

重庆龙湖企业拓展有限公司

15 龙湖 02、15 龙湖 03

跟踪评级报告

主体信用等级： AAA 级

债项信用等级： AAA 级

评级时间： 2017 年 6 月 28 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

重庆龙湖企业拓展有限公司 15 龙湖 02、15 龙湖 03 跟踪评级报告

概要

编号：【新世纪跟踪[2017]100584】

跟踪对象： 15 龙湖 02：5 年期 20 亿元人民币，2015 年 7 月 27 日—2020 年 7 月 27 日
 15 龙湖 03：7 年期 20 亿元人民币，2015 年 7 月 27 日—2022 年 7 月 27 日

	本次		前次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
15 龙湖 02	AAA/稳定/AAA	2017 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 6 月
15 龙湖 03	AAA/稳定/AAA	2017 年 6 月	AAA/稳定/AAA	2016 年 6 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
金额单位：人民币亿元			
母公司数据：			
货币资金	1.96	9.70	1.16
刚性债务	17.27	96.25	199.06
所有者权益	54.70	112.68	140.01
经营性现金净流入量	7.44	-79.63	-121.12
合并数据及指标：			
总资产	1289.94	1425.38	2010.01
总负债	815.55	829.36	1206.42
刚性债务	277.56	294.86	392.42
所有者权益	474.39	596.02	803.59
营业收入	495.89	412.64	447.77
净利润	91.63	92.24	87.96
经营性现金净流入量	70.48	64.03	7.58
EBITDA	124.65	119.62	115.30
资产负债率[%]	63.22	58.19	60.02
权益资本与刚性债务比率[%]	170.91	202.14	204.78
流动比率[%]	165.07	186.37	192.79
现金比率[%]	22.63	25.68	19.74
利息保障倍数[倍]	7.65	7.54	6.43
净资产收益率[%]	21.13	17.23	12.57
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.91	7.79	0.75
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.58	-3.33	-12.90
EBITDA/利息支出[倍]	7.68	7.57	6.45
EBITDA/刚性债务[倍]	0.53	0.41	0.34

注：根据龙湖企业拓展经审计的 2014-2016 年审计报告整理、计算。

分析师

刘云 周文哲

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
 Tel: (021)63501349 63504376
 Fax: (021)63500872
 E-mail: mail@shxsj.com
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内，该公司经营较为稳健，2016 年房产项目结转收入有所回升，但期间费用上升较多，使得净利润有所下滑。目前公司土地储备存量较大且成本较低，可为后续投资开发提供保障。得益于良好的经营积累，公司资本实力不断增强，财务杠杆处于适中水平，现金回笼能力较好，货币资金较充裕，可为本期债务偿付提供良好保障。

- 龙湖企业拓展实行较稳健的经营策略，业务呈全国性布局，销售业绩较好，资金回笼规模较大。
- 龙湖企业拓展储备土地平均获取成本较低，公司房地产项目后续盈利空间仍有保障。
- 受益于良好的经营积累，龙湖企业拓展的权益资本实力持续增强，财务杠杆处于行业较好水平，在业务快速扩张的情况下仍保持了较好的财务稳健度。公司主业现金回笼能力较好，货币资金较充裕，可为本期债务到期偿付提供良好保障。
- 我国部分非核心二线城市及三四线城市商品房去化压力大，或将一定程度上影响龙湖企业拓展资金回笼以及盈利能力。
- 龙湖企业拓展在开发和拟开发项目多，且开发周期较长，持续面临一定的资金支出压力。
- 龙湖企业拓展与关联企业存在较为频繁的资金往来，往来借款金额较大；同时还为关联企业提供一定金额担保。
- 龙湖企业拓展房地产业务的新开工面积和竣工面积增加较多，如果市场环境变化或者公司的销售策略失误，则可能导致一定的资金风险。

本报告表述了新世纪评级对龙湖企业拓展及其发行的上述债券的评级观点，并非引导投资者买卖或持有上述债券的一种建议。报告中引用的资料主要由龙湖企业拓展提供，所引用资料的真实性由龙湖企业拓展负责。

- 龙湖企业拓展土地储备存量较大，有利于公司的持续发展，但面临资金压力。
- 龙湖企业拓展投资性房地产占总资产的比重较大，上述投资性房地产面临估值波动风险，从而影响公司的资产状况和账面盈利。

评级机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照重庆龙湖企业拓展有限公司(简称“龙湖企业拓展”、该公司或公司)15 龙湖 02、15 龙湖 03 (简称“上述债券”)的跟踪评级安排,本评级机构根据龙湖企业拓展提供的经审计的 2016 年度财务报表及相关经营数据,对龙湖企业拓展的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

本期债券于 2015 年 7 月 27 日发行,发行规模为 40 亿元,分为两个品种。品种一即 15 龙湖 02,期限为 5 年,附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回收选择权,发行金额为 20 亿元,票面利率为 3.93%;品种二即 15 龙湖 03,期限为 7 年,附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回收选择权,发行金额为 20 亿元,票面利率为 4.20%。

该公司将上述两期债券共计 40 亿元用于偿还银行贷款和补充流动资金。

图表 1. 公司已发行债券概况 (单位:亿元)

债项名称	发行金额	期限(年)	发行利率(%)	发行时间	注册额度	本息兑付情况
15 龙湖 01	20.00	5	4.60	2015 年 7 月	不超过 80 亿元(含)	未到期
15 龙湖 02	20.00	3+2	3.93	2015 年 7 月		未到期
15 龙湖 03	20.00	5+2	4.20	2015 年 7 月		未到期
15 龙湖 04	20.00	5+2	4.08	2015 年 11 月		未到期
16 龙湖 01	23.00	3+2	3.30	2016 年 1 月	不超过 118 亿元(含)	未到期
16 龙湖 02	18.00	5+3	3.68	2016 年 1 月		未到期
16 龙湖 03	25.00	3+3	3.19	2016 年 3 月		未到期
16 龙湖 04	15.00	5+5	3.75	2016 年 3 月		未到期
16 龙湖 05	7.00	3+2	3.06	2016 年 7 月		未到期
16 龙湖 06	30.00	5+2	3.68	2016 年 7 月		未到期
17 龙湖绿色债 01	16.00	3+2	4.40	2017 年 2 月	不超过 40.4 亿元(含)	未到期
17 龙湖绿色债 02	14.40	5+2	4.67	2017 年 2 月		未到期
17 龙湖绿色债 03	10.00	5+2	4.75	2017 年 3 月		未到期

资料来源:Wind 资讯

截至目前,该公司存续期内债券共 12 只债券,本金合计 238.40 亿元。

二、跟踪评级结论

（一） 公司管理

跟踪期内，该公司在产权结构、内部管理等方面无重大变化，实际控制人仍为吴亚军女士。截至 2016 年 12 月末，吴亚军女士合计持有上市母公司龙湖地产有限公司 44.08% 的股权，该公司为龙湖地产有限公司全资子公司。

目前，该公司董事会成员共 5 名，设董事长 1 名；不设监事会，设监事 1 名；设总经理，由董事会任免。2017 年 1 月 19 日，公司发布《重庆龙湖企业拓展有限公司法定代表人、董事长发生变动的公告》，称原法定代表人、董事长颜建国于 2016 年 12 月因个人原因辞去董事长职务，现法定代表人、董事长变更为王光建。

跟踪期内，该公司及并表子公司新增对 130 家公司投资，均取得控制权；当年公司转让原子公司绍兴臻翠投资管理有限公司和杭州裕饶投资管理有限公司全部股权。

该公司与关联方存在较为频繁的资金往来，往来借款金额较大。同时，公司向关联方借款提供担保涉及金额较大，但风险尚可控。2016 年，子公司为关联方提供物业管理服务并获得收入合计 2136.50 万元；子公司向关联方销售货物（材料、苗木）取得收入合计 1.04 亿元；公司向关联方借款提供担保金额为 11.6 亿元。截至 2016 年末，公司应收账款、其他应收款中与关联方相关款项余额为 23.81 亿元，以免息的合营、联营企业往来资金拆借为主；公司应付账款、其他应付款中往来款合计 12.92 亿元，均为免息往来款。

（二） 业务运营

房地产是我国经济支柱产业之一。但现阶段，房地产被赋予过多的投资属性，导致房产价格与其价值存在一定程度的偏离，价格虚高，为此，国家多次对房地产市场进行调控以期使房地产市场理性发展，在宏观调控与市场需求的双重影响下，房地产行业的景气度波动较大。2014-2016 年，我国房地产行业年完成投资额分别为 9.50 万亿元、9.60 万亿元和 10.26 万亿元，其中，住宅年完成投资额分别为 6.44 万亿元、6.46 万亿元和 6.87 万亿元。近三年我国房屋年均新开工面积达到了 16.70 亿平方米，其中，住宅年均新开工面积达到 11.59 亿平方米，占房屋新开工面积的 69.40%。自 2010 年起，国内房地产投资完成额增速呈下行趋势，2014-2016 年同比增幅分别

为 10.50%、1.00%和 6.90%。2016 年，随着房产市场进一步回暖，房地产投资需求显著释放，带动投资增速上扬，当年国内房地产开发投资完成额为 10.26 万亿元，同比增长 6.88%。

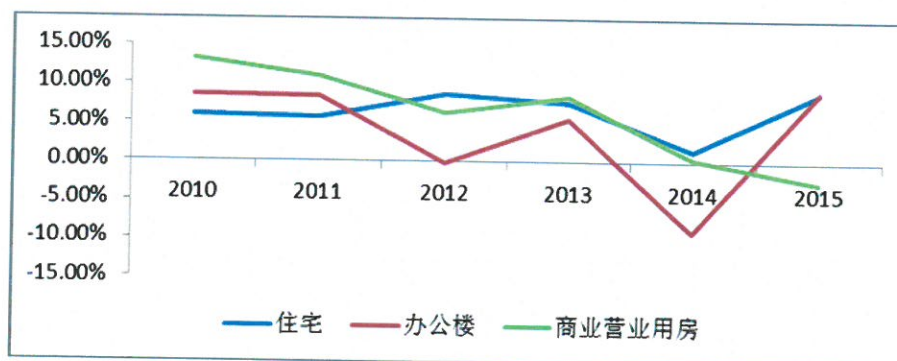
图表 2. 2010 年以来国房景气指数变动情况



资料来源：Wind 资讯

随着政策调控的持续及宏观经济增速放缓，国内房地产需求增速逐步放缓，2014 年市场进入调整阶段。2014 年，全国房地产销售面积、住宅销售面积分别减少 8.11%和 9.11%，需求下滑明显。为防止市场进一步下滑，各地方政府相继取消或放松了限购等调控政策，转而出台救市政策。随着 2015 年底多项利好政策的出台，市场回暖趋势明朗，购房需求上升。2015 年，房屋销售面积同比增长 6.50%至 12.85 亿平方米，其中住宅销售面积增长 6.87%至 11.24 亿平方米；2016 年，房屋销售面积同比增长 22.46%至 15.73 亿平方米，其中住宅面积同比增长 22.36%。2015 年，住宅及办公楼均价增幅有所回升，增幅分别为 9.08%和 9.21%，房地产市场总体回暖趋势明显。但随着 2016 年下半年开始的新一轮调控，未来短期内，房地产市场将进入调整期。

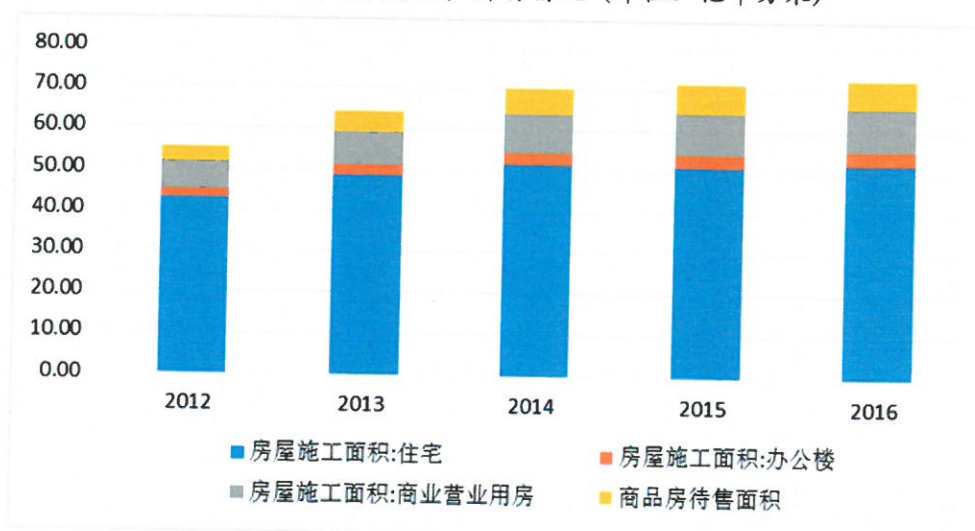
图表 3. 国内房地产均价变动百分比



资料来源：Wind 资讯

在前期大量投资、需求增速放缓的情况下，国内房地产市场库存¹持续上行。根据 Wind 资讯数据，2016 年末全国房地产市场库存为 75.90 亿平方米，其中待售商品房面积 6.95 亿平方米。

图表 4. 2012-2016 年我国房地产库存情况（单位：亿平方米）



资料来源：Wind 资讯

当前我国房地产政策依旧以稳定市场为目标，除着力于防止一二线城市房地产市场过度炒作外，也引导资金流向库存较高的三四线城市。目前，我国三四线城市房地产库存严重过剩，且存在人口导入能力不足、产业基础薄弱等问题，缺少投资机会，去库存政策操作难度较大。

该公司为龙湖地产有限公司（0960.HK）在境内的核心业务平台，以中高档住宅及商场为主。近年来，公司以住宅开发为核心主业，并继续扩大租赁用商业物业的保有量。2016 年，公司实现营业收入 447.77 亿元，其中，商品房销售收入为 412.50 亿元，占比约 92%，为公司主要的收入来源。2016 年公司营业收入较上年增长 8.51%，主要系当年房产项目结转收入较多所致。此外，公司物业管理和物业租赁业务收入继续保持良好的增幅，在一定程度上提升了公司的经营业绩。

¹ 包括待售商品房面积和住宅、办公楼、商业营业用房的施工面积。

图表 5. 2014-2016 年公司营业收入构成及毛利率变化 (单位: 亿元、%)

项目	2014 年度		2015 年度		2016 年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售	474.46	30.88	395.19	30.61	412.50	29.98
物业管理	9.14	26.91	12.13	25.06	17.11	27.80
物业出租	8.73	78.69	13.06	77.03	15.65	83.37
其他	3.56	21.63	1.64	31.10	2.51	34.3
合计	495.89	31.58	422.02	31.89	447.77	31.69

注: 根据龙湖企业拓展提供的数据绘制。

1. 商品房销售

近年来, 该公司执行快速周转策略, 整体销售情况较好。2016 年, 公司房地产签约销售面积和签约销售金额分别为 512.28 万平方米和 768.37 亿元, 较上年有所上升。当年新开工面积为 706.73 万平方米, 较上年大幅上升。受制于房地产调控政策, 需关注公司后续经营风险。

图表 6. 公司最近三年房地产开发经营情况

项目	2014 年	2015 年	2016 年
开 (复) 工面积 (万平方米)	892.38	818.50	1123.49
其中: 新开工面积 (万平方米)	338.31	369.80	706.73
竣工面积 (万平方米)	520.93	392.30	478.71
销售面积 (万平方米)	395.77	316.63	512.28
销售金额 (亿元)	429.29	422.45	768.37
平均售价 (元/平方米)	10,847.00	13,341.97	14,999.00

数据来源: 龙湖企业拓展

在销售区域方面, 该公司逐步拓展全国性业务布局, 目前房地产开发区域已由重庆为主逐步扩展至西部、环渤海、长三角、华南、华中区域经济中心城市。2016 年, 重庆区域、成都区域、杭州和宁波区域、山东区域业务收入占比较高, 公司房产项目较为分散, 有利于公司降低单一地区市场波动风险。

图表 7. 公司商品房收入的区域分布 (单位: 亿元、%)

项目	2014 年		2015 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
重庆区域	50.21	10.58	71.13	18.00	67.27	16.31
成都区域	40.22	8.48	41.60	10.53	40.49	9.82
西安区域	35.33	7.45	16.06	4.06	24.93	6.04
北京区域	131.24	27.66	2.78	0.70	14.77	3.58
上海区域	27.26	5.74	48.30	12.22	19.86	4.81
苏南区域	41.93	8.84	19.44	4.92	28.36	6.88
杭州和宁波区域	58.53	12.34	43.31	10.96	94.48	22.90
沈阳区域	16.49	3.48	13.25	3.35	7.80	1.89
山东区域	51.57	10.87	24.84	6.29	49.25	11.94
南京区域	-	-	-	-	28.38	6.88
广州区域	-	-	-	-	7.08	1.72
其他区域	21.68	4.57	89.44	22.63	29.83	7.23
合计	474.46	100.00	395.19	100.00	412.50	100.00

数据来源: 龙湖企业拓展

注: 苏南区域指无锡和常州; 山东区域指济南、青岛、烟台

截至 2016 年末, 该公司主要在建及拟建房地产项目合计为 90 个, 主要分布在重庆、西安、杭州、宁波、大连、厦门、长沙、无锡、常州、青岛、沈阳、成都、北京和上海等城市, 区域较分散。2016 年, 公司开(复)工面积分别为 1123.49 万平方米, 其中新开工面积为 706.73 万平方米, 均较上年大幅增长, 需关注后续经营风险。2016 年, 公司竣工面积为 478.71 万平方米, 受前期开工规模较大影响, 当年公司竣工面积显著增加。总体看, 公司在手项目规模较大, 面临一定的资金支出压力。

该公司土地储备集中在一线及强二线城市, 目前公司已进入 26 个城市, 覆盖环渤海地区、西部地区、长三角地区、华南地区及华中地区, 且近年新获地块区位趋向城市中心区。与上年相比, 2016 年公司新增土地储备权益建筑面积 443.36 万平方米, 主要系以联合拿地方式取得, 新增地块集中于天津、武汉等地。截至 2016 年末, 公司土地储备总建筑面积为 3688.74 万平方米(其中权益建筑面积 2805.86 万平方米), 在手土地储备平均成本较低。从区域分布看, 环渤海地区、华中地区、西部地区、长江三角洲地区、华南地区占比分别为 44.6%、4.0%、26.2%、17.4%和 7.9%。总体看, 公司储备项目较充足, 区域覆盖范围较广, 且整体土地成本较低, 有助于其合理应对市场波动风险, 但需关注各区域后续开发销售情况。

图表 8. 截至 2016 年末公司主要土地储备情况 (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	192.32	5.2%	83.16	3.0%
	沈阳	191.10	5.2%	183.61	6.5%
	青岛	157.83	4.3%	85.39	3.0%
	烟台	716.48	19.4%	716.48	25.5%
	济南	223.00	6.0%	102.74	3.7%
	大连	87.92	2.4%	54.43	1.9%
	天津	37.54	1.0%	24.37	0.9%
	小计	1606.19	43.5%	150.18	44.6%
华中地区	长沙	59.10	1.6%	59.10	2.1%
	武汉	88.63	2.4%	53.18	1.9%
	小计	147.73	4.0%	112.28	4.0%
西部地区	重庆	454.30	12.3%	279.70	10.0%
	成都	355.28	9.6%	268.76	9.6%
	西安	107.52	2.9%	107.52	3.8%
	玉溪	79.04	2.1%	79.04	2.8%
	小计	996.14	27.0%	735.02	26.2%
长江三角洲地区	上海	114.09	3.1%	98.59	3.5%
	无锡	82.84	2.2%	82.84	3.0%
	常州	43.26	1.2%	43.26	1.5%
	杭州	228.79	6.2%	144.71	5.2%
	绍兴	-	0.0%	-	0.0%
	宁波	45.09	1.2%	38.83	1.4%
	苏州	21.66	0.6%	10.83	0.4%
	南京	99.66	2.7%	68.36	2.4%
	小计	635.39	17.2%	487.42	17.4%
华南地区	厦门	91.21	2.5%	46.07	1.6%
	泉州	122.99	3.3%	122.99	4.4%
	广州	64.64	1.8%	32.32	1.2%
	佛山	24.46	0.7%	19.58	0.7%
	小计	303.30	8.2%	220.95	7.9%
合计		3688.74	100.0%	2805.86	100.0%

资料来源: 龙湖企业拓展

2. 租赁业务

该公司投资的持有型商业物业全部为商场, 集中于重庆、成都地区, 但向北京、西安、杭州、上海等地拓展。商业地产包括三个系列的产品体系, 分别为龙湖天街系列、龙湖星悦荟系列、龙湖家悦荟系列。其中, 天街系列定位为都市购物中心, 规模较大; 星悦荟系列定位为社区购物中心, 体量较小; 家悦荟系列定位为家居生

活馆。目前，公司保有的商业物业主要为具有一定规模的商业中心，而社区商铺等则对外销售，以实现“高周转”的经营目标。近年来，随着实力的进一步增强，公司逐步提高物业保有比例，提升长期经营能力。公司商业地产租金收入规模相对较小，但随着运营面积的提升逐年增长，2016 年为 15.65 亿元，较上年增长 19.83%；当年租赁业务毛利为 13.05 亿元，毛利率为 83.37%。截至 2016 年末，公司已开业商业地产项目共计 20 个，商场面积合计约为 179 万平方米，整体出租率达到近 95%。公司规划中预计于 2017-2018 年陆续开业的商业地产项目有 4 个，规划建筑面积约为 47.29 万平方米。随着在建投资物业的建成及投入使用，预计公司租金收入将进一步增长。

图表 9. 截至 2016 年末公司主要物业出租情况

项目名称	物业类型	建筑面积（万平方米）	出租率(%)
重庆北城天街	商场	12.08	87.0%
重庆西城天街	商场	7.60	96.1%
重庆时代天街 1 期	商场	16.02	96.0%
重庆时代天街 2 期	商场	15.45	94.6%
成都北城天街	商场	21.55	93.2%
成都时代天街 1 期	商场	6.20	99.3%
北京长楹天街	商场	22.13	99.1%
成都金楠天街	商场	9.16	99.9%
北京大兴天街	商场	14.46	99.0%
上海虹桥天街	商场	17.05	92.4%
重庆时代天街 3 期	商场	7.38	98.6%
重庆紫都城	商场	1.62	86.3%
成都三千集	商场	3.80	98.8%
重庆春森星悦荟	商场	5.46	72.9%
重庆晶郛馆	商场	2.94	100.0%
北京颐和星悦荟	商场	0.63	100.0%
重庆 U 城	商场	1.55	96.7%
西安大兴星悦荟	商场	4.42	96.4%
西安曲江星悦荟	商场	6.32	98.6%
重庆 MOCO	商场	2.91	100.0%
合计		178.73	95.0%

资料来源：龙湖企业拓展

图表 10. 截至 2016 年末公司在建的商业物业情况 (单位: 万平方米、亿元)

项目名称	规划建筑面积	开工时间	预计开业时间
重庆源著二期	9.33	2014 年	2017 年
杭州滨江天街	15.81	2015 年	2017 年
重庆 U 城天街	10.24	2015 年	2017 年
常州龙城天街	11.91	2014 年	2018 年
合计	47.29	—	—

资料来源: 龙湖企业拓展

3. 物业管理及其他

该公司还通过提供物业管理服务获得一定收入。公司已在重庆、北京、成都、西安及上海等地设立了物业管理服务公司, 物业管理服务除覆盖自身所开发项目外, 还包括部分合作开发项目。2014-2016 年, 公司物业管理服务收入分别为 9.14 亿元、12.13 亿元和 17.11 亿元, 随着交房量增加逐年增长。

此外, 该公司还从事建筑材料销售等其他业务, 但规模较小, 2014-2016 年相关业务收入分别为 3.56 亿元、1.64 亿元和 2.51 亿元。

(三) 财务质量

北京永拓会计师事务所(特殊普通合伙)对该公司的 2016 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则(2006 版)、企业会计制度及其补充规定。

2016 年, 该公司当年房产销售收入有所增加, 综合毛利率为 31.69%, 略有下降。公司利息支出基本资本化, 期间费用主要由管理费用和销售费用构成, 2016 年为 27.15 亿元, 较上年增加 60.75%; 当年期间费用率为 6.06%, 较上年增加 2.06 个百分点, 跟踪期内, 公司期间费用增涨较多, 期间费用控制压力增大。

2016 年, 该公司公允价值变动净收益为 19.89 亿元, 较上年减少 42.62%, 主要源于投资物业资产价值重估; 投资收益为 22.65 亿元, 较上年减少 34.56 亿元。当年公司净利润为 87.96 亿元, 较上年减少 4.64%。同期, 公司净资产收益率为 12.57%, 较上年下滑 4.66 个百分点, 主要系公司净资产增加所致。

随着业务规模的逐步扩张, 该公司资金需求量增加, 2016 年公司发行 118 亿元公司债券, 弥补资金缺口。此外, 由于当年房产项目销售增加, 预收账款较上年末增加 133.96 亿元, 使得 2016 年末

负债规模增加 372.74 亿元至 1206.42 亿元。2016 年末，公司资产负债率为 60.02%，在扣除预收账款之后资产负债率为 50.57%。

该公司债务以流动负债为主，但近年来债务期限结构逐步优化，2014-2016 年末长短期债务比率分别为 38.33%、49.91%和 53.38%。公司负债主要由刚性债务及预收账款构成，2016 年末上述两者分别占债务总额的 32.53%和 31.86%。公司预收账款主要为尚未交房结算的预收房款，2016 年末为 369.08 亿元，较上年末增加 51.92%；公司刚性债务逐年增长，2016 年末为 392.42 亿元（其中中长期刚性债务为 370.32 亿元），较上年末增长 33.09%。此外，公司其他应付款包括往来款、购房诚意金、代收代缴业主税费和保证金等，2016 年末为 139.36 亿元，其中一年以内的占比 71.12%。

银行借款是该公司的主要融资方式之一。2016 年末，公司银行借款余额为 173.71 亿元，占负债总额的 14.40%。从借款方式上看，公司银行借款以抵押借款为主。除银行借款外，公司还通过发行债券融资。2015 年至 2017 年第一季度，公司共发行企业债和公司债合计 238.40 亿元。

或有负债方面，截至 2016 年末该公司为客户按揭贷款 78.27 亿元提供保证担保。除对客户提供的按揭贷款担保外，同期末公司对外担保余额为 11.6 亿元，全部为对关联方银行贷款的担保。

房地产项目从土地购置到房产预售的间隔时间较长，房地产项目销售、资金回笼情况、土地购置以及新开工项目的变化直接影响到经营性现金流。近年来，该公司执行快速周转策略，房地产销售资金回笼情况较好，2016 年经营性现金流入为 1100.47 亿元，同比增加 69.11%；当年公司新购置土地及支付施工方工程款等，共支付现金 1092.88 亿元，同比增加 88.18%；当年公司经营性净现金流入为 7.58 亿元，较上年减少 89.16%。公司继续保持对持有型商业物业较大的开发投入，当年投资性现金净流出 138.94 亿元，较上年增长 52.00%。公司主要依赖销售资金回笼及外部融资为其业务发展提供支持，2016 年公司筹资性净现金流为 141.72 亿元，主要系当年发行 118 亿元公司债券所致。长期来看，公司现金流状况将取决于公司如何针对政策及市场环境变化及时调整自身经营策略。

2016 年，该公司 EBITDA 为 115.30 亿元，EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA/刚性债务分别为 6.45 倍和 0.34 倍，虽均较上年有小幅下滑，但仍能对债务本息形成较好覆盖。

2016 年末，该公司所有者权益为 803.59 亿元，较上年末增长 30.81%，其中实收资本不变，资本公积减少 25.47 亿元至 7.33 亿元。公司未分配利润和少数股东权益金额较大，分别为 447.04 亿元和 289.11 亿元，分别较上年末增加 74.11 亿元和 133.17 亿元。公司分红政策一旦调整或会削弱其权益资本实力。

该公司资产主要为货币资金、存货及投资性房地产，2016 年末三者合计占资产总额的 79.27%，资产分布与主业的关联度高。同期末，货币资金余额为 155.24 亿元，其中受限资金 1.01 亿元，现金比率为 19.74%，对短期刚性负债覆盖程度较高。2016 年，公司获取新开工面积较上年大幅增加，使得截至 2016 年末，公司存货大幅增加至 1027.30 亿元，主要包括已完工开发产品 78.13 亿元、在开发产品 884.93 亿元和拟开发土地 56.14 亿元。2016 年公司存货周转速度为 0.36 次，略有下降，但整体而言公司存货周转速度较快。近年来，公司加大商业物业开发及保有力度，同时得益于公允价值重估收益，投资性房地产较快增长，2016 年末为 410.86 亿元，较上年末增长 12.45%。2016 年，公司新增新开业项目为上海虹桥天街、北京时代天街、杭州滨江天街及重庆时代天街 3 期（价值合计 19.17 亿元），新增在建项目重庆源著、常州龙城天街、杭州滨江天街、重庆 U 城 2 期（价值合计 8.03 亿元）。此外，公司预付款项主要为预付地价款、工程款和材料款，2016 年末账面余额为 149.41 亿元，较上年末增长 107.90%，主要系当年拿地数量较多造成；其他应收款以往来借款为主，2016 年末为 134.18 亿元，其中一年以内的占比 47.30%。

2016 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 192.17%和 43.19%，由于公司流动资产中以开发成本为主的存货及以预付土地款为主的预付账款占比较高，其变现能力易受我国房地产行业竞争及政策环境变动的影响。

综上所述，2016 年以来，该公司继续执行快速周转策略，业务呈全国性布局。公司投资重心集中于一线及二线核心城市，2016 年拿地较多，可为后续投资开发提供一定保障，但也造成一定的资金沉淀。公司营业收入主要依赖于商品房销售，2016 年房产项目结转收入较多，但同期期间费用上升较多，使得净利润有所下滑。2016 年公司债务规模随着发行债券、预收房款较多而继续上升，但债务期限结构仍短期化、资产受限程度较高。受益于较快的存货周转及经营积累，公司权益资本实力有所增强，资产负债率处于行

业较好水平。公司销售款回笼情况较好，现金流较为充裕，可为本期债务偿付提供良好保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产市场走势与政策变化；（2）该公司后续投融资压力、债务偿付及现金流平衡情况；（3）电子商务发展对商业物业出租业务的影响。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014 年	2015 年	2016 年
资产总额 [亿元]	1,289.94	1,425.38	2,010.01
货币资金 [亿元]	133.41	141.90	155.24
刚性债务[亿元]	277.56	294.86	392.42
所有者权益 [亿元]	474.39	596.02	803.59
营业收入[亿元]	495.89	412.64	447.77
净利润 [亿元]	91.63	92.24	87.96
EBITDA[亿元]	124.65	119.86	115.39
经营性现金净流入量[亿元]	70.48	64.03	7.58
投资性现金净流入量[亿元]	-75.10	-91.41	-138.94
资产负债率[%]	63.22	58.19	60.02
长期资本固定化比率[%]	45.23	45.22	40.34
权益资本与刚性债务比率[%]	170.91	202.14	204.78
流动比率[%]	165.07	186.37	192.79
速动比率 [%]	33.41	52.31	43.19
现金比率[%]	22.63	25.68	19.74
利息保障倍数[倍]	7.65	7.54	6.43
有形净值债务率[%]	172.03	139.23	150.19
营运资金与非流动负债比率[%]	169.74	173.04	173.84
担保比率[%]	14.15	20.78	11.18
应收账款周转速度[次]	55.41	23.61	23.36
存货周转速度[次]	0.45	0.40	0.36
固定资产周转速度[次]	273.79	219.71	250.54
总资产周转速度[次]	0.40	0.30	0.26
毛利率[%]	31.58	32.57	31.79
营业利润率[%]	24.85	28.52	25.39
总资产报酬率[%]	10.14	8.79	6.69
净资产收益率[%]	21.13	17.23	12.57
净资产收益率*[%]	25.04	20.21	15.53
营业收入现金率[%]	85.93	86.64	125.30
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.88	11.21	1.13
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	8.91	7.79	0.75
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-0.78	-4.79	-19.61
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-0.58	-3.33	-12.90
EBITDA/利息支出[倍]	7.68	7.57	6.45
EBITDA/刚性债务[倍]	0.53	0.42	0.34

注：表中数据依据龙湖企业拓展经审计的 2014-2016 年度财务数据整理、计算。

附录二：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率	期末负债总额/期末资产总额×100%
权益资本与刚性债务比率	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
长期资本固定化比率	(期末总资产-期末流动资产)/(期末负债及所有者权益合计-期末流动负债)×100%
流动比率	期末流动资产总额/期末流动负债总额×100%
速动比率	(期末流动资产总额-存货余额-预付账款-待摊费用-待处理流动资产损益)/期末流动负债总额×100%
现金比率	(期末货币资金+期末短期投资净额+期末应收票据<银行承兑汇票>余额)/期末流动负债总额×100%
现金类资产/短期刚性债务	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额
应收账款周转速度	报告期主营业务收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度	报告期主营业务成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度	报告期主营业务收入/[(期初固定资产净额+期末固定资产净额)/2]
总资产周转速度	报告期主营业务收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]
毛利率	1-报告期主营业务成本/报告期主营业务收入×100%
营业利润率	报告期营业利润/报告期主营业务收入×100%
利息保障倍数	(报告期税前利润+报告期列入财务费用利息支出)/报告期利息支出×100%
总资产利润率	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]×100%
净资产收益率	报告期税后利润/[(期初股东权益+期末股东权益)/2]×100%
主营收入现金率	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期主营业务收入×100%
经营性现金净流入与流动负债比率	报告期经营性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
非筹资性现金净流入与流动负债比率	报告期非筹资性现金流量净额/[(期初流动负债+期末流动负债)/2]×100%
EBITDA/利息支出	=EBITDA/报告期利息支出
EBITDA/短期刚性债务	=EBITDA/[(期初短期刚性债务+期末短期刚性债务)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准

注2. EBITDA=利润总额+利息支出(列入财务费用的利息支出)+折旧+摊销

注3. EBITDA/利息支出=EBITDA/(列入财务费用的利息支出+资本化利息支出)

注4. 短期刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+其他具期短期债务

注5. 报告期利息支出=列入财务费用的利息支出+资本化利息支出

注6. 非筹资性现金流量净额=经营性现金流量净额+投资性现金流量净额

附录三：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人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 级 发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投 资 级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。