.01	520.93	392.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司坚持“去库存”的发展策略，把握市场销售机会，同时不断优化产品结构，在维持销售业绩的同时，实现了销售均价的上涨。2015 年公司实现合同销售面积 316.63 万平方米，合同销售金额为 422.45 亿元，较上年略有下滑。销售均价方面，得益于公司不断优化区域布局和产品结构，近年销售均价由 2013 年的 11,392 元/平方米提高至 2015 年的 13,342 元/平方米。从销售区域分布来看，2015 年公司房地产业务销售收入主要来自于北京、杭州、重庆、成都、上海、南京及青岛等城市，占比分别为 18.63%、12.34%、9.06%、8.56%、6.63%、6.40% 和 4.97%。

表 2：2013~2015 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元

指标	2013	2014	2015
销售面积	371.35	395.77	316.63
销售金额	423.03	429.29	422.45
结算面积	374.02	394.40	376.30
结算金额	375.37	474.47	385.81

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受公司谨慎投资及更多采取合作模式开发的影响，2015 年以来公司结算业绩有所下降。其中，2015 年公司实现结算面积 376.30 万平方米，同比

下滑 4.59%；结算收入 385.81 亿元，同比下滑 18.69%；结算均价为 10,253 元/平方米，亦较 2014 年（12,030 元/平方米）有所减少，但较 2013 年（10,036 元/平方米）有所回升。从结算区域分布来看，公司 2015 年的收入贡献区域主要为重庆、上海、浙江及成都等，占比分别为 18.44%、12.53%、11.23%和 10.78%。

表 3：2013~2015 年公司结算收入及占比区域分布情况

单位：亿元、%

区域	2013		2014		2015	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
重庆	100.77	26.84	50.21	10.58	71.13	18.44
成都	57.18	15.23	40.22	8.48	41.60	10.78
西安	26.15	6.97	35.33	7.45	16.06	4.16
北京	64.78	17.26	131.24	27.66	27.81	7.21
上海	27.04	7.20	27.26	5.74	48.30	12.52
苏南	42.55	11.33	41.93	8.84	19.44	5.04
浙江	19.35	5.16	58.53	12.34	43.31	11.23
沈阳	6.46	1.72	16.49	3.48	13.25	3.43
山东	19.43	5.18	51.57	10.87	15.45	4.01
其他	11.67	3.11	21.68	4.57	89.4	23.18
合计	375.37	100.00	474.47	100.00	385.81	100.00

注：苏南区域为无锡、常州等，浙江区域为杭州、宁波等，山东区域为济南、青岛、烟台等；

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司商业物业运营逐渐成熟，2015 年末公司自持出租的商业物业已达 133.53 万平方米，实现年租金收入 13.06 亿元，成为公司利润的重要贡献点

公司实行“住宅+商业”的开发运营模式，目前已有十余年的商业物业开发运营经验，形成了都市型购物中心“天街”、社区型购物中心“星悦荟”和中高端家居生活购物中心“家悦荟”三个品牌系列，满足了不同区域和客户群体的购物需求。截至 2015 年末，公司已开业的主要商业地产项目共计 16 个，商场面积合计为 133.53 万平方米，整体出租率维持在 95%以上，2015 年度实现租金收入 13.06 亿元，同比增幅达到 49.60%；其中主推的天街系列产品租金收入占比为 85%，较上年继续上涨 2 个百分点；同年公司租赁业务毛利润为 10.06 亿元，占同期公司营业毛利润的比重为 7.48%，较上年继续提升 3.10 个百分点，成为利润的重要贡

献点另截至 2015 年末，公司在建及拟建的商业物业共计 7 个，规划建筑面积 86.11 万平方米，预计将于 2016~2018 年内陆续开业运营，为公司未来商业物业的持续发展提供较好的支撑。

表 4：截至 2015 年末公司商业物业中天街系列运营情况

单位：万平方米、万元

项目名称	规划建筑面积	租金收入	出租率
重庆北城天街	12.08	3.88	100.0
重庆西城天街	7.60	1.52	99.1
重庆时代天街 1 期	16.02	2.30	95.9
重庆时代天街 2 期	15.45	0.79	92.1
成都北城天街	21.55	0.94	86.6
成都时代天街 1 期	6.20	0.21	87.2
北京长楹天街	22.13	1.83	91.8
成都金楠天街	9.16	0.18	92.9
合计	110.19	11.65	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：截至 2015 年末公司在建及拟建商业物业情况

单位：万平方米

项目名称	规划建筑面积	开工时间	预计开业时间
北京时代天街	15.40	2014 年	2016 年
上海虹桥天街	17.05	2014 年	2016 年
重庆时代天街三期	7.41	2014 年	2016 年
重庆源著二期	9.33	2014 年	2017 年
杭州滨江天街	19.06	2015 年	2017 年
重庆 U 城天街	15.81	2015 年	2017 年
常州龙城天街	10.24	2014 年	2018 年
合计	86.11	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2015 年公司新增项目主要集中于一线及强二线城市，且更多采取联合拿地的方式获取热门城市的优质项目

土地储备方面，近年来公司紧跟房地产市场格局的变化，实行稳健的发展战略，投资重心始终聚集于一线及二线核心城市。2015 年公司新增 24 个项目，较前两年增加较多；新增土地储备权益建筑面积 279 万平方米，主要系以联合拿地方式获取的项目，该等项目主要集中于北京、杭州及南京等热门城市。截至 2015 年末，公司土地储备建筑面积 2709.4 万平方米，权益后的建筑面积合计 2362.5 万平方米，与其销售及开工速度相比，公司土地储备规模相对较大，或对其资金造成一定占用。具体城

市来看，截至 2015 年末公司在烟台权益后的土地储备建筑面积 654.6 万平方米，占比 27.7%，在 2015 年烟台市房地产市场出现量涨价跌的情况下，需对其后续的开发销售情况保持关注。

表 6：2013~2015 年公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元

	2013	2014	2015
新增项目	10	15	24
新增土地储备权益建筑面积	275	299	279
土地均价	2,050	2,363	3,165

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 7：截至 2015 年末公司土地储备分布情况

单位：万平方米

地区	城市	总建筑面积	所占比例	权益建筑面积	所占比例
环渤海地区	北京	165.2	6.1%	69.9	3.0%
	沈阳	165.9	6.1%	161.0	6.8%
	青岛	62.1	2.3%	62.1	2.6%
	烟台	654.6	24.2%	654.6	27.7%
	济南	35.3	1.3%	35.3	1.5%
	大连	74.5	2.7%	41.0	1.7%
	小计	1,157.7	42.7%	1,024.0	43.3%
华中地区	长沙	86.5	3.2%	86.5	3.7%
	小计	86.5	3.2%	86.5	3.7%
西部地区	重庆	171.9	6.3%	158.4	6.7%
	成都	224.3	8.3%	191.2	8.1%
	西安	141.7	5.2%	141.7	6.0%
	玉溪	79.0	2.9%	79.0	3.3%
	小计	616.9	22.8%	570.3	24.1%
长江三角洲地区	上海	83.6	3.1%	69.2	2.9%
	无锡	84.8	3.1%	84.8	3.6%
	常州	87.1	3.2%	87.1	3.7%
	杭州	161.4	6.0%	113.1	4.8%
	绍兴	17.6	0.7%	17.6	0.7%
	宁波	26.0	1.0%	22.4	0.9%
	苏州	21.7	0.8%	10.9	0.5%
	南京	92.3	3.4%	62.6	2.6%
	小计	574.5	21.2%	467.5	19.8%
华南地区	厦门	69.7	2.6%	34.8	1.5%
	泉州	132.6	4.9%	132.6	5.6%
	广州	34.9	1.3%	17.5	0.7%
	佛山	36.6	1.4%	29.3	1.2%
	小计	273.8	10.1%	214.2	9.1%
合计		2,709.4	100.0%	2,362.5	100.0%

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，经过多年稳健持续的发展，目前公司房地产开发具有显著的区域集聚和品牌优势。此外，近年公司商业地产业务规模亦稳步增长，自持物业出租情况很好，对其业绩保持具有较强的补充作用。但同时中诚信证评也关注到，目前公司相对较大的土地储备规模或对其资金造成一定占用并影响资产的周转效率。

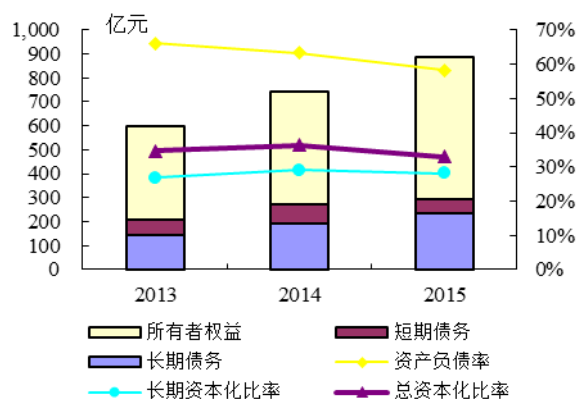
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的 2013 年度、2014 年度及 2015 年度的审计报告。

资本结构

随着房地产开发业务规模的快速扩张，近年来公司资产规模保持较快的增长态势。截至 2015 年末，公司资产总额为 1,425.38 亿元，同比增长 10.50%。同期，得益于公司房地产开发及商业物业运营较强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本，公司所有者权益达到 596.02 亿元，同比增长 25.64%。负债方面，2015 年末公司总负债为 829.36 亿元，同比仅增长 1.69%。受此影响，2015 年末公司财务杠杆比率处于业内较低水平，资产负债率和净负债率分别为 58.19%和 25.34%，同比分别下降 5.04 个百分点和 3.57 个百分点。

图 1：2013~2015 年末公司资产结构



资料来源：公司审计报告、中诚信证评整理

表 8：截至 2015 年末公司与部分房地产上市公司

资本结构比较

单位：亿元、%

公司	总资产	资产负债率	净负债率
万科 A*	6,112.96	77.70	19.30
保利地产*	4,038.33	75.95	115.55
远洋地产	1,481.85	67.48	58.52
中国海外发展*	4,272.37	53.98	7.02
招商蛇口	2,108.99	70.52	13.39
龙湖拓展	1,425.38	58.19	25.34

注：*鉴于万科 A 应付票据均为“商业承兑汇票”，无保证金，而且均不付息，本报告中万科 A“短期债务”及相关指标均不包含“应付票据”；保利地产“短期债务”及相关指标亦不包含“应付票据”；

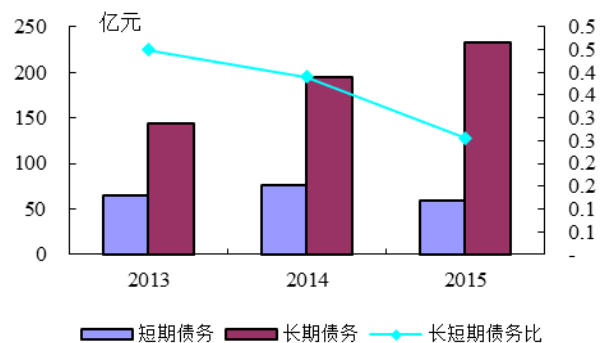
*中国海外发展统计货币单位为港元，且其应付联营公司款项中部分为付息债务，将其调整至短期债务进项相关指标计算

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

资产构成方面，2015 年末公司资产主要由货币资金、其他应收款和存货等流动资产，以及投资性房地产构成，上述科目占比分别为 9.95%、8.84%、46.99%和 25.63%。其中，2015 年末公司其他应收款较上年增加 155.21%至 125.94 亿元，主要系公司增加较多合作开发模式设立合营及联营公司使得往来款增多所致；2015 年末公司投资性房地产较上年增加 25.95%至 365.36 亿元，主要系公司新落成的商业物业及原有商业物业公允价值调增所致。

负债构成方面，2015 年末公司负债主要由预收款项、应付账款及付息债务构成。其中，2015 年末公司预收款项 247.52 亿元，较上年略有下滑；2015 年末公司应付账款 113.52 亿元，较上年有所增加。从付息债务规模来看，得益于公司坚持谨慎稳健的发展及对外融资策略，使得其债务规模上升速度控制较好。截至 2015 年末，公司付息债务为 292.91 亿元，同比增长 8.27%。从债务期限结构看，2015 年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.26 倍，较上年进一步下降，公司付息债务逐渐优化为以长期债务为主，债务期限结构合理。

图 2：2013~2015 年末公司债务结构



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司资产规模及自有资本实力不断提升，负债水平有所下降；且公司付息债务优化为长期债务为主，债务期限结构合理且持续优化，财务结构稳健性好。

流动性

公司资产以流动资产为主，2015 年末公司流动资产规模为 1,031.04 亿元，同比增加 5.95%，占总资产的比例维持在 72%以上。从流动资产的结构来看，流动资产主要由存货和货币资金构成，2015 年末存货和货币资金占流动资产的比重分别为 64.96%、13.76%。

表 9：2013~2015 年末公司流动资产分析

项目	2013	2014	2015
流动资产/总资产	84.81%	75.44%	72.33%
货币资金/流动资产	11.72%	13.71%	13.76%
存货/流动资产	79.49%	74.69%	64.96%
（存货+货币资金）/流动资产	91.21%	88.40%	78.72%

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 10：2015 年末公司与部分房地产上市公司流动资产比较

单位：%

公司	流动资产/ 总资产	货币资金/ 流动资产	存货/ 流动资产
万科 A	84.49	8.70	60.22
保利地产	95.26	9.74	74.94
远洋地产	72.42	22.11	46.72
中国海外发展	79.94	29.99	59.51
招商蛇口	88.47	21.78	65.06
龙湖拓展	72.33	13.76	64.96

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

2015 年末公司存货规模较上年进一步减少 7.85%至 669.78 亿元；其中已完工开发产品、在开发产品和拟开发土地金额占比分别为 12.85%、

79.29%和 6.72%，已完工开发产品占比较上两年基本持平，现房销售压力较小。

表 11：2012~2015 年公司存货结构分析

单位：亿元、%

	2013	2014	2015
存货	781.29	726.87	669.78
存货同比增长率	17.98	-6.97	-7.85
已完工开发产品	106.76	85.54	86.06
已完工开发产品/存货	13.67	11.77	12.85
在开发产品	637.57	490.48	531.04
在开发产品/存货	81.61	67.48	79.29
拟开发土地	29.53	143.21	45.00
拟开发土地/存货	3.78	19.70	6.72

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司坚持对住宅项目实行标准化管理，通过标准化管理提高项目开发的周转速度。2015 年公司存货周转效率和总资产周转效率分别为 0.40 次和 0.30 次，尽管较上年有所下滑，在行业内处于较好水平。

表 12：2012~2015 年公司周转率相关指标

	2013	2014	2015
存货周转率（次/年）	0.36	0.45	0.40
总资产周转率（次/年）	0.36	0.40	0.30

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

从现金获取能力来看，近年公司经营活动净现金流呈现持续净流入状态。2015 年公司经营性现金流净额为 64.03 亿元，其经营活动现金流与短期债务的比为 1.07 倍，受短期债务规模下降的影响，经营活动现金流可对其短期债务的保障持续强化。与此同时，2015 年末公司货币资金/短期债务为 2.38 倍，货币资金对短期债务的覆盖能力进一步增强。

表 13：2013~2015 年公司部分流动性指标

单位：亿元

项目	2013	2014	2015
货币资金	115.22	133.41	141.90
经营活动现金流净额	18.88	70.48	64.03
经营净现金流净额/短期债务	0.29	0.93	1.07
货币资金/短期债务	1.79	1.76	2.38

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，公司经营性现金流净额对短期债务的保障能力较好，同时公司货币资金规模可以对短期债务形成有效覆盖，公司整体资金流动性较强。

盈利能力

公司营业收入主要来源于物业发展、物业投资及物业管理及相关服务收入构成。2015 年公司实现营业收入 412.64 亿元，较上年有所下滑。同期，得益于公司优化产品结构合区域布局，以及商业物业租金收入占比进一步上升，2015 年公司营业毛利率为 32.57%，较上年回升 0.99 个百分点，处于行业内较好水平。

表 14：2012~2015 年公司毛利率分板块情况

业务类型	2013	2014	2015
商品房销售	33.77%	30.88%	31.31%
物业管理	26.99%	26.91%	25.07%
材料销售	8.20%	11.26%	8.51%
租赁	70.09%	78.69%	77.01%
其他	89.23%	83.02%	61.68%
综合	34.30%	31.58%	32.57%

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2015 年公司产生销售费用 7.73 亿元，同比减少 14.72%；管理费用 10.68 亿元，同比增加 11.58%，而得益于较好的融资管控能力，财务费用支出较小。受此影响，2015 年公司期间费用为 16.64 亿元，占同期营业收入的比例为 4.03%，公司对期间费用的把控能力较强。

表 15：2013~2015 年公司期间费用分析

单位：亿元

	2013	2014	2015
销售费用	7.53	9.07	7.73
管理费用	7.63	9.57	10.68
财务费用	-0.59	-0.49	-1.76
三费合计	14.57	18.14	16.64
营业总收入	392.73	495.89	412.64
三费收入占比	3.71%	3.66%	4.03%

数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

表 16：2015 年公司与部分房地产上市公司盈利能力指标

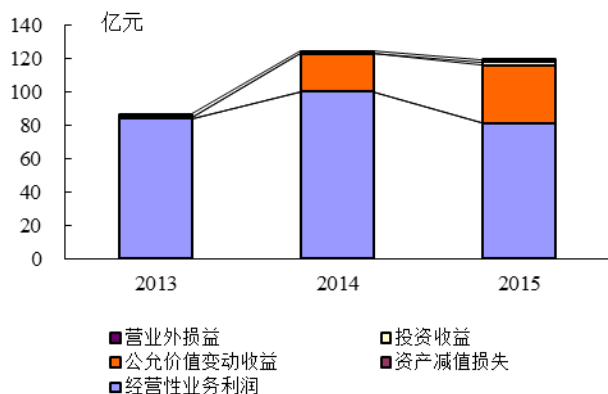
单位：%

公司	营业毛利率	所有者权益收益率
万科 A	29.35	19.04
保利地产	33.20	17.32
远洋地产	20.61	4.67
中国海外发展	33.94	17.32
招商蛇口	37.68	12.94
龙湖拓展	32.57	15.48

资料来源：聚源数据、各公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成及公允价值变动收益构成。2015 年公司经营性业务利润 81.29 亿元，同比减少 18.77%；公允价值变动收益 34.67 亿元，同比增加 52.26%，主要系新的商业物业落成所致。受此影响，2015 年公司净利润为 92.24 亿元，较上年基本持平；所有者权益收益率为 15.48%，较上年下滑 3.83 个百分点。

图 3：2013~2015 年公司利润总额构成



数据来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，尽管 2015 年公司收入规模有所回落，但得益于商业物业租赁较高的获利空间，综合毛利率处于较高水平，加之期间费用控制能力较好，公司经营性盈利能力较强。

偿债能力

从债务规模来看，随着项目开发规模的扩大，公司债务规模持续增长。2015 年末公司总债务为 292.91 亿元，其中短期债务仅为 59.62 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.26 倍，短期集中偿债压力较小。

偿债能力方面，2015 年公司经营性净现金流为 64.03 亿元；同期，公司经营性净现金流/总债务为 0.22 倍，经营性现金流对总债务的保障程度有待改善。从主要偿债能力指标来看，2015 年公司 EBITDA 为 120.76 亿元，公司 EBITDA 主要由财务性利息支出和利润总额构成；同期总债务/EBITDA 为 2.43 倍，EBITDA 利息保障倍数为 7.53 倍，尽管较上年有所下滑，但 EBITDA 对债务本息仍能形成较好覆盖。

表 17：2013~2015 年公司偿债能力指标

指标	2013	2014	2015
短期债务（亿元）	64.43	76.00	59.62
总债务（亿元）	208.04	270.55	292.91
EBITDA（亿元）	87.24	124.65	120.76
资产负债率（%）	66.10	63.22	58.19
净负债率（%）	23.63	28.91	25.34
总资本化率（%）	34.62	36.32	32.95
经营净现金流/总债务（X）	0.09	0.26	0.22
总债务/EBITDA（X）	2.38	2.17	2.43
EBITDA 利息倍数（X）	6.49	7.68	7.53

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至 2015 年 12 月 31 日，公司及合并报表下属子公司取得的银行授信总额为人民币 590 亿元，未使用授信余额为人民币 448 亿元，备用流动性较为充足。

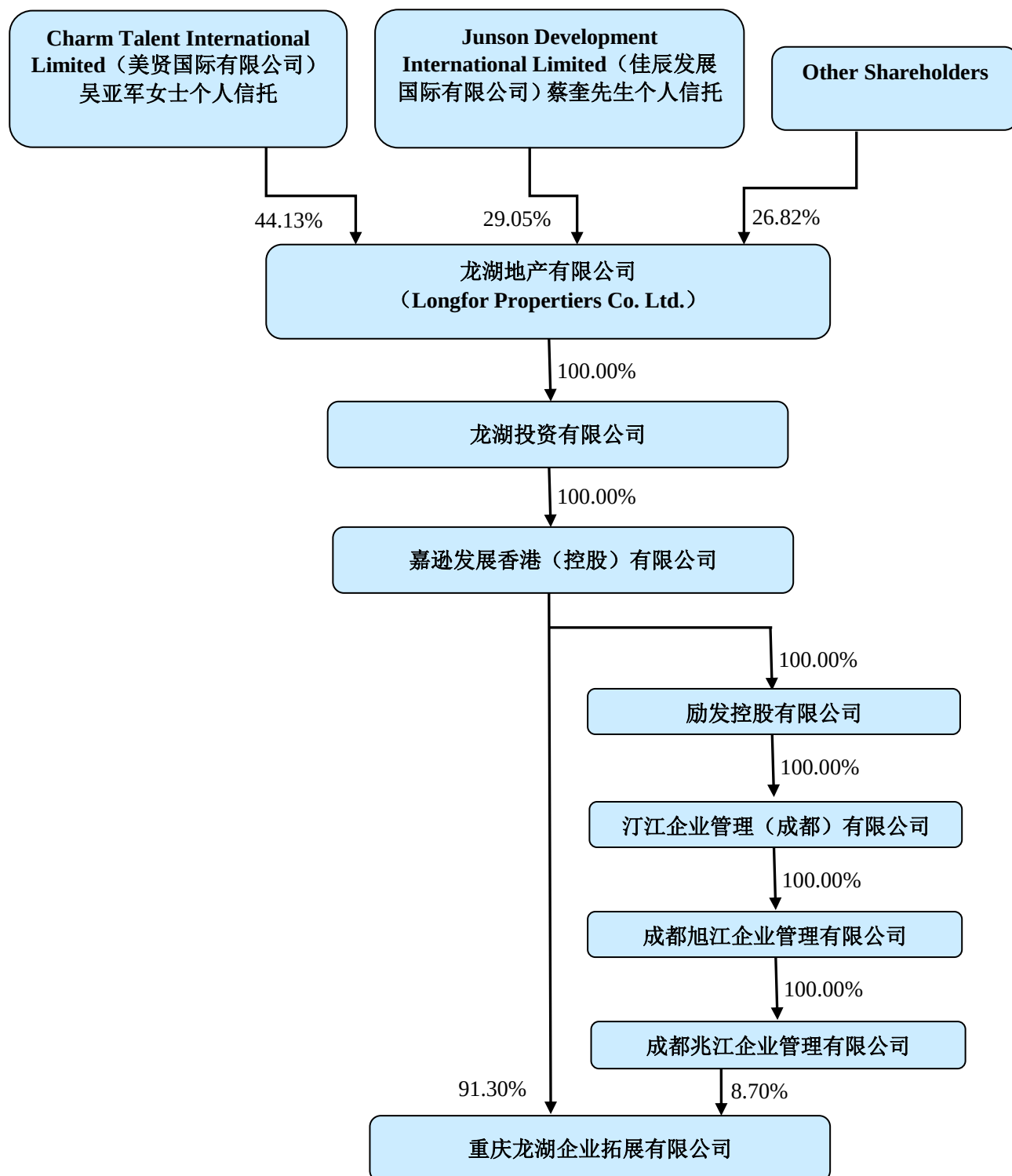
或有负债方面，截至 2015 年 12 月 31 日，龙湖地产及合并报表下属子公司除向购房客户发放的抵押贷款提供阶段性连带责任保证担保 104.14 亿元外，无对外担保或涉及重大未决诉讼情况。

总体而言，得益于近年来持续调整区域布局及优化产品结构，整体的毛利水平相对稳定，具有较强的盈利能力；公司债务结构稳健，EBITDA 对债务本息能够形成较好覆盖。

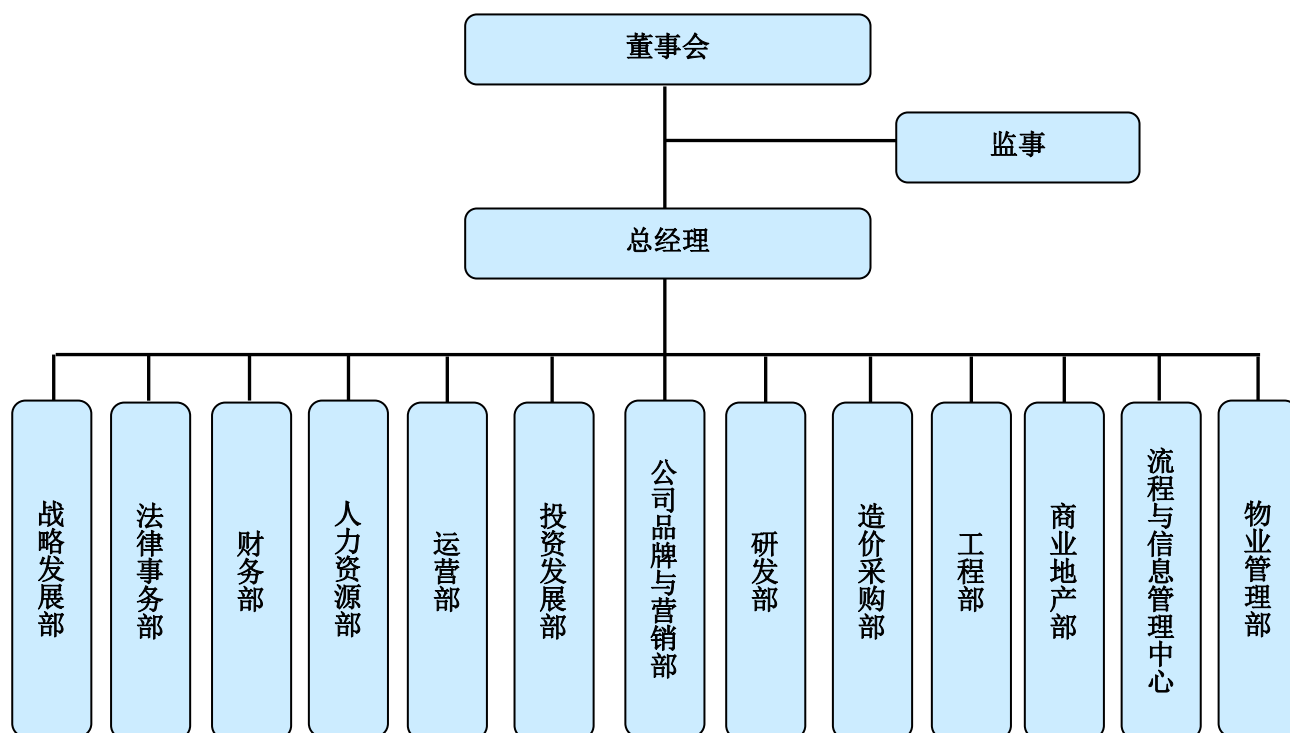
结论

综上所述，中诚信证评维持重庆龙湖企业拓展有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第一期）”、“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期）”和“重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第三期）”信用等级 **AAA**。

附一：重庆龙湖企业拓展有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附二：重庆龙湖企业拓展有限公司组织结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：重庆龙湖企业拓展有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2013	2014	2015
货币资金	1,152,175.27	1,334,149.76	1,418,955.34
存货净额	7,812,940.33	7,268,721.60	6,697,784.06
其他应收款	324,176.26	493,463.40	1,259,360.84
流动资产	9,828,655.48	9,731,482.99	10,310,408.58
长期投资	106,321.84	108,575.36	123,223.26
固定资产（合计）	1,533,235.87	2,920,133.11	3,671,927.36
总资产	11,589,424.75	12,899,377.20	14,253,833.06
短期债务	644,269.28	759,978.96	596,202.96
长期债务	1,436,141.38	1,945,525.72	2,332,925.15
总债务	2,080,410.66	2,705,504.67	2,929,128.11
总负债	7,660,950.80	8,155,486.40	8,293,636.49
所有者权益（含少数股东权益）	3,928,473.95	4,743,890.80	5,960,196.57
营业总收入	3,927,315.35	4,958,879.49	4,126,401.70
三费前利润	985,168.31	1,182,246.22	979,357.95
EBITDA	872,371.61	1,246,557.56	1,207,567.51
经营活动产生现金净流量	188,810.25	704,805.27	640,341.79
投资活动产生现金净流量	-291,836.10	-750,968.03	-914,091.87
筹资活动产生现金净流量	-13,159.01	228,984.02	357,867.26
现金及现金等价物净增加额	-116,073.07	182,832.02	84,117.17
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	34.30	31.58	32.57
所有者收益率（%）	16.66	19.31	15.48
EBITDA/营业总收入（%）	22.21	25.14	29.26
速动比率（X）	0.34	0.42	0.65
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.26	0.22
经营活动净现金/短期债务（X）	0.29	0.93	1.07
经营活动净现金/利息支出（X）	1.41	4.05	3.99
总债务/EBITDA（X）	2.38	2.17	2.43
EBITDA 利息倍数（X）	6.50	7.68	7.53
资产负债率（%）	66.10	63.22	58.19
净负债率（%）	23.63	28.91	25.34
总资本化比率（%）	34.62	36.32	32.95
长期资本化比率（%）	26.77	29.08	28.13

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/ 营业收入

EBIT 率=EBIT / 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

所有者权益收益率=净利润 / 所有者权益

流动比率=流动资产 / 流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/ 流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/ 存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/ 应收账款平均余额

资产负债率=负债总额 / 资产总额

总资本化比率=总债务 / （总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务 / （长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA / （计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=净债务/所有者权益（含少数股东权益）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。