

重庆龙湖企业拓展有限公司
及其发行的 15 龙湖 02 与 15 龙湖 03

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100315】

评级对象: 重庆龙湖企业拓展有限公司
及其发行的 15 龙湖 02 与 15 龙湖 03

	15 龙湖 02	15 龙湖 03
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 22 日	AAA/稳定/AAA/2018 年 6 月 22 日
前次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2017 年 6 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2017 年 6 月 28 日
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2015 年 7 月 20 日	AAA/稳定/AAA/2015 年 7 月 20 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	9.70	1.16	2.28
刚性债务	97.68	203.36	253.57
所有者权益	112.68	140.01	148.69
经营性现金净流量	-79.63	-121.12	-19.14
合并口径数据及指标:			
总资产	1425.38	2010.01	3412.72
总负债	829.36	1206.42	2279.49
刚性债务	294.35	396.72	571.39
所有者权益	596.02	803.59	1133.24
营业收入	412.64	447.77	669.77
净利润	92.24	87.96	158.26
经营性现金净流量	64.03	7.58	5.18
EBITDA	119.85	115.30	209.82
资产负债率[%]	58.19	60.02	66.79
权益资本与刚性债务比率[%]	202.49	202.56	198.33
流动比率[%]	186.37	192.79	158.72
现金比率[%]	25.65	19.74	14.70
利息保障倍数[倍]	7.54	6.43	9.14
净资产收益率[%]	17.23	12.57	16.34
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	11.21	1.13	0.42
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-3.33	-12.90	-8.33
EBITDA/利息支出[倍]	7.57	6.45	9.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.42	0.33	0.43

注: 根据龙湖拓展经审计的 2015~2017 年财务数据整理、计算。

分析师

吴晓丽 wxl@shxsj.com
周文哲 zwz@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对重庆龙湖企业拓展有限公司(简称龙湖拓展、发行人、该公司或公司)及其发行的 15 龙湖 02 与 15 龙湖 03 的跟踪评级反映了 2017 年以来龙湖拓展在经营策略、土地储备、租金收入、财务状况等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在房地产政策风险、项目销售和资金、资本支出、投资性房地产估值等方面继续面临压力。

主要优势:

- **经营策略优势。**龙湖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,近年来保持大规模收入和良好资金回笼。
- **土地储备充足,项目盈利空间较大。**龙湖拓展储备土地充足,且平均获取成本较低,房地产项目后续盈利空间较有保障。
- **商业物业租金稳定增长。**龙湖拓展的商业物业已形成一定的品牌优势,租金收入持续稳定增长,可为公司贡献稳定的现金流。
- **财务较为稳健。**受益于良好的经营积累,龙湖拓展的权益资本实力持续增强,财务杠杆保持在行业较低水平,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良好,货币资金较充裕,为债务到期偿付提供良好保障。

主要风险:

- **房地产市场政策风险。**我国房地产市场属于政策市场,行业景气度易受政策调控影响而波动。此外,行业经历了多年的高位运行,库存总量较大,或将在一定程度上影响龙湖拓展资金回笼以及盈利能力。
- **项目销售和资金风险。**龙湖企业拓展房地产业

务的新开工面积和竣工面积存在较大规模，且近年增长较快，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。

- 资本支出压力。龙湖拓展在建及拟建项目规模较大，后续面临一定的资本支出压力。
- 投资性房地产估值风险。龙湖拓展年末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。
- 关联方资金占用风险。龙湖拓展与关联方往来的金额较大，2017 年末应收账款、其他应收款中关联方相关款项合计 64.79 亿元，需关注关联方资金占用风险。

➤ 未来展望

通过对龙湖拓展及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性极强，并维持上述公司债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



重庆龙湖企业拓展有限公司

及其发行的 15 龙湖 02 与 15 龙湖 03

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券(第二期)(品种一、品种二)(分别简称 15 龙湖 02 与 15 龙湖 03)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据龙湖拓展提供的经审计的 2017 年财务报表及相关经营数据,对龙湖拓展的财务状况、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,进行了定期跟踪评级。

经中国证监会于 2015 年 6 月 23 日签发的“证监许可[2015]1318 号”文核准,该公司于 2015 年 7 月 27 日发行本期公司债券,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售选择权,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售选择权,发行金额为 20 亿元,票面利率为 4.20%。

图表 1. 截至 2018 年 3 月末公司待偿还债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度 (亿元)	本息兑付情 况
15 龙湖 01	20.00	5	4.60	2015.07.07	80.00	正常
15 龙湖 02	20.00	3+2	3.93	2015.07.27		正常
15 龙湖 03	20.00	5+2	4.20	2015.07.27		正常
15 龙湖 04	20.00	5+2	4.08	2015.11.02		正常
16 龙湖 01	23.00	3+2	3.30	2016.01.25	118.00	正常
16 龙湖 02	18.00	5+3	3.68	2016.01.25		正常
16 龙湖 03	25.00	3+3	3.19	2016.03.04		正常
16 龙湖 04	15.00	5+5	3.75	2016.03.04		正常
16 龙湖 05	7.00	3+2	3.06	2016.07.13		正常
16 龙湖 06	30.00	5+2	3.68	2016.07.13		正常
17 龙湖绿色债 01	16.00	3+2	4.40	2017.02.16	40.40	正常
17 龙湖绿色债 02	14.40	5+2	4.67	2017.02.16		正常
17 龙湖绿色债 03	10.00	5+2	4.75	2017.03.06		正常
18 龙湖 01	30.00	5	5.60	2018.03.19	50.00	正常
合计	268.40	-	-	-	288.40	-

资料来源:龙湖拓展

截至 2018 年 3 月末,该公司待偿还债券本金余额共计 268.40 亿元,付息情况正常。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不断拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、

雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

（2）行业因素

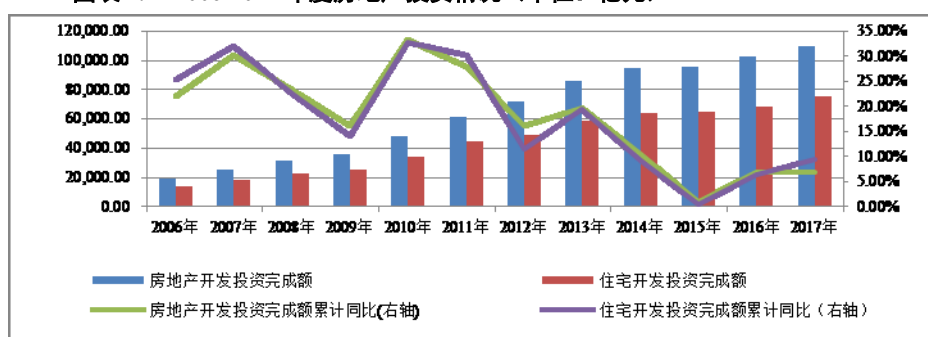
受宏观经济周期及政策调控等因素影响，我国房地产市场景气度存在一定波动。2017 年以来，主要热点城市的住宅销售面积因调控政策收紧而出现涨幅显著收窄的现象，重点城市成交规模持续回落。在此背景下，房地产行业平均营业收入及净利润增速下滑，未来行业盈利能力提升承压。短期内，地方政府对房地产销售节奏与价格的干预以及非传统融资渠道严监管背景下，房地产行业面临的资金链风险或将显著加大。部分中小型开发商以及前期高价储备土地量较大的大型开发商，其信用风险暴露可能性明显上升。

A. 行业概况

a) 房地产开发行业

房地产是我国经济支柱产业之一。在工业化、城镇化、居民收入增长、消费需求升级以及信贷政策支持的强劲推动下，2000 年以来行业整体发展速度快。2004-2016 年，我国房地产行业年完成投资额从 1.32 万亿元升至 10.26 万亿元；住宅年完成投资额从 0.88 万亿元升至 6.87 万亿元。2017 年度我国房地产行业完成投资额为 10.98 万亿元，较上年同期增长 7.00%；住宅年完成投资额为 7.51 万亿元，较上年同期增长 9.40%，增速较上年同期放缓。根据国家统计局数据显示，2017 年度我国人口城镇化率为 58.52%，较上年提升了 1.17 个百分点，未来仍有较大的发展空间。

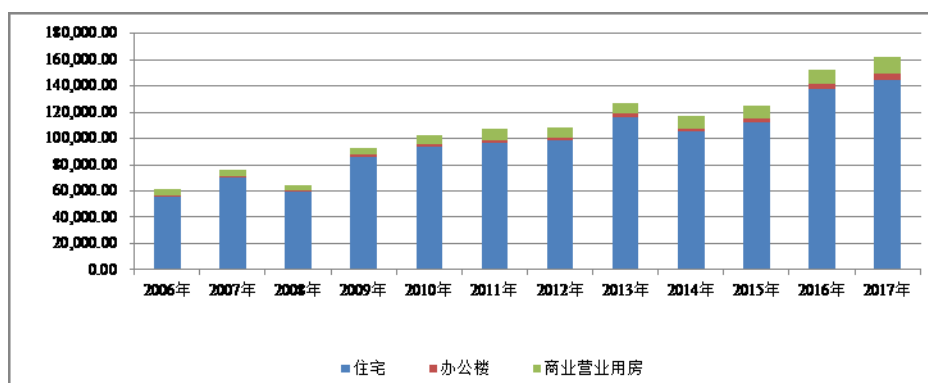
图表 2. 2006-2017 年度房地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯及国家统计局

2017 年我国商品房新房销售面积为 16.94 亿平方米，累计同比增长 7.70%，较上年同期涨幅收窄 14.80 个百分点；其中住宅销售面积为 14.48 亿平方米，累计同比增长 5.30%，较上年同期收窄 17.10 个百分点。根据 CREIS 中指数据的资料显示，2017 年度楼市总体成交量较 2016 年下降 16.17%，其中一线城市下降幅度达 37%，成交规模降到 2011 年以来同期新低。

图表 3. 2006-2017 年度我国主要类型商品房的销售面积（单位：万平方米）



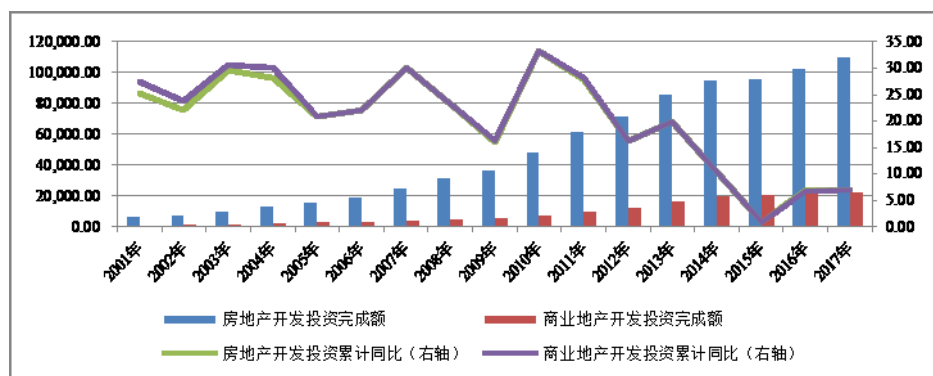
资料来源：Wind 资讯

b) 商业地产行业

2001 年以来，我国商业地产投资规模保持较快增长，从 2009 年开始增速大幅高于全行业和住宅地产的投资增速。2001-2017 年，我国商业地产投资复

合增长率为 21.15%，高出同期全国房地产投资增速 1.53 个百分点。但是国内商业地产在经历了多年高速增长后，供需矛盾已经逐步显现，投资增速放缓，市场整体面临去化压力加大。2017 年，我国商业地产投资额为 2.24 万亿元，同比增长 0.14%，增速较上年大幅下降 7.32 个百分点；同期全国新开工商业地产面积 26,623.58 万平方米，同比下降 7.34%。

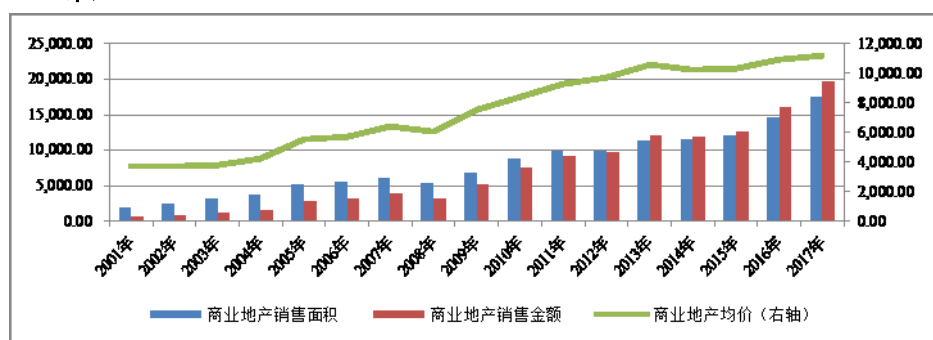
图表 4. 2001-2017 年度商业地产投资情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯

随着商业地产投资规模大幅增长，商业物业销售规模和销售均价也呈现上升趋势。2001-2017 年，我国商业物业销售面积由 2001 年的 2,042.05 万平方米上升到 2017 年的 17,594.34 万平方米，销售均价由 2001 年的 3,699.62 元/平方米上升至 11,193.41 元/平方米。2017 年，受到政策调控深化影响，商业物业销售面积及销售均价增幅双双收窄。当年全国商业物业销售面积为 17,594.34 万平方米，同比增长 20.19%，增速较上年减少 0.15 个百分点；商业物业销售金额为 19,694.07 亿元，同比增长 22.59%，增速较上年下降 4.84 个百分点。

图表 5. 2001-2017 年度我国商业地产销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

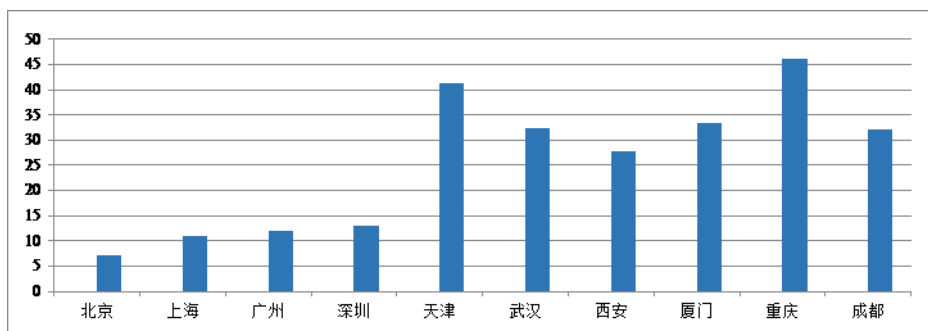


资料来源：Wind 资讯

国内商业物业在经历了近年来的高速增长后，供需矛盾已经逐步显现，市场整体面临去化压力加大。对于经济相对欠发达的二三线城市而言，去化压力尤为显著。而一线城市和经济较发达的二线城市，由于存在聚集效应，对商业物业需求相对较为集中，因此核心区段的商业物业项目受到的市场影响相对较小。在市场压力增大的背景下，商业地产类企业对估值修饰财务报表的依赖度加深，整体风险显著加大。尤其是近年新建的非热点区域项目，后续投资回报

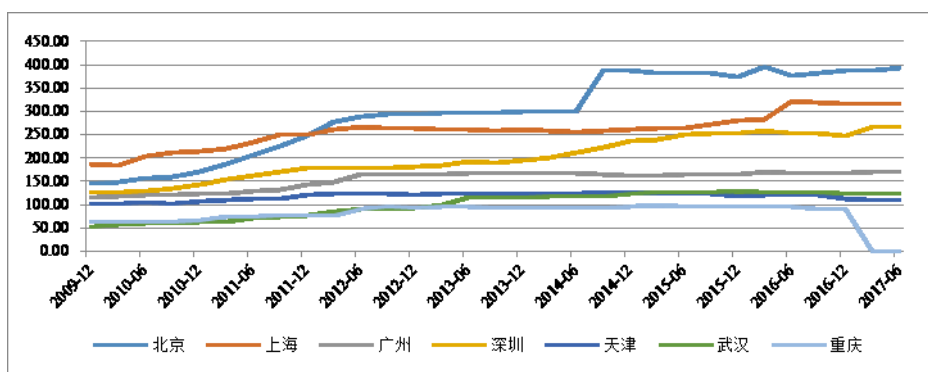
情况面临较大的不确定性。

图表 6. 2017 年 6 月末重点城市甲级写字楼空置率情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

图表 7. 2017 年 6 月末重点城市甲级写字楼租金情况（单位：元/平方米/月）



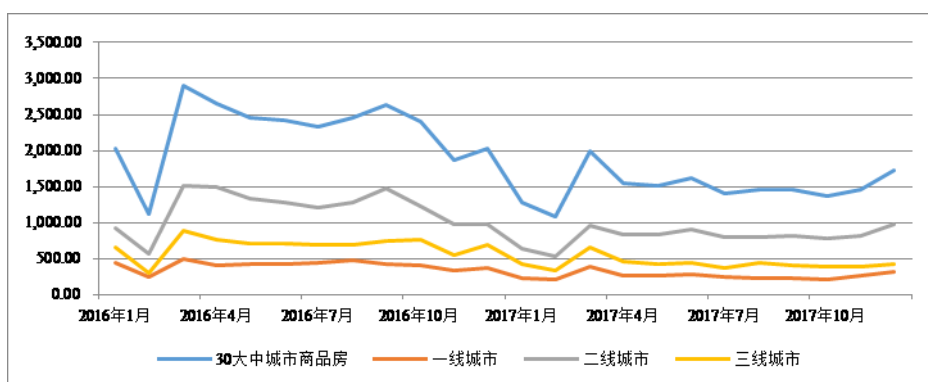
资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

在房地产行业快速发展的过程中，我国房地产市场出现波动并暴露出诸多问题，政府的宏观调控与管理伴随行业的发展始终没有放松。为化解房地产市场库存压力，中央政府自 2014 年下半年陆续出台降准、降息、调低首付比例及放松限购等政策，在此背景下我国房地产市场整体回暖。

2016 年以来，随着房地产市场区域差异化程度加剧，楼市调控政策逐步由整体宽松转向为以热点城市政策收紧、非热点城市保持宽松为特征的因城施策。以北京“930 新政”为标志，2016 年 22 个城市集中出台房地产市场调控政策，从限贷、限购、土地供应、市场监管等方面进行调节。2017 年度，各地政府调控政策持续收紧，多城市楼市政策密集出台且不断升级。此前调控力度较弱的二线城市相应加码，多城市在限购、限贷之后采取“限售”模式且范围不断扩大。截至 2017 年末，全国已有超过 40 个城市实行“限售”措施。此外，自“930 调控”以来，三四线城市承接市场外溢需求，再加上城市棚改力度大，需求集中释放，房价上涨明显，此次调控也向中心城市周边的热点三四线城市蔓延，且主要集中于东部沿海城市群。根据 CREIS 中指数据显示，截至 2017 年 9 月末，74 个地级以上城市和 32 个县市出台调控。随着相关政策的持续推进，国内主要热点城市商品房成交面积显著减少，调控效果显现。

图表 8. 2016 年至 2017 年 10 月我国 30 大中城市商品房日均成交面积¹



资料来源：Wind 资讯

2017 年 4 月，住房城乡建设部及国土资源部下发的《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作的通知》（建房[2017]80 号）明确，建立健全购租并举的住房制度，培育和发展住房租赁市场；在租赁住房供需矛盾突出的超大和特大城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。总体而言，我国房地产市场在深化调控的同时，不断发展住房租赁市场、推进长效机制，有利于未来房地产市场的平稳运行。但同时也需关注到，导致目前房价高企与风险过度积聚的根源在于市场资金供给过剩，以及财政分配体制，持续的政策干预能否带来房地产市场真正的平稳运行，尚待观察。

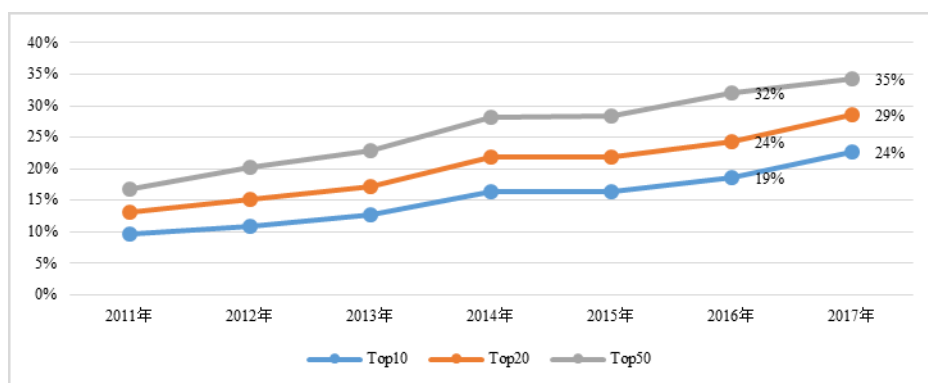
C. 竞争格局/态势

房地产开发企业的营业成本主要集中于前期土地购买，后续开发阶段所需的建材原料、劳动力等成本占比相对较小。由于房地产开发周期较长，因此行业普遍具有较大的债务融资需求。大型房地产开发企业在土地获取、融资能力、成本控制等方面具有显著优势，抗风险能力较强；而中小房地产开发企业自身实力有限，未来将面临较高的经营和财务风险。

房地产开发行业集中度近年来呈逐年上升趋势。CREIS 中指数据显示，2011-2017 年，Top10/Top20/Top50 该比值逐年提高。

¹ 30 大中城市为：北京、上海、广州、深圳、天津、杭州、南京、武汉、南昌、成都、青岛、苏州、福州、厦门、长沙、哈尔滨、长春、无锡、东莞、昆明、石家庄、惠州、包头、扬州、安庆、岳阳、韶关、南宁、兰州、江阴。其中杭州、南昌、武汉、哈尔滨、昆明、扬州、安庆、南宁、兰州、江阴 10 城市为商品房数据，其它城市为商品住宅数据。

图表 9. 规模房企市场占有率



资料来源：CREIS 中指数据、新世纪评级整理

自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 及 2019 年为房企公司债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

预计 2018 年在调控深化、金融去杠杆及监管趋紧的态势下，房地产行业融资渠道依然偏紧。房地产企业需要面对限售限贷、调控加码以及债务集中到期、资金成本上升等多重压力。大型房企可依据品牌优势和综合实力获得境内外资金支持，并不断创新融资工具；而依赖大量融资激进拿地、自身回款能力较弱的中小型房企将遭遇一定冲击，或将面临较高的信用风险。房企之间整合并购将继续加速，市场集中度将进一步提高。

图表 10. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标		核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	总资产	资产负债率	权益资本/刚性债务（倍）	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	2,428.97	34.10	11,653.47	83.98	0.95	372.08	823.23
绿地控股集团有限公司	2,901.74	14.34	8,494.44	88.51	0.35	138.90	549.88
华夏幸福基业股份有限公司	596.35	47.93	3,758.65	81.10	0.63	88.07	-162.28
重庆龙湖企业拓展有限公司	669.77	35.23	3,412.72	66.79	1.94	158.20	5.18
北京首都开发股份有限公司	366.78	32.72	2,404.63	80.59	0.45	36.14	-204.53
阳光城集团股份有限公司	331.63	25.08	2,132.50	85.66	0.27	22.28	88.19
金地(集团)股份有限公司	373.32	34.25	2,079.42	72.13	1.09	94.77	-69.89
泰禾集团股份有限公司	243.31	27.63	2,064.21	87.83	0.18	23.33	-125.53
新城控股集团股份有限公司	405.26	35.56	1,835.27	85.84	0.63	62.60	-104.85
金科地产集团股份有限公司	347.58	21.32	1,573.64	85.79	0.33	22.85	-84.86
光明房地产集团股份有限公司	208.11	20.49	541.54	79.92	0.49	19.88	16.79
新华联文化旅游发展股份有限公司	74.41	31.80	512.95	84.03	0.31	8.63	9.35
重庆市迪马实业股份有限公司	95.38	25.25	375.59	79.32	0.57	6.42	17.41
华远地产股份有限公司	99.04	28.03	343.53	77.46	0.47	11.52	6.84
中交地产股份有限公司	57.94	29.67	327.23	88.56	0.33	7.83	-36.14
格力地产股份有限公司	31.30	42.92	273.34	71.36	0.54	6.23	-21.02
广州珠江实业开发股份有限公司	42.40	37.28	136.44	71.64	0.57	5.26	7.76
重庆渝开发股份有限公司	10.41	24.33	63.07	45.19	2.23	0.98	6.03
卧龙地产集团股份有限公司	15.58	37.74	57.62	64.56	3.32	3.56	14.52
上海长峰(集团)有限公司*	42.43	67.39	646.08	48.74	2.27	17.77	28.43
上海申迪(集团)有限公司*	78.91	41.16	561.92	51.07	1.93	-2.95	34.73
浙江中国小商品城集团股份有限公司*	100.17	32.56	238.61	51.61	2.07	14.09	2.74
上海帝泰发展有限公司*	9.45	91.31	143.15	41.52	2.51	8.37	7.22
阳光新业地产股份有限公司*	5.34	51.96	72.15	49.01	1.49	1.90	1.48
上海北方企业(集团)有限公司*	1.20	54.65	69.23	68.41	0.63	0.08	0.75

资料来源：新世纪评级整理

注：带*号为商业地产企业

D. 风险关注

政策调控深化，楼市成交热度回落。2017 年起，调控政策由一二线热点城市向城市群扩围。根据中指数据显示，2017 年上半年，长三角、珠三角和京津冀三大城市群内部三四线城市联动中心城市出台收紧政策；下半年，三四线城市调控进一步扩围，集中在山东半岛城市群、海西城市群、安徽中部及中西部地区。加之近期多地限售政策加码，供需双限，各线城市整体成交面积回落。在地方政府对房地产销售节奏及价格持续干预的背景下，房企资金回笼速度及规模进一步承压。

市场需求受限，房企资金回笼承压。2017 年我国房地产行业的金融监管及信贷政策进一步收紧：地方政府加强商品房价格管控；银监会严厉打击“首付贷”、“消费贷”；多家商业银行上调首套房贷款利率，房地产金融端持续收紧。

此外，短期政策调控与长期住房制度建设相结合，一方面限售限购限贷政策持续加码抑制市场需求，一方面共有产权住房及长租公寓快速发展，促进购房需求向租房转化。在此背景下，有效购房需求显著受限，房企资金回笼承压。

融资渠道收窄，房企资金链压力显著加大。自 2016 年下半年开始，房企融资渠道陆续受限，银行开发贷、公司债、信托、私募等均已收紧。2016 年 10 月，上交所及深交所下发《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，对房地产企业公司债券发行审核试行分类监管；2017 年 2 月，中国基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理规范第 4 号-私募资产管理计划投资房地产开发企业、项目》，禁止私募资管产品通过明股实债、委托贷款等方式投资热点城市普通住/宅项目；2017 年 12 月，中国银监会发布《关于规范银信类业务的通知》，要求不得将信托资金违规投向房地产等限制或禁止领域，信托作为房地产融资的重要渠道面临收缩。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据 Wind 数据显示，2018 年及 2019 年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模分别为 5,001 亿元和 6,350 亿元，结合流动性收紧和市场交易下滑的预期，房企资金链压力凸显。

2. 业务运营

该公司为香港上市企业龙湖地产的核心经营主体，以中高档住宅开发为核心主业，并继续扩大保有商业物业的租赁经营业务。近年来公司合同销售额保持在较高水平，且在手项目较充足，区域分布较为分散，储备土地项目具有一定的成本优势，为业务的持续发展提供良好支撑。商业物业租金持续稳定增长，可为公司提供稳定的现金流来源。近三年公司营业毛利主要来自商品房销售业务，保持在较高水平，期间费用率控制在较低水平，整体盈利能力较强，但需关注行业政策对公司经营业绩波动性的影响。

该公司为龙湖地产的核心业务平台，以中高档住宅及配套商铺开发为主。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。2015-2017 年，公司分别实现营业收入 422.02 亿元、447.77 亿元和 669.77 亿元，其中，商品房销售收入分别为 385.81 亿元、412.50 亿元和 621.05 亿元，占比均在 90%以上，为公司主要的收入来源。公司物业管理和物业租赁业务收入继续保持良好的增幅，也在一定程度上提升了公司的经营业绩。

图表 11. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	基础运营模式	业务的核心驱动因素
房地产开发	国内	横向规模化	规模/资本
物业出租	国内	横向规模化	规模/资本/管理

资料来源：龙湖拓展

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 12. 公司核心业务收入及变化情况

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计	412.64	447.77	669.77
其中：核心业务营业收入（亿元）	411.00	445.26	665.36
在营业收入中所占比重（%）	99.60	99.44	99.34
其中：（1）商品房销售	385.81	412.50	621.05
在核心业务收入中所占比重（%）	93.87	92.64	93.34
（2）物业出租	13.06	15.65	23.67
在核心业务收入中所占比重（%）	3.18	3.51	3.56
（3）物业管理	12.13	17.11	20.64
在核心业务收入中所占比重（%）	2.95	3.84	3.10
（4）材料销售	0.94	1.87	1.15
在核心业务收入中所占比重（%）	0.23	0.42	0.17
毛利率（%）	32.57	31.79	35.23
其中：商品房销售（%）	31.31	29.98	33.86
物业出租（%）	77.01	83.37	73.34
物业管理（%）	25.07	27.80	24.12
材料销售（%）	8.51	12.34	5.87

资料来源：龙湖拓展

A. 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。2015-2017 年公司房地产签约销售面积分别为 316.63 万平方米、512.28 万平方米和 968.65 万平方米，签约销售金额分别为 422.45 亿元、768.37 亿元和 1,502.87 亿元，2017 年公司加大了推盘力度，签约销售面积和签约销售金额分别同比增长 89.09% 和 95.59%。得益于项目布局的优化，2017 年平均售价同比增长 3.4%。

图表 13. 公司最近三年房地产开发经营情况

主导产品或服务	2015 年	2016 年	2017 年
开（复）工面积（万平方米）	818.50	1,117.49	2,244.76
其中：新开工面积（万平方米）	369.80	706.73	1,716.97
竣工面积（万平方米）	392.30	478.71	667.73
签约销售面积（万平方米）	316.63	512.28	968.65
签约销售金额（亿元）	422.45	768.37	1,502.87
平均售价（元/平方米）	13,342	14,999	15,515

数据来源：龙湖拓展

2017 年，该公司营业收入主要来自重庆、北京、成都、杭州和宁波区域，公司逐步拓展全国性业务布局，销售收入来源相对分散，有利于降低单一地区市场波动风险。

图表 14. 公司商品房收入区域构成（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
重庆区域	71.13	18.44	67.27	16.31	99.46	16.01
成都区域	41.60	10.78	40.49	9.82	62.15	10.01
西安区域	16.06	4.16	24.93	6.04	32.08	5.17
北京区域	27.81	7.21	14.77	3.58	73.09	11.77
上海区域	48.30	12.52	19.86	4.81	30.92	4.98
苏南区域	19.44	5.04	28.36	6.88	41.05	6.61
杭州和宁波区域	43.31	11.23	94.48	22.90	68.03	10.95
沈阳区域	13.25	3.43	7.80	1.89	8.17	1.32
山东区域	15.45	4.01	49.25	11.94	51.81	8.34
南京区域	-	-	28.38	6.88	57.44	9.25
广州区域	-	-	7.08	1.72	8.48	1.36
其他区域	89.44	23.18	29.83	7.23	88.38	14.23
合计	385.81	100.00	412.50	100.00	621.05	100.00

数据来源：龙湖拓展，未进行追溯调整（苏南区域指：无锡和常州；山东区域指：济南、青岛、烟台）

截至 2017 年末，该公司在建及拟建房地产项目合计 130 个，在建项目总建筑面积 2,244.76 万平方米。2015-2017 年，公司开（复）工面积分别为 818.50 万平方米、1,117.49 万平方米和 2,244.76 万平方米，其中新开工面积分别为 369.80 万平方米、706.73 万平方米和 1,716.97 万平方米。2015 年，公司为去化库存，对新开工面积进行了管控，公司新开工面积及开（复）工面积有所下降，2016 年以来，公司加快了开发节奏，2017 年新开工面积同比增长 142.95%。2015-2017 年，公司竣工面积分别为 392.30 万平方米、478.71 万平方米和 667.73 万平方米。2017 年公司加速了项目周转速度，并大幅加大开工量，开工面积显著增长，未来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，截至 2017 年末，公司已进入

33 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。2017 年公司新增 76 幅土地，新增土地储备权益建筑面积 1,148.46 万平方米，主要系以联合拿地方式取得，新增地块集中于北京、广州、重庆、成都、济南、天津及宁波等城市。截至 2017 年末，公司土地储备总建筑面积为 5,201.49 万平方米（其中权益建筑面积 3,645.66 万平方米），在手土地储备平均成本较低²。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 40.20%、6.80%、25.82%、19.71%和 7.46%。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。截至 2017 年末，公司尚未支付的土地款金额为 104.63 亿元。

图表 15. 截至 2017 年末公司主要土地储备情况

地区	城市	总建筑面积 (万平方米)	所占比例 (%)	权益建筑面积 (万平方米)	所占比例 (%)
环渤海地区	北京	310.91	5.98	105.60	2.90
	沈阳	192.81	3.71	185.34	5.08
	青岛	176.63	3.40	92.86	2.55
	烟台	708.67	13.62	708.67	19.44
	济南	401.45	7.72	204.68	5.61
	大连	96.34	1.85	62.85	1.72
	天津	120.74	2.32	78.35	2.15
	保定	83.57	1.61	58.50	1.60
	小计	2,091.10	40.20	1,496.84	41.06
华中地区	长沙	149.85	2.88	93.85	2.57
	武汉	204.05	3.92	69.65	1.91
	小计	353.90	6.80	163.50	4.48
西部地区	重庆	730.43	14.04	537.97	14.76
	成都	447.21	8.60	312.70	8.58
	西安	86.56	1.66	80.00	2.19
	玉溪	79.04	1.52	79.04	2.17
	小计	1,343.24	25.82	1,009.71	27.70
长江三角洲地区	上海	107.15	2.06	64.74	1.78
	无锡	70.97	1.36	60.39	1.66
	常州	62.70	1.21	62.70	1.72
	杭州	264.09	5.08	160.60	4.41
	宁波	156.85	3.02	121.44	3.33
	苏州	37.70	0.72	25.47	0.70
	南京	164.89	3.17	136.94	3.76
	嘉兴	52.15	1.00	34.05	0.93
	合肥	108.51	2.09	47.32	1.30
	小计	1,025.01	19.71	713.66	19.58
华南地区	厦门	130.60	2.51	58.73	1.61
	泉州	107.39	2.06	107.39	2.95
	广州	97.24	1.87	60.81	1.67
	深圳	11.34	0.22	11.34	0.31

² 参考上市公司龙湖地产，截至 2017 年末龙湖地产在手土地储备平均成本 5,032 元/平方米，2017 年平均拿地成本为 6,445 元/平方米。

地区	城市	总建筑面积 (万平方米)	所占比例 (%)	权益建筑面积 (万平方米)	所占比例 (%)
	福州	19.27	0.37	6.94	0.19
	佛山	19.31	0.37	13.64	0.00
	珠海	3.10	0.06	3.10	0.09
	小计	388.24	7.46	261.95	7.19
合计		5,201.49	100.00	3,645.66	100.00

资料来源：龙湖拓展

B. 租赁业务

该公司投资的持有型商业物业主要为商场，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。

图表 16. 截至 2017 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 (%)
北京大兴天街	商场	14.46	99.3
北京长楹天街	商场	22.13	88.0
上海虹桥天街	商场	17.05	83.4
杭州滨江天街 1 期	商场	15.81	98.6
重庆 U 城天街 1 期	商场	1.55	95.8
重庆 U 城天街 2 期	商场	9.64	98.7
重庆北城天街	商场	12.08	99.3
重庆时代天街 1 期	商场	16.02	94.9
重庆时代天街 2 期	商场	15.45	98.0
重庆时代天街 3 期	商场	7.38	98.4
重庆西城天街	商场	7.60	96.2
重庆源著天街	商场	9.32	99.2
成都北城天街	商场	21.55	86.4
成都金楠天街	商场	9.16	100.0
成都三千集天街	商场	3.80	100.0
成都时代天街 1 期	商场	6.20	100.0
合计	-	189.20	-

资料来源：龙湖拓展

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。公司租金收入规模相对较小，但随着运营面积的增加而逐年增长，2015-2017 年分别为 13.06 亿元、15.65 亿元和 23.67 亿元，可为公司提供稳定的现金流来源。截至 2017 年末，公司已开业商业地产项目共计 23 个，较上年末增加 3 个天街，分别为重庆 U 城天街 2 期、重庆源著天街和杭州滨江天街 1 期。2017 年末已开业的商业物业建筑面积为 213.49 万平方米，较上年末增加 19.5%，整体出租率在 95%以上。

该公司规划中预计于 2018-2020 年陆续开业的商业地产项目有 14 个，规划建筑面积约为 145.46 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 17. 截至 2017 年末公司在建的商业物业情况

项目名称	规划建筑面积 (万平方米)	预计开业时间
北京房山天街	10.13	2018 年
上海闵行天街	11.39	2019 年
上海闵行星悦荟	2.69	2019 年
杭州滨江天街 II 期	2.21	2019 年
杭州紫荆天街	8.3	2019 年
南京河西天街	11.22	2020 年
南京江北天街	14.3	2020 年
南京六合天街	11.02	2019 年
南京龙湾天街	11.45	2019 年
常州龙城天街	11.89	2018 年
成都滨江天街	14	2020 年
成都上城天街	12	2019 年
成都西宸天街	15.03	2018 年
合肥瑶海天街	9.83	2019 年
合计	145.46	—

资料来源：龙湖拓展

除商场外，该公司响应国家“实行租购并举、培育和发展住房租赁市场”的政策，推出了满足年轻客户群体需求的长租公寓“冠寓”品牌。公司于 2017 年开始对外招租，截至 2017 年末，公司已开业长租公寓建筑面积 58 万平方米，分布于成都、重庆、苏州、杭州、厦门、西安、南京、上海、北京、武汉、广州 14 个城市，平均出租率 46.0%（其中开业超过 6 个月项目出租率达到 91.7%），已产生租金收入 0.40 亿元。

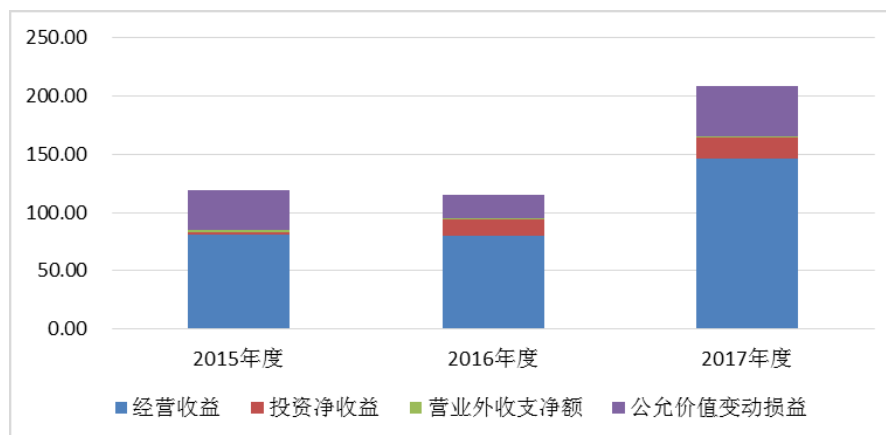
C. 物业管理和材料销售

该公司还通过提供物业管理服务获得一定收入。公司已在北京、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。2015-2017 年，公司物业管理服务收入分别为 12.13 亿元、17.11 亿元和 20.64 亿元，随着交房量增加而逐年增长。

此外，该公司还从事建筑材料销售等其他业务，但规模较小，2015-2017 年相关业务收入分别为 0.94 亿元、1.87 亿元和 1.15 亿元。

(2) 盈利能力

图表 18. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据龙湖拓展所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司主业突出，盈利主要来源于商品房销售业务，公允价值变动收益作为一定补充。近三年公司推盘速度加快，商品房销售结转使得营业毛利逐年增加，2015-2017 年分别为 134.40 亿元、142.33 亿元和 235.93 亿元，2017 年毛利同比增长 65.76%。同期，公司综合毛利率分别为 32.57%、31.79%和 35.23%，2017 年毛利率同比增加 3.44 个百分点。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度
营业收入合计（亿元）	412.64	447.77	669.77
毛利（亿元）	134.40	142.33	235.93
期间费用率（%）	4.03	6.06	5.97
其中：财务费用率（%）	-0.43	-0.24	-0.23
全年利息支出总额（亿元）	15.82	17.88	22.85
其中：资本化利息数额（亿元）	15.73	17.83	22.75

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

该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。随着公司项目投资规模和业务区域不断扩大，相应的人员成本增幅较大，管理费用逐年上升。2015-2017 年，公司期间费用分别为 16.89 亿元、27.15 亿元和 40.00 亿元；期间费用率分别为 4.03%、6.06%和 5.97%。总体看，公司期间费用控制在较低水平。

图表 20. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度
投资净收益（亿元）	1.72	13.91	18.90
其中：按权益法核算投资收益（亿元）	1.54	12.69	18.51
营业外收入（亿元）	2.13	1.61	1.37
其中：政府补助（亿元）	1.10	0.57	0.44
公允价值变动损益（亿元）	34.67	19.89	43.64
其中：投资性房地产（亿元）	34.67	19.89	43.64

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2015-2017 年，该公司公允价值变动净收益分别为 34.67 亿元、19.89 亿元和 43.64 亿元，主要源于投资物业资产价值重估。同期公司投资收益分别为 1.72 亿元、13.91 亿元和 18.90 亿元，2017 年投资收益主要来自按权益法核算长期股权投资获取的投资收益。

2015-2017 年，该公司利润总额分别为 119.21 亿元、114.82 亿元和 208.72 亿元；净利润分别为 92.24 亿元、87.96 亿元和 158.26 亿元。2015-2017 年，公司净资产收益率分别为 17.23%、12.57%和 16.34%，整体盈利能力较强。我国房地产市场易受政策调整影响，一二线城市严格实行“限购”政策，三四线城市去化压力大，需关注公司房地产业务盈利压力。

（3）运营规划/经营战略

从 2005 年起，该公司实施“区域聚焦、多业态”战略，开启全国化发展，2013 年，公司发展战略升级为“扩纵深、近城区、控规模、持商业”。

在商品房销售方面，该公司执行快速周转策略，保持适当的规模优势。在土地获取方面，公司坚持全国化战略，完善区域布局，聚焦一二线城市及其周边城市挖掘机会，并适度把握城市群发展机会。

该公司有计划地逐步加大持有型物业投入比例。商业地产方面，“天街”品牌经过多年运营，已成为较有影响力的品牌，2018 年计划新开业 3 个项目。在国家“购租并举”的政策导向下，公司布局长租公寓，推出了“龙湖冠寓”品牌，目前长租公寓业务已成为公司第四大业务板块，截至 2017 年末，已覆盖了 17 个一二线城市，累计开业 1.5 万间。公司在长租公寓方面缺乏足够的经验，具体运营情况有待考察。

管理

1. 产权关系与公司治理

嘉逊发展持有该公司 100%股权，吴亚军女士为该公司实际控制人。公司董事会为最高权力机构，治理结构较清晰；公司根据业务需要建立了较为合理

的组织结构，管理较为规范。

（1）产权关系

嘉逊发展直接持有该公司 91.30%股权，同时嘉逊发展间接持有成都兆江 100%股权，嘉逊发展直接和间接合计持有公司 100%股权。截至 2017 年末，自然人吴亚军女士通过个人信托合计持有龙湖地产 43.7%的股权，并间接控股嘉逊发展，吴亚军女士为公司的实际控制人。公司产权状况详见附录一。

（2）主要关联方及关联交易

该公司根据业务管理需要设立了战略发展部、法律事务部、财务部、人力资源部、工程部、运营部、投资发展部、公司品牌及营销部、研发部、造价采购部、商业地产部、流程与信息管理部、物业管理部、客户及市场研究部、公共事务部、创新及产城发展部、新业务筹备组、养老事业部、冠寓、内审部共 20 个部门，各职能部门间在业务开展中能够相互独立并保持顺畅协作。公司组织结构图见附录二。

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。2017 年，公司为关联方提供物业管理服务并获得收入合计 1,755.35 万元；公司向关联方销售货物（材料、苗木）取得收入合计 4,851.03 万元；公司向关联方提供咨询服务 2.07 亿元，向关联方收取资金占用费 2,902.10 万元；截至 2017 年末，公司提供的关联担保余额为 1.53 亿元；应收账款、其他应收款中与关联方相关款项合计 64.79 亿元，以免息的合营、联营企业往来资金拆借为主；其他应付款、应付账款及预收账款中关联方往来款合计 99.70 亿元，均为免息往来款。公司关联方资金往来金额较大，需关注资金占用风险。

（3）公司治理

2015 年 4 月以前，该公司根据《公司章程》设立了股东会、董事会和监事。根据《中外合资经营企业法实施条例》相关规定，董事会为公司最高权力机构，公司未定期召开股东会。2015 年 4 月，公司依照《中外合资企业经营法》及《中外合资经营企业法实施条例》相关规定，修订了《公司章程》，公司不设股东会，董事会为公司最高权力机构。目前，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。据公开披露信息，公司现任高级管理人员近三年无违法和重大违规行为。

2. 运营管理

该公司拥有较为清晰完善的经营管理体制，业务运营有序开展。

该公司根据业务和市场需要，建立了相关的管理制度及较有效的监督制约机制，形成了较为完善的经营管理体制。

在资产管理方面，该公司及控股子公司独立拥有与生产经营有关的土地使用权、房屋、生产经营设备、特许经营权等资产的所有权或者使用权，公司的控股股东、实际控制人及其控制的其他企业不存在违规占用公司的资金、资产和其他资源的情况。公司的资产独立于控股股东及实际控制人。

在人员管理方面，该公司建立了独立的人事档案、人事聘用和任免制度、人数考核、奖惩制度、工资管理制度，与全体员工签订了劳动合同，建立了独立的工资管理、福利与社会保障体系。公司人力资源部独立负责公司员工的聘任。

在机构管理方面，该公司的生产经营和办公机构与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业完全分开，不存在混合经营、合署办公的情形，也不存在控股股东、实际控制人及其控制的其他企业干预公司机构设置的情况。公司根据自身发展需要建立了完整独立的内部组织结构和职能体系，各部门之间职责分明、相互协调，自成为完全独立运行的机构体系。

在财务管理方面，该公司建立了独立的财务核算体系，独立做出财务决策和安排，具有规范的财务会计制度和财务管理制度；公司的财务与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业严格分开，实行独立核算，控股股东及实际控制人依照《公司法》、《公司章程》等规定行使股东权利，不越过董事会等公司合法表决程序干涉公司正常财务管理与会计核算；公司财务机构独立，公司独立开设银行账户，不与控股股东、实际控制人及其控制的其他企业共用银行账户；公司独立办理纳税登记，独立申报纳税。

3. 公司履约记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2018 年 5 月 3 日的公司本部不存在借款违约及欠息情况。

财务

近年来该公司债务规模随着经营业务规模扩大而不断上升，跟踪期内，债务期限结构有所弱化。受益于良好的存货周转及经营积累，公司资本实力逐年增强，处于行业较好水平，使得财务杠杆处于行业较低水平。刚性债务规模较大，但占比逐年降低，且主要为中长期刚性债务，即期偿债压力较小。公司销售回款率较高，现金流较为充裕，可为即期债务偿付提供一定保障。

1. 数据与调整

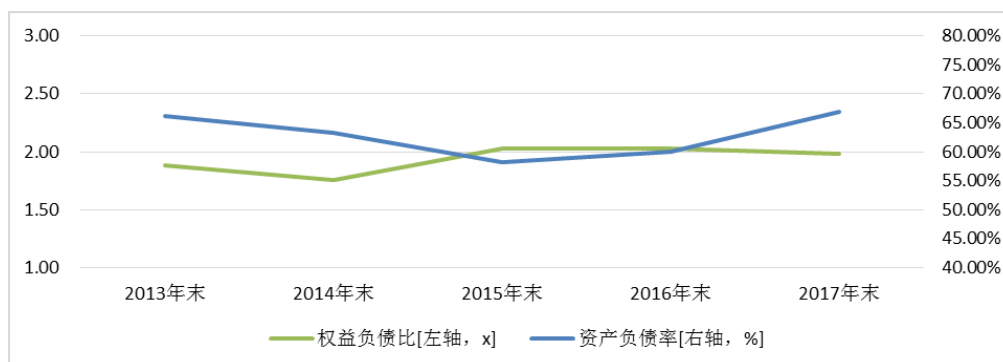
北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定。跟踪期内，公司针对 2017 年施行的《企业会计准则第 16 号——政府补助》、《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组合终止经营》及《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的相关规定进行了会计政策变更。

2017 年，该公司及并表子公司新增对 174 家公司投资，均取得控制权；当年公司转让原子公司上海合砚房地产有限公司全部股权，取得投资收益 379.58 万元。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



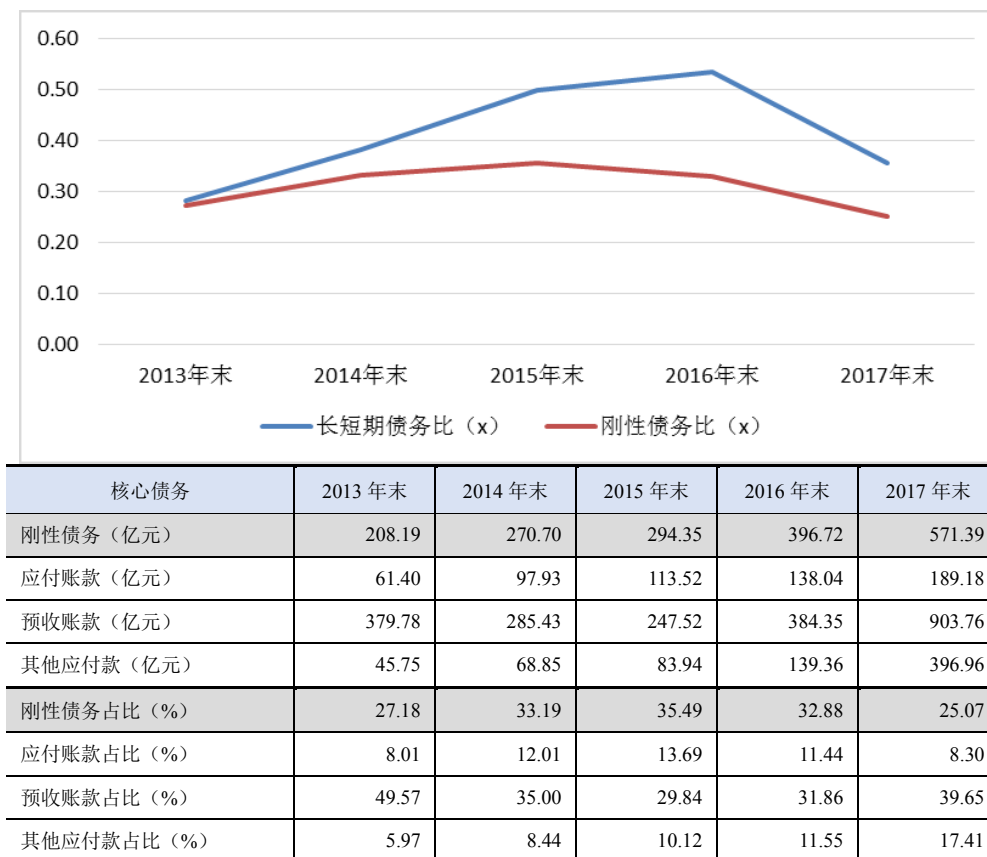
资料来源：根据龙湖拓展所提供数据绘制。

2015-2017 年末，该公司所有者权益分别为 596.02 亿元、803.59 亿元和 1,133.24 亿元，资本实力逐年提升。所有者权益以未分配利润和少数股东权益为主，2015-2017 年末分别占比 88.53%、91.61%和 94.08%，资本结构较不稳健。2015-2017 年末，公司权益负债比分别为 2.02、2.03 和 1.98；资产负债率分别为 58.19%、60.02%和 66.79%，剔除预收账款的资产负债率分别为 49.40%、50.57%和 54.83%。具体而言，得益于良好的经营积累，公司资本实力逐年增强，但由于房地产项目开发周期较长，资金需求量大。随着业务规模的逐步扩张，公司资金需求量增加，债务规模增速更快，其中 2017 年负债总额较上年末增长 88.95%，使得公司财务杠杆水平在 2015-2017 年有所上升。

整体看，虽然目前该公司财务杠杆水平处于行业较低水平，但从在建及拟建规模来看，公司未来一到两年仍将保持较大的资本开支，预计财务杠杆仍将继续上升。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据龙湖拓展所提供数据绘制。

该公司债务以刚性债务、预收账款、应付账款和其他应付款为主，2017 年末分别占比 25.07%、39.65%、8.30%和 17.41%。2015-2017 年，公司刚性债务占比逐年降低。截至 2017 年末，公司预收账款 903.76 亿元，主要为预收售房款，较上年末大幅增长 135.14%。应付账款 189.18 亿元，较上年末增长 37.05%，主要为应付工程款和材料款，其中账龄一年以内的占比 85.25%。其他应付款 396.96 亿元，主要为往来款、购房诚意金、代收代缴业主税费和保证金等，较上年末增长 184.84%，账龄一年以内的占比 94.39%；其他应付款前五名占比 30.15%，集中度较高，均为往来款。递延所得税负债 63.14 亿元，较上年末增长 27.47%，主要系投资性房地产公允价值变动所致。此外，公司应付嘉逊置地有限公司股利 12.92 亿元。

从债务期限结构来看，2015-2017 年末该公司长短期负债比分别为 0.50、0.53 和 0.36，2017 年由于公司加大了开工及推盘力度，其他应付款和预收账款大幅增加，导致期限结构偏向短期。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
短期刚性债务合计	64.57	76.15	61.06	26.40	37.18
其中：短期借款	5.73	6.59	3.40	0.32	-
应付票据	-	17.73	6.49	8.86	15.12
一年内到期的长期借款	58.69	51.68	35.74	12.92	16.19
其他短期刚性债务	0.15	0.15	15.43	4.30	5.86
中长期刚性债务合计	143.61	194.55	233.29	370.32	534.21
其中：长期借款	129.67	180.59	153.78	173.39	296.91
应付债券	13.94	13.97	79.51	196.93	237.30

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2015-2017 年末，该公司刚性债务分别为 294.35 亿元、396.72 亿元和 571.39 亿元。2017 年末，短期刚性债务 37.18 亿元，包括应付票据、一年内到期的长期借款和应付利息，短期刚性债务占刚性债务总额比重为 6.51%，占比较低，即期偿债压力较小。公司中长期刚性债务 534.21 亿元，为长期借款和应付债券。

从借款方式上，该公司银行借款以抵押借款为主，2017 年末为 209.77 亿元，占银行借款的 67%。除银行借款外，公司还通过发行债券融资，2017 年公司发行了 40.40 亿元的绿色债券，截至 2017 年末应付债券余额为 237.30 亿元。考虑到公司在建项目规模较大，后续面临较大融资需求，存在一定的投融资压力。

该公司存续的“15 龙湖 02”将于 2018 年 7 月启动投资者回售选择权，2019-2021 年，公司分别有 55 亿元、76 亿元和 93 亿元债券进入回售期，但考虑到公司货币类资产较为充裕，短期偿债压力不大。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 24. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
营业收入现金率 (%)	105.23	85.93	86.64	125.30	170.13
业务现金收支净额 (亿元)	6.02	79.81	102.82	30.12	80.26
其他因素现金收支净额 (亿元)	12.86	-9.32	-38.79	-22.54	-75.08
经营环节产生的现金流量净额 (亿元)	18.88	70.48	64.03	7.58	5.18
EBITDA (亿元)	87.25	124.65	119.85	115.30	208.83
EBITDA/刚性债务 (倍)	0.42	0.46	0.41	0.29	0.37
EBITDA/全部利息支出 (倍)	6.50	7.68	7.57	6.45	9.14

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

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，但由于房地产开发项目开盘销售情况年差异化较大，业务收支净额呈一定的波动性，2015-2017 年分别为 102.82 亿元、30.12 亿元和 80.26 亿元；同期营业收入现金率分别为 86.64%、125.30% 和 170.13%，因 2017 年房地产项目销售情况较好，营业收入现金率较上年大幅增加 44.83 个百分点。2017 年，公司往来款增加使得其他因素现金收支大幅净流出 75.08 亿元。

该公司 EBITDA 主要由利润总额构成，结构上变化较小。2017 年，公司 EBITDA 较上年增长 81.11% 至 208.83 亿元。由于刚性债务规模较大，EBITDA 对刚性债务的覆盖能力一般，但 EBITDA 对利息支出的覆盖程度较好。

(2) 投资环节

图表 25. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
回收投资与投资支付净流入额	-6.80	-3.53	-34.52	-45.55	11.96
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-22.38	-71.40	-54.95	-63.55	-181.23
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.00	-0.17	-1.94	-29.84	18.98
投资环节产生的现金流量净额	-29.18	-75.10	-91.41	-138.94	-150.29

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

该公司近年来持续稳步投资自持物业，对持有型商业物业保持了较大的开发力度，使得 2015-2017 年购建固定资产、无形资产和其他长期资产的现

金流分别净流出 54.95 亿元、63.55 亿元和 181.23 亿元。2015-2017 年，公司回收投资与投资支付的金额分别为-34.52 亿元、-45.55 亿元和 11.96 亿元。2015-2017 年，公司投资环节现金流净额分别为-91.41 亿元、-138.94 亿元和 -150.29 亿元，近年来投资活动现金净流出较大，主要依赖于外部筹资。

(3) 筹资环节

图表 26. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年 ³	2016 年	2017 年
权益类净融资额	-	67.45	126.55
债务类净融资额	-	75.42	113.24
其中：现金利息支出	-	17.88	22.85
筹资环节产生的现金流量净额	35.79	141.72	236.29

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2015-2017 年该公司债务融资净额分别为 17.75 亿元、75.42 亿元和 113.24 亿元，同期权益类融资净额分别为 17.74 亿元、67.45 亿元和 126.55 亿元。截至 2017 年末，公司有效期内尚有 20 亿元的公司债券额度未使用，公司股东背景强，与商业银行等金融机构保持良好的合作关系，尚未使用的授信额度 829.71 亿元。整体看，公司有一定的再融资能力，但随着在建项目规模的扩大，公司未来面临一定的融资压力。

4. 资产质量

图表 27. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	982.87	973.15	1031.04	1516.44	2669.91
	84.81%	75.44%	72.33%	75.44%	78.23%
其中：现金类资产（亿元）	115.22	133.61	141.90	155.27	247.21
应收款项（亿元）	53.89	63.30	92.85	166.77	263.59
其他应收款（亿元）	32.42	49.35	125.94	134.18	391.31
存货（亿元）	781.29	726.87	669.78	1,027.30	1,707.01
其他流动资产（亿元）	0.05	0.02	0.58	30.73	60.79
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	176.08	316.79	394.34	493.57	742.81
	15.19%	24.56%	27.67%	24.56%	21.77%
其中：投资性房地产（亿元）	151.63	290.09	365.36	410.86	563.36
长期股权投资（亿元）	10.63	10.67	12.13	52.37	131.49
期末全部受限资产账面金额（亿元）	380.93	311.72	245.74	158.50	299.12
期末抵质押融资余额（亿元）	176.82	216.43	177.97	141.89	213.49
受限资产账面余额/总资产（%）	32.87	24.17	17.24	7.89	8.76

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

³ 2015 年分配股利、利润与偿付利息支付的明细数据缺失

该公司资产以房地产项目待开发产品及开发成本为主要构成的流动资产为主,同期末流动资产余额占资产总额比重分别为 72.33%、75.44%和 78.23%。

该公司资产主要为货币资金、存货及投资性房地产,2017 年末三者合计占总资产比重为 73.77%,资产分布与主业的关联度高。2017 年末,货币资金余额为 247.21 亿元,其中受限资金 1.25 亿元。2015-2017 年末,存货余额分别为 669.78 亿元、1,027.30 亿元和 1,707.01 亿元,2015 年为应对市场变化,公司对项目开发节奏进行控制,2015 年末存货降至 688.21 亿元;2016-2017 年,公司加快了开发节奏,使得同期末公司存货规模分别增至 1,027.30 亿元和 1,707.01 亿元,2017 年末存货主要包括已完工开发产品 102.86 亿元、在开发产品 1518.65 亿元和拟开发土地 77.65 亿元;2015-2017 年,公司存货周转速度分别为 0.40 次、0.36 次和 0.32 次,周转率下降主要系公司加大了开工力度,考虑到公司全国性业务布局,存货周转速度较快。近年来,公司加大了商业物业开发及保有力,同时得益于公允价值重估收益,投资性房地产较快增长,2017 年末为 563.36 亿元⁴,较上年末增长 37.12%;2015-2017 年租金收入分别为 13.06 亿元、15.65 亿元和 23.67 亿元;同期末投资性房地产账面价值分别为 365.36 亿元、410.86 亿元和 563.36 亿元,投资性房地产存在价值高估风险。

此外,该公司预付款项主要为预付地价款、工程款和材料款,2017 年末账面余额为 240.34 亿元,较上年增长 60.86%,主要系当年拿地数量较多造成。其他应收款以往来款为主,2017 年末为 391.31 亿元,计提坏账准备 0.15 亿元,需关注后续回收风险。2017 年末,其他流动资产为 60.79 亿元,较上年末增加 30.06 亿元,主要为预交土地增值税、预交及待抵扣增值税、预交营业税等。长期股权投资 131.49 亿元,较上年末增加 79.12 亿元,主要系合作开发导致对合营及联营公司增加投资所致。在建工程 3.13 亿元为上海虹桥英迪格酒店。

受限资产方面,2017 年末,该公司受限资产合计 570.00 亿元,占总资产的 8.76%。其中货币资金受限金额为 1.25 亿元;用于抵押的存货 297.87 亿元;公司的子公司北京龙湖中佰置业有限公司将持有的南京金名城置业有限公司 100%股权,账面价值 9.49 亿元作为质押取得借款;投资性房地产中有 261.39 亿元作为抵押物提供抵押借款担保。

⁴ 截至 2017 年末,投资性房地产的初始成本为 345.33 亿元。

图表 28. 长期股权投资主要投资单位明细

被投资单位名称	初始金额 (万元)	年初数 (万元)	本期增加 (万元)	期末数 (万元)	持股比例 (%)
北京知泰房地产开发有限责任公司	102,000.00	0.00	163,190.13	163,190.13	34.00
苏州合本投资管理有限公司	5,000.00	123,971.45	4,455.75	128,427.20	50.00
广州市振梁房地产有限公司	85,000.00	0.00	118,280.88	118,280.88	50.00
杭州万科大家房地产开发有限公司	23000.00	0.00	117,936.12	117,936.12	10.00
北京葛洲坝龙湖置业有限公司	2,500.00	0.00	110,274.91	110,274.91	50.00
北京首开旭泰房地产开发有限责任公司	132,300.00	101,751.33	-760.19	100,991.14	49.00
厦门翔洲房地产开发有限公司	2,450.00	0.00	83,404.43	83,404.43	49.00
厦门首泰股权投资合伙企业（有限合伙）	118,358.80	72,090.86	-10,770.78	61,320.07	40.00
广州市湖品房地产有限公司	5,000.00	33,208.22	26,529.72	59,737.94	50.00
北京昭泰房地产开发有限公司	125,000.00	3,374.28	54,635.13	58,009.41	50.00

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末
流动比率 (%)	164.58	165.07	186.37	192.79	158.72
现金比率 (%)	19.29	22.63	25.65	19.74	14.70

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

由于该公司预收账款及其他应付款增长较快，2015-2017 年末流动负债的增长速度较流动资产和货币资金的增长速度快，使得同期末公司的流动比率和现金比率逐年降低。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。

6. 表外事项

2017 年末，该公司按房地产经营惯例为商品房承购人提供抵押贷款担保 82.95 亿元，为关联方取得借款提供保证担保 2.32 亿元。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司集团本部主要承担投融资职能及部分房地产销售及租赁业务。2017 年末，集团本部资产总计 492.05 亿元，主要由货币资金、其他应收款、应收股利、长期股权投资、投资性房地产构成，年末账面价值分别为 2.28 亿元、249.38 亿元、22.58 亿元、159.59 亿元和 57.29 亿元，其他应收款主要系关联方及子公司往来款。同期末，集团本部债务合计 343.35 亿元，资产负债率 69.78%，刚性债务 253.57 亿元，短期刚性债务 5.86 亿元。集团本部货币资金储备不足。2017 年营业收入 4.91 亿元，利润总额 10.30 亿元，经营性现金流持续净流出，2017 年净流出 19.14 亿元。总体看，集团本部资产变现能

力较差，货币资金储备一般，现金流持续净流出，偿债主要依赖于回收子公司往来款及应收股利。

外部支持因素

该公司主要与银行建立了良好的合作关系，间接融资渠道较为通畅。截至 2017 年末，公司获得的银行授信总额为 1,110.90 亿元，未使用额度为 829.71 亿元，仍有较大的融资空间。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 15 龙湖 02：回售，调整票面利率

该公司有权决定在存续期的第 3 年末上调本期债券后 2 年的票面利率；在其作出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司。截至 2018 年 6 月 19 日，“15 龙湖 02”回售登记金额为 165.33 万元，回售资金发放日为 2018 年 7 月 27 日。

2. 15 龙湖 03：回售，调整票面利率

该公司有权决定在存续期的第 5 年末上调本期债券后 2 年的票面利率；在其作出关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的本期债券按票面金额全部或部分回售给公司。新世纪评级将关注本期债券后续的票面利率调整和回售情况。

跟踪评级结论

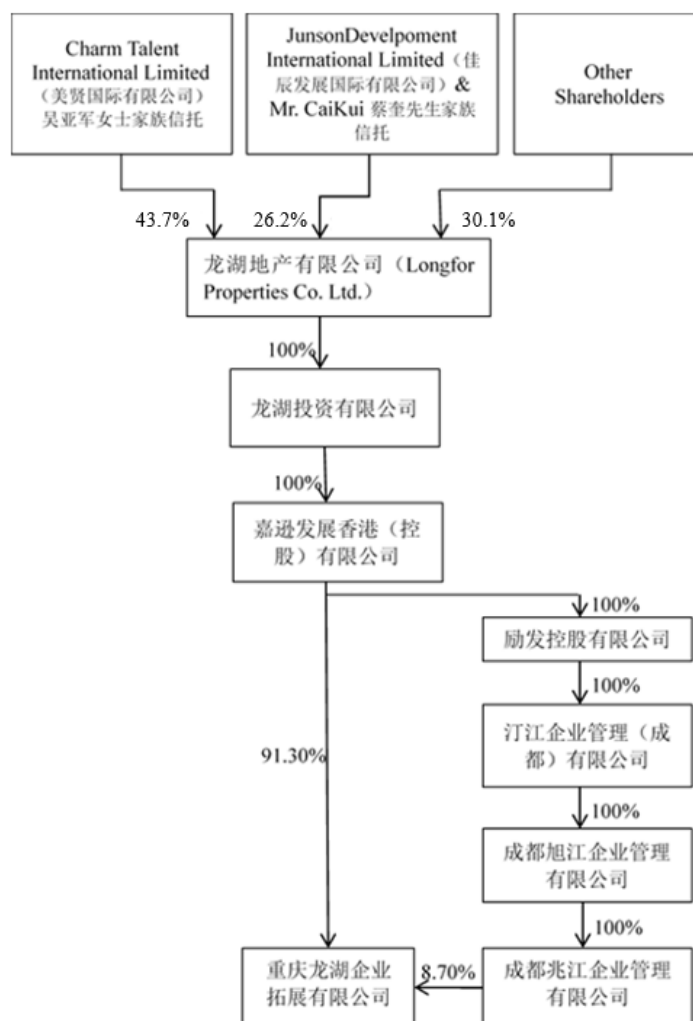
该公司为香港上市企业龙湖地产的核心业务平台，以中高档住宅开发为核心主业，并继续扩大保有商业物业的租赁经营业务。跟踪期内，公司继续执行快周转策略，合同销售额保持在较高水平。公司在手项目较充足，区域分布较为分散，储备土地项目具有一定的成本优势，为业务的持续发展提供良好支撑。商业物业租金持续稳定增长，可为公司提供稳定的现金流来源。近三年公司营业毛利主要来自商品房销售业务，保持在较高水平，期间费用率控制在较低水平，整体盈利能力较强，但需关注行业政策对公司经营业绩的影响。跟踪期内公司债务规模增大，债务期限结构有所弱化。受益于良好的存货周转及经营积累，公司资本实力逐年增强，处于行业较好水平，使得财务杠杆处于行业较低水平。刚性债务规模较大，但占比逐年降低，且主要

为中长期刚性债务，即期偿债压力较小。公司销售回款率较高，现金流较为充裕，可为即期债务偿付提供一定保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产市场走势与政策变化；（2）项目销售和资金风险；（3）资本支出压力；（4）投资性房地产估值风险。

附录一：

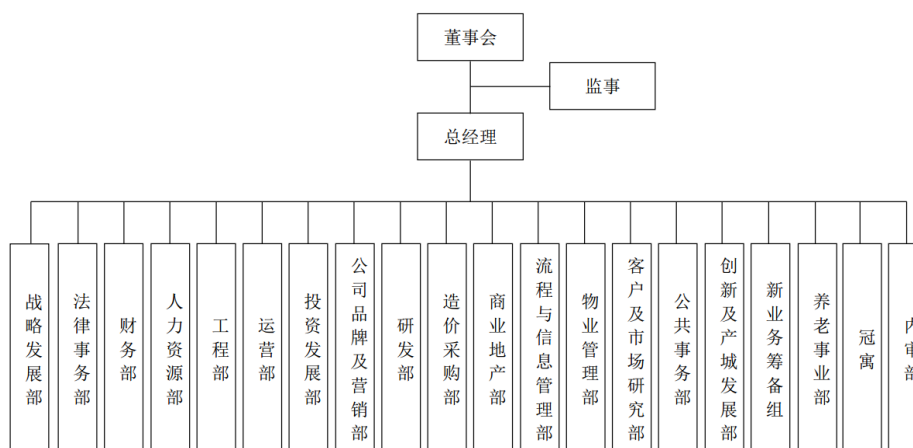
公司与实际控制人关系图



注：根据龙湖拓展提供的资料绘制（截至 2017 年末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据龙湖拓展提供的资料绘制（截至 2017 年末）。

附录三：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015 年	2016 年	2017 年
资产总额 [亿元]	1,425.38	2,010.01	3,412.72
货币资金 [亿元]	141.90	155.24	247.02
刚性债务[亿元]	294.35	396.72	571.39
所有者权益 [亿元]	596.02	803.59	1,133.24
营业收入[亿元]	412.64	447.77	669.77
净利润 [亿元]	92.24	87.96	158.26
EBITDA[亿元]	119.85	115.30	209.82
经营性现金净流入量[亿元]	64.03	7.58	5.18
投资性现金净流入量[亿元]	-91.41	-138.94	-150.29
资产负债率[%]	58.19	60.02	66.79
权益资本与刚性债务比率[%]	202.49	202.56	198.33
流动比率[%]	186.37	192.79	158.72
现金比率[%]	25.65	19.74	14.70
利息保障倍数[倍]	7.54	6.43	9.14
担保比率[%]	4.30	1.44	7.32
营业周期[天]	931.53	1,029.62	1,161.29
毛利率[%]	32.57	31.79	35.23
营业利润率[%]	28.52	25.39	31.10
总资产报酬率[%]	8.79	6.69	7.70
净资产收益率[%]	17.23	12.57	16.34
净资产收益率*[%]	20.21	15.53	20.12
营业收入现金率[%]	86.64	125.30	170.13
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	11.21	1.13	0.42
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.33	-12.90	-8.33
EBITDA/利息支出[倍]	7.57	6.45	9.18
EBITDA/刚性债务[倍]	0.42	0.33	0.43

注：表中数据依据龙湖拓展经审计的 2015~2017 年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×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%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计]×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 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+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录四：

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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，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。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。