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(2019)100495】

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	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪：	AAA/稳定/ AAA /2019 年 6 月 26 日	AAA /稳定/ AAA /2019 年 6 月 26 日
前次跟踪：	AAA/稳定/ AAA /2018 年 6 月 22 日	AAA /稳定/ AAA /2018 年 6 月 22 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	2016 年	2017 年	2018 年
金额单位：人民币亿元			
母公司口径数据：			
货币资金	1.16	2.28	2.13
刚性债务	203.36	253.57	338.79
所有者权益	140.01	148.69	217.78
经营性现金净流入量	-121.12	-19.14	-65.18
合并口径数据及指标：			
总资产	2,010.01	3,412.72	4,647.29
总负债	1,206.42	2,279.49	3,136.91
刚性债务	396.72	571.39	881.43
所有者权益	803.59	1,133.24	1,510.39
营业收入	447.77	669.77	1,115.98
净利润	87.96	158.20	213.90
经营性现金净流入量	7.58	5.18	44.57
EBITDA	115.39	209.74	289.33
资产负债率[%]	60.02	66.79	67.50
权益资本与刚性债务比率[%]	202.56	198.33	171.36
流动比率[%]	192.79	158.72	165.00
现金比率[%]	19.74	14.70	19.02
利息保障倍数[倍]	6.43	9.14	7.85
净资产收益率[%]	12.41	16.34	16.18
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.13	0.42	2.27
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.88	-8.33	-8.09
EBITDA/利息支出[倍]	6.45	9.18	7.91
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.43	0.40

注：根据龙湖拓展经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

分析师

周文哲 zwz@shxsj.com
杨亿 yangyi@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（简称“上述债券”）的跟踪评级反映了 2018 年以来龙湖拓展在市场地位、土地储备及项目盈利、租金收入、财务状况等方面保持优势，同时也反映了公司在房地产政策调控、项目去化和投融资、投资性房地产估值和关联资金往来等方面继续面临风险与压力。

主要优势：

- **市场地位较突出。**经过多年发展，目前龙湖拓展房地产业务已进入多个一线及二线热点城市，业务呈全国性布局。随着开发力度的加大，销售业绩持续提升，目前公司经营规模位居行业前列，市场地位较突出。
- **土地储备充足，项目盈利空间较大。**龙湖拓展土地储备充足，且平均获取成本较低，后续房地产业务开展及项目盈利空间较有保障。
- **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，偿债保障性强。**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，在业务快速扩张的情况下，财务杠杆仍保持在行业较低水平。公司债务期限结构偏向长期，即期债务偿付压力不大，公司现金回笼能力良好，货币资金较充裕，偿债保障性强。

主要风险：

- **房地产行业政策调控风险。**房地产行业受宏观经济环境和国家调控政策影响较大。房地产调控将对龙湖拓展房地产项目开发融资及销售等方面产生较大影响。

- 项目去化和投融资风险。龙湖拓展房地产业务开发力度持续加大，若项目去化不及预期，公司或面临一定的资金沉淀及投融资风险。
- 投资性房地产估值风险。龙湖拓展投资性房地产占总资产的比重较大，投资性房地产均采用公允价值计量，估值波动将对公司的账面盈利及财务产生一定影响。
- 关联方资金占用风险。龙湖拓展与关联方资金往来较为频繁，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；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 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）（简称“本期债券”，分为 2 个品种，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 2018 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。

经中国证券监督管理委员会于 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 日发行了本期债券，发行规模为 40 亿元，所募资金扣除发行费用后用于调整债务结构、补充流动资金。其中，15 龙湖 02（即品种一），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，发行票面利率为 3.93%；15 龙湖 03（即品种二），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%。

2018 年 6 月 14 日，该公司发布 15 龙湖 02 债券调整票面利率选择权行使的公告，调整幅度为 157BP，调整后票面利率为 5.50%；2018 年 6 月 14 日至 2018 年 6 月 19 日回售登记期内 15 龙湖 02 投资者回售有效登记数量为 1,653,299 手，回售金额 16.53 亿元，回售后 15 龙湖 02 待偿还本金余额为 3.47 亿元。15 龙湖 03 行权日为 2020 年 7 月 27 日，目前待偿还本金余额仍为 20 亿元。

图表 1. 截至 2019 年 5 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（%）	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
15 龙湖 01	20.00	5	4.60	2015-07-07	80.00 亿元/2015 年 6 月	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 亿元/2015 年 12 月	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

债项名称	发行金额（亿元）	期限（年）	发行利率（%）	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
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 亿元/2016 年 10 月	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 亿元/2017 年 12 月	正常
18 龙湖 04	20.00	3+2	4.98	2018-08-17		未到付息日
18 龙湖 03	30.00	3+2	4.96	2018-08-02	50.00 亿元/2018 年 6 月	未到付息日
18 龙湖 06	20.00	3+2	4.80	2018-11-06		未到付息日
19 龙湖 01	17.00	3+2	3.99	2019-02-21	55.00 亿元/2018 年 12 月	未到付息日
19 龙湖 02	5.00	5+2	4.70	2019-02-21		未到付息日
合计	**360.40**	-	-	-	-	-

资料来源：龙湖拓展

截至 2019 年 5 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 360.40 亿元，付息情况（若有）均正常。

业务

1. 外部环境

（1）宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，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并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，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，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水

平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，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。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

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。2019 年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。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并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内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冲击因素的风险。

该公司核心业务房地产开发与宏观经济发展密切相关。房地产销售情况受到宏观经济增长速度、人口因素、城镇化进程、住房制度改革等因素的影响，此外信贷政策、利率和外汇政策等融资环境变化也将影响房企盈利能力。

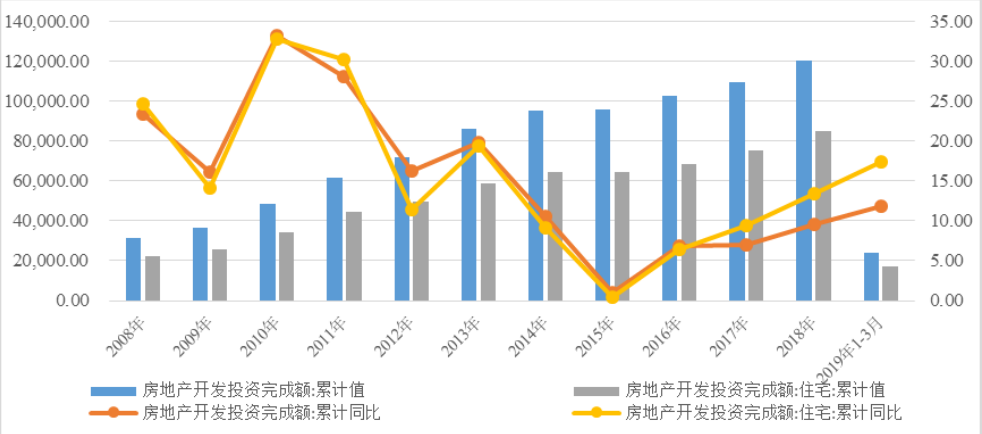
（2）行业因素

受到经济周期及政策调整的影响，房地产投资增速经历了一定的波动。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足，自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

A. 行业概况

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017 年，我国房地产开发投资完成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年增长 13.00%，增速高于房地产增速。

图表 2. 2008-2018 年及 2019 年第一季度房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：WIND

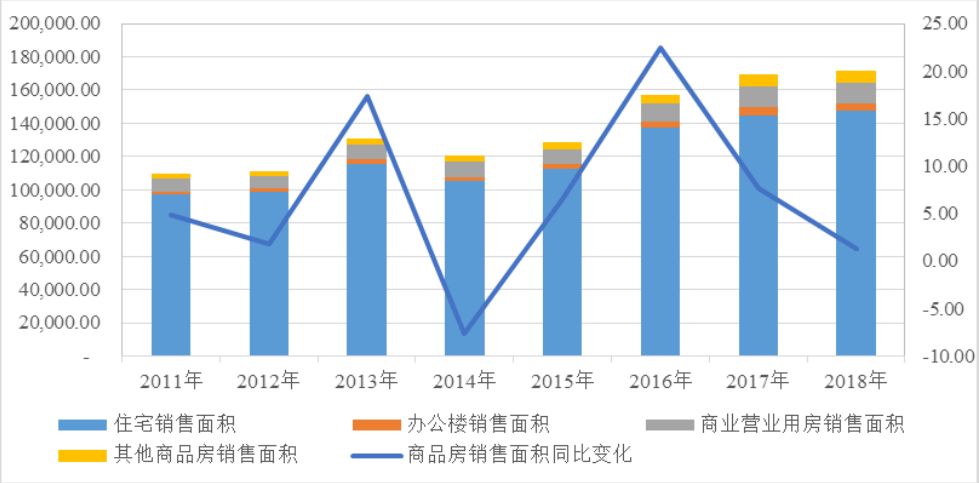
2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市[1]的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30%的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小， 2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018 年 40 个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由-27.37%收窄至-6.97%，跌幅较上年收窄 20.40 个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00%升至 0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的 7.69%回落至 6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018 年，全国 70 个大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨 7.27%，涨幅较上年回落 1.21 个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨 0.43%，涨幅较上年大幅回落 9.63 个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨 7.52%和 7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国 70 个大中城市二手住宅平均销售价格同比增长 5.55%，涨幅较上年回落 1.36 个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长 0.67%和 5.79%，涨幅分别回落 11.31 个百分点和 2.14 个百分点，三线城市平均销售价格增长 5.89%，涨幅微增 0.48 个百分点。总的来看，

[1] 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个。二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

2018 年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018 年全国商品房销售额为 15.00 万亿元，同比增长 12.2%，增速同比下滑 1.5 个百分点；其中住宅销售金额 12.64 万亿元，同比增长 14.7%，增速提高 3.4 个百分点。

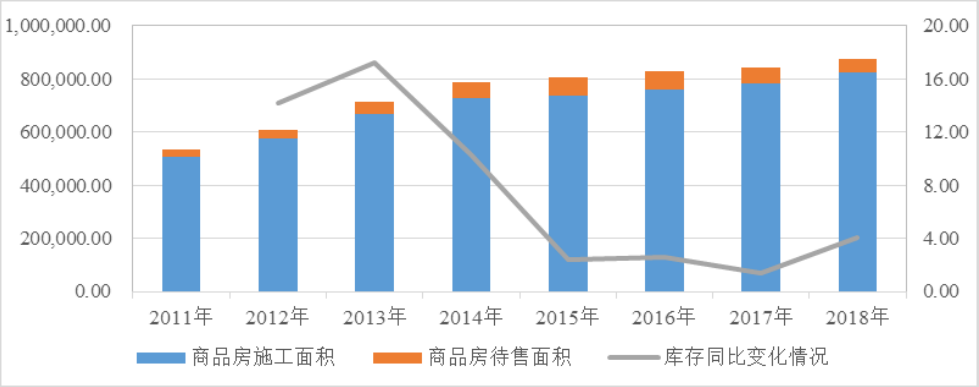
图表 3. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（单位：万平方米，%）



资料来源：WIND

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2010 年和 2011 年房地产投资的高速增长，带动了 2012 年和 2013 年库存的快速增长，随着 2012 年房地产投资增速的逐步回落，及政策面上自 2014 年 7 月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，央行数次下调贷款基准利率，同时国家通过棚改货币化，都助推行业去库存，2014 年库存增速大幅回落。2015-2017 年，住宅销售面积超过新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至 2018 年末，我国商品房市场库存为 87.47 亿平方米，较上年增长 4.08%；具体来看，商品房待售面积为 5.24 亿平方米，较上年末减少 11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的 78.15 亿平方米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

图表 4. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：WIND

2018 年以来，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 WIND 数据显示，2018 年，100 个大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米，同比增长 16.82%，其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米，同比增长 22.89%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24%以上的增长；其中二线城市住宅推地 1.35 亿平方米，同比增长 24.37%；三线城市住宅推地 1.65 亿平方米，同比增长 25.96%；在地方政府融资收紧背景下，土地出让金仍为地方政府主要的财政来源。而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年住宅推地同比减少 11.84%至 1,429.04 万平方米。

土地需求方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 WIND 数据显示，2018 年，全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米，同比下跌 8.91%，平均溢价率为 12.04%，较上年减少 14.31 个百分点；其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米，同比下跌 5.20%，溢价率为 13.58%，较上年同期下降 17.30 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势，2018 年，100 大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

图表 5. 2016-2018 年我国 100 个大中城市土地供应及成交情况

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积（亿平方米）	6.09	-7.31%	6.75	10.89%	7.88	16.82%
其中：住宅类用地推出面积（亿平方米）	2.22	1.21%	2.56	15.27%	3.14	22.89%
各类用地成交面积（亿平方米）	5.29	-3.04%	6.02	13.71%	6.66	10.69%
其中：住宅类用地成交面积（亿平方米）	1.86	1.44%	2.33	25.52%	2.51	7.33%
各类用地成交出让金（万亿元）	2.47	35.25%	3.32	34.31%	3.32	-0.02%
其中：住宅类用地出让金（万亿元）	1.94	43.44%	2.67	37.42%	2.67	-0.17%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,489.03	40.62%	2,862.29	15.00%	2,607.31	-8.91%
住宅类用地成交楼面均价（元/平方米）	4,302.28	48.68%	4,882.33	13.48%	4,628.38	-5.20%
各类用地成交溢价率		46.22%		26.36%		12.04%
住宅类用地成交溢价率		58.58%		30.88%		13.58%

资料来源：WIND

B. 政策环境

2018 年以来，我国房地产调控政策在稳中推进，在“房住不炒”的大政方针指引下，继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给，支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。对此，国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁房屋的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面，抑制购房投机行为，严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”，3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法，随着房地产税的逐步落地，购房需求或将回归刚需。

2018 年货币政策逐步趋松，流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下，房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响，房地产企业融资成本高企，中小企业逐步退出土地竞拍市场，购地加杠杆行为得到有效控制。

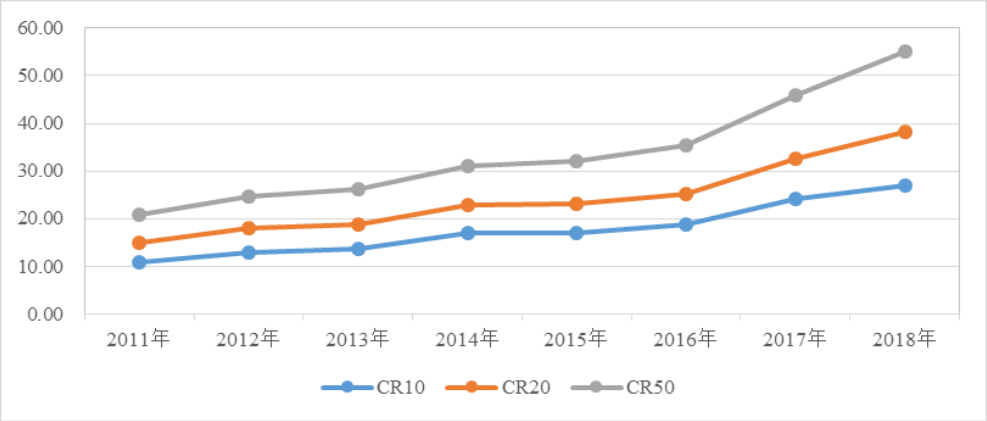
2018 年，各地房地产调控差异化明显，政策执行更精准。一方面，对于库存较低的城市，为防止房价上涨，采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式，引导房地产市场健康发展。另一方面，对于房地产库存仍在高位运行的城市，通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等，以满足居民的购房及改善住房的需求。

此外，各地政府积极发展租赁和共有产权市场，增加租赁住房供给，主张租购同权，同时推出共有产权房，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

C. 竞争格局/态势

经过一系列政策调控，房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018 年，CR10/CR20/CR50 该比值逐年提高，由 10.75%/14.98%/20.90%提升至 26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行业集中度将进一步提升。

图表 6. 规模房企市场占有率（单位：%）



资料来源：WIND

2018 年以来，房地产开发企业营业收入及净利润增速均出现增长。受益于销售价格的上涨，毛利率亦小幅上升。但已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足。行业整体财务杠杆有所上升，且债务期限结构趋向短期。同时，随着行业销售增速放缓，自由现金流缺口扩大。

图表 7. 行业内部分样本企业基本数据概览（2018 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）				
	签约销售金额	营业收入	毛利率	总资产	剔除预收账款后的资产负债率	归属母公司的权益/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	6,070	2,976.79	37.48	15,285.79	84.58	0.20	492.72	336.18
保利发展控股集团股份有限公司	4,048	1,945.55	32.48	8,464.94	65.89	0.46	261.49	118.93
新城控股集团股份有限公司	2,211	541.33	36.69	3,303.18	84.56	0.17	122.09	38.17
阳光城集团股份有限公司	1,629	564.70	26.06	2,633.97	79.62	0.20	36.06	218.31
四川蓝光发展股份有限公司	855	308.21	27.75	1,508.81	72.88	0.30	24.96	4.62
珠海华发实业股份有限公司	582	236.99	27.28	1,822.09	77.52	0.17	24.02	159.99
上海世茂股份有限公司	271	206.74	44.56	1,083.20	56.47	1.20	47.26	39.78
北京北辰实业股份有限公司	282	178.64	33.49	918.94	81.62	0.26	19.93	25.33
光明房地产集团股份有限公司	242	204.94	31.30	744.26	79.21	0.35	13.71	-87.34
中交地产股份有限公司	149	89.48	30.88	402.30	82.10	0.21	11.52	57.96
广宇集团股份有限公司	31	31.68	39.64	115.57	60.45	1.10	6.17	-11.10
龙湖拓展	**1,939**	**1,115.98**	**35.22**	**4,647.29**	**57.21**	**0.88**	**213.90**	**44.57**

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

购房需求结构调整，行业销售增速放缓，自由现金流缺口增大。2018 年以来，我国房地产调控政策实行“因城因地制宜、精准施策”的差异化措施。一方面通过限购、限价、限售、限贷等手段，抑制房地产投资投机需求入市；另一方面，棚改货币化、共有产权房等推出，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题，改善了人们的住房质量。目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退出。未来随着共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，购房需求逐步

向租房转化。受此影响，房地产行业销售增速已从高位回落。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型，进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加，自由现金流缺口不断扩大。

融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。2018 年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年 4 月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。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 数据统计，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超过 5000 亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

2. 业务运营

该公司为龙湖集团旗下核心经营主体，以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，公司房地产开发规模扩大，销售业绩持续提升。公司目前在手项目较充足，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。公司营业毛利主要来自商品房销售业务，毛利率保持在较高水平，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。

该公司为龙湖集团控股有限公司（简称“龙湖集团”）旗下核心经营主体，是国内领先的房地产开发企业，开发业态全面，涵盖住宅、商业及办公物业。近年来，公司以住宅开发为核心主业，并持续扩大租赁用商业物业的保有量。2016-2018 年，公司分别实现营业收入 447.77 亿元、669.77 亿元和 1,115.98 亿元；其中，商品房销售收入分别为 412.50 亿元、621.05 亿元和 1,049.20 亿元，占比保持在 90%以上，为公司最主要的收入来源。公司物业管理和物业租赁业务收入持续增长，也在一定程度上提升了公司的经营业绩。

图表 8. 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	业务的核心驱动因素
房地产开发	全国	规模/资本
物业租赁及物业管理	全国	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 9. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元、%）

主导产品或服务	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入合计	**447.77**	**669.77**	**1,115.98**
其中：核心业务营业收入（亿元）	445.26	665.36	1,110.88
在营业收入中所占比重（%）	99.44	99.34	99.54
其中：（1）商品房销售	412.50	621.05	1,049.20
在核心业务收入中所占比重（%）	92.64	93.34	94.45
（2）物业出租	15.65	23.67	35.32
在核心业务收入中所占比重（%）	3.51	3.56	3.18
（3）物业管理	17.11	20.64	25.58
在核心业务收入中所占比重（%）	3.84	3.10	2.30
（4）材料销售	1.87	1.15	0.78
在核心业务收入中所占比重（%）	0.42	0.17	0.07
毛利率（%）	**31.79**	**35.23**	**35.22**
其中：商品房销售（%）	29.98	33.86	34.24
物业出租（%）	83.37	73.34	64.53
物业管理（%）	27.80	24.12	23.67
材料销售（%）	12.34	5.87	0.96

资料来源：龙湖拓展

A. 房地产开发销售业务

近年来，该公司执行快速周转策略，销售业绩持续提升。2016-2018 年公司房地产签约销售面积分别为 512.28 万平方米、968.65 万平方米和 1,171.08 万平方米，签约销售金额分别为 768.37 亿元、1,502.87 亿元和 1,938.85 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%；2018 年签约销售面积和金额持续增长，增长率分别为 20.90%和 29.01%。得益于项目布局和产品结构的优化，2017 年及 2018 年签约销售均价分别同比增长 3.44%和 6.71%。

图表 10. 公司最近三年房地产开发经营情况

主导产品或服务	2016 年	2017 年	2018 年
开（复）工面积（万平方米）	1,117.49	2,244.76	3,592.92
其中：新开工面积（万平方米）	706.73	1,716.97	2,280.01
竣工面积（万平方米）	478.71	667.73	918.38
签约销售面积（万平方米）	512.28	968.65	1,171.10
签约销售金额（亿元）	768.37	1,502.87	1,938.85
平均售价（元/平方米）	14,999	15,515	16,556

数据来源：龙湖拓展

该公司商品房开发业务呈全国性业务布局，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。2018 年，公司营业收入增量主要来源于川渝地区、杭州及宁波区域及山东区域。2016-2018 年，商品房销售毛利率分别为

29.98%、33.86%和 34.24%，公司项目重点布局一线及二线城市，项目利润空间较厚。

图表 11. 公司商品房收入区域构成（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
重庆区域	67.27	16.31	99.46	16.01	127.06	12.11
成都区域	40.49	9.82	62.15	10.01	84.66	8.07
西安区域	24.93	6.04	32.08	5.17	36.77	3.50
北京区域	14.77	3.58	73.09	11.77	57.40	5.47
上海区域	19.86	4.81	30.92	4.98	61.13	5.83
苏南区域	28.36	6.88	41.05	6.61	41.08	3.92
杭州和宁波区域	94.48	22.90	68.03	10.95	260.14	24.79
沈阳区域	7.80	1.89	8.17	1.32	44.38	4.23
山东区域	49.25	11.94	51.81	8.34	122.58	11.68
其他	65.29	15.83	154.29	24.84	214.00	20.40
合计	**412.50**	**100.00**	**621.05**	**100.00**	**1,049.20**	**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）

2016 年以来，该公司开发节奏持续加快，2016-2018 年开（复）工面积分别为 1,117.49 万平方米、2,244.76 万平方米和 3,592.92 万平方米，其中新开工面积分别为706.73万平方米、1,716.97万平方米和2,280.01万平方米。2016-2018 年，公司竣工面积分别为 478.71 万平方米、667.73 万平方米和 918.38 万平方米。项目开发量显著增加，若销售去化不及预期，公司未来将面临一定资金沉淀风险，同时以前期项目去化资金进行分期滚动开发的项目将面临一定投融资压力。

该公司于环渤海地区、西部地区、长三角地区、华南地区及华中地区均有土地储备。2018 年，公司进一步拓展 13 个城市，新增土地储备 90 宗，目前公司待开发土地分布于全国 43 个城市，且仍主要集中在一线及二线城市。截至 2018 年末，公司持有土地对应总建筑面积合计 6,435.78 万平方米，其中环渤海地区、西部地区及长三角地区建筑面积占比分别为 35.0%、29.2%和 20.6%；土地对应总建筑面积较上年末增加 1,234.26 万平方米，其中贵阳、重庆、昆明、青岛及江苏等城市土地储备增量较多。2018 年末，公司土地储备对应权益建筑面积合计为 4,361.07 万平方米，较上年末增加 715.41 万平方米。公司新拓展区域主要以联合拿地方式取得地块，新进入城市土地对应建筑面积为 583.74 万平方米，权益建筑面积为 309.63 万平方米。2018 年末，公司土地储备加权平均权益比为 67.76%，较上年末下降 2.33 个百分点。公司在手土地储备成本较低，参考上市公司龙湖集团控股有限公司公告数据，截至 2018 年末土地储备平均成本为 5,218 元/平方米。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 12. 截至 2018 年末公司主要土地储备情况

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	294.46	4.6%	85.54	2.0%
	沈阳	245.14	3.8%	206.81	4.7%
	青岛	281.19	4.4%	181.81	4.2%
	烟台	705.21	11.1%	705.21	16.2%
	济南	466.62	7.3%	248.37	5.7%
	大连	52.42	0.8%	30.52	0.7%
	天津	105.01	1.6%	71.70	1.6%
	保定	78.40	1.2%	54.88	1.3%
	石家庄	16.59	0.3%	9.12	0.2%
	威海	9.52	0.1%	5.71	0.1%
	小计	**2,254.55**	**35.0%**	**1,599.67**	**36.7%**
华中地区	长沙	217.36	3.4%	111.84	2.5%
	武汉	273.41	4.3%	105.76	2.4%
	南昌	15.25	0.2%	9.91	0.2%
	郑州	16.53	0.3%	16.53	0.4%
	常德	39.38	0.6%	39.38	0.9%
	赣州	22.83	0.4%	8.22	0.2%
	小计	**584.76**	**9.1%**	**291.65**	**6.7%**
西部地区	重庆	922.03	14.4%	689.30	15.8%
	成都	419.95	6.5%	320.04	7.3%
	西安	129.03	2.0%	81.55	1.9%
	玉溪	73.76	1.1%	73.76	1.7%
	贵阳	200.44	3.1%	102.22	2.3%
	昆明	133.35	2.1%	49.59	1.1%
	小计	**1,878.56**	**29.2%**	**1,316.45**	**30.2%**
长三角地区	上海	79.89	1.2%	28.46	0.7%
	无锡	97.99	1.5%	80.38	1.8%
	常州	43.49	0.7%	43.49	1.0%
	杭州	265.28	4.1%	166.60	3.8%
	宁波	134.04	2.1%	105.64	2.4%
	苏州	132.21	2.1%	92.78	2.1%
	南京	229.73	3.6%	185.04	4.1%
	合肥	185.31	2.9%	120.93	2.8%
	嘉兴	53.49	0.8%	34.94	0.8%
	南通	75.36	1.2%	34.09	0.8%
	温州	9.88	0.2%	6.92	0.2%
	绍兴	21.62	0.3%	11.03	0.3%
	小计	**1,328.31**	**20.6%**	**910.29**	**20.9%**
华南地区	厦门	122.49	1.8%	54.22	1.2%
	泉州	73.05	1.1%	73.05	1.6%
	广州	77.53	1.2%	45.97	1.1%
	佛山	6.24	0.1%	3.18	0.1%
	深圳	11.34	0.2%	10.82	0.2%
	福州	36.80	0.6%	16.66	0.4%

地区	城市	总建筑面积	所占比例	权益建筑面积	所占比例
	珠海	39.18	0.6%	22.20	0.5%
	东莞	13.79	0.2%	13.79	0.3%
	南宁	9.20	0.1%	3.13	0.1%
	小计	**389.60**	**6.1%**	**243.01**	**5.6%**
总计		**6,435.78**	**100.0%**	**4,361.07**	**100.0%**

资料来源：龙湖拓展

B. 物业租赁业务

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，而社区商铺等则主要对外销售，以实现“高周转”的经营目标。

图表 13. 截至 2018 年末公司投入运营的天街系列物业出租情况

项目名称	建筑面积（万平方米）	出租率（%）
重庆北城天街	12.08	97.80
重庆西城天街	7.60	94.40
重庆时代天街 I 期	16.02	98.50
重庆时代天街 II 期	15.45	97.10
重庆时代天街 III 期	7.38	96.40
成都三千集天街	3.80	100.00
成都北城天街	21.55	92.10
成都时代天街 I 期	6.20	100.00
北京长楹天街	22.13	99.00
成都金楠天街	9.16	100.00
北京大兴天街	14.46	98.30
上海虹桥天街	17.05	90.30
重庆源著天街	9.32	99.80
重庆 U 城天街 I 期	1.55	99.20
重庆 U 城天街 II 期	9.64	96.20
杭州滨江天街 I 期	15.81	99.50
常州龙城天街	11.93	98.90
北京房山天街	10.37	99.30
成都西宸天街	15.26	100.00
合计	**226.75**	-

资料来源：龙湖拓展

近年来，随着实力的进一步增强，该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，2016-2018 年分别为 15.65 亿元、23.67 亿元和 35.32 亿元，可为公司提供稳定的现金流来源。公司各系列自持物业中天街系列对租赁业务收入贡献度高。截至 2018 年末，公司已开业天街系列项目共计 19 个，较上年末增加 3 个，分别为常州龙城天街、北京房山天街和成都西宸天街；建筑面积为 226.75 万平方米，较上年末增加 37.55 万平方米；2018 年上述项目整体出租率在 95%以上。

该公司规划中预计于 2019-2020 年开业的商业地产项目有 20 个，规划建筑面积为 204.68 万平方米。随着在建自持物业的建成及投入运营，预计公司租金收入将进一步增长。

图表 14. 截至 2018 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
上海闵行星悦荟	2.69	2019
南京六合天街	11.02	2019
上海闵行天街	9.49	2019
杭州滨江天街 II 期	2.21	2019
合肥瑶海天街	9.83	2019
成都滨江天街	14.00	2019
杭州西溪天街	13.00	2019
成都上城天街	12.00	2020
南京龙湾天街	11.45	2020
南京江北天街	14.30	2020
南京河西天街	11.22	2020
杭州紫荆天街	8.30	2020
重庆金沙天街	20.44	2020
苏州星湖天街	11.21	2020
长沙洋湖天街	10.00	2020
成都武侯星悦荟	3.15	2020
成都时代天街 II 期	6.30	2020
西安香醍天街	7.90	2020
苏州东吴天街	12.38	2020
重庆公园天街	13.80	2020
合计	**204.68**	-

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。截至 2018 年末，公司已开业长租公寓 5.3 万间，分布于北京、上海、杭州、南京、重庆、成都等一线及二线城市；平均出租率为 50.10%，其中开业 3-6 个月及超过 6 个月的长租公寓出租率分别为 70%和 87%。2018 年，长租公寓实现租金收入 4.27 亿元，占租赁业务总收入的 12.09%。

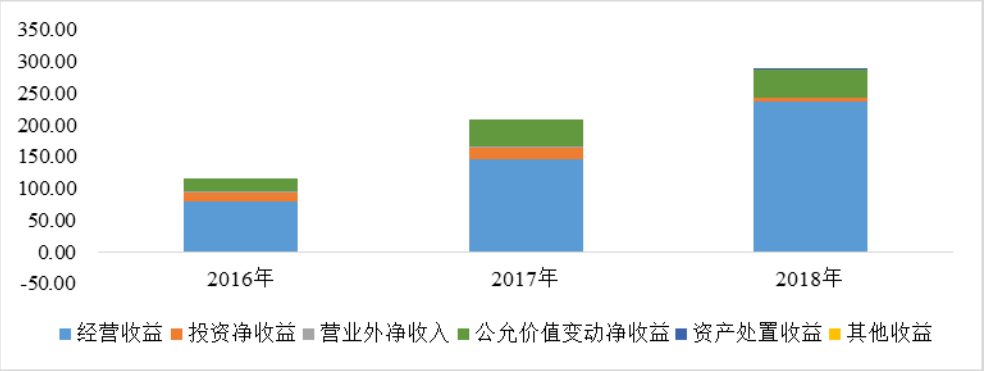
C. 物业管理和材料销售

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。2016-2018 年，公司物业管理服务收入分别为 17.11 亿元、20.64 亿元和 25.58 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业务，2016-2018 年收入分别为 1.87 亿元、1.15 亿元和 0.78 亿元，规模较小。

（2）盈利能力

图表 15. 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

2016-2018 年，该公司分别实现营业毛利 142.33 亿元、235.93 和 393.02 亿元，随着结算收入的增加而增加；综合毛利率分别为 31.79%、35.23%和 35.22%。同期，公司期间费用分别为 27.15 亿元、40.00 亿元和 68.24 亿元，随着公司业务规模及区域的不断扩大，管理费用逐年上升；期间费用率分别为 6.06%、5.97%和 6.11%，近年来控制在较低水平。公司利息支出费用化较少，期间费用以销售及管理费用为主，2016-2018 年销售费用分别为 12.15 亿元、16.55 亿元和 30.03 亿元，主要为销售人员薪酬及广告推广费用，随着销售力度的加大而逐年增加；管理费用分别为 16.08 亿元、25.01 亿元和 42.00 亿元，亦主要系职工薪酬。2016-2018 年，公司税金及附加分别为 35.28 亿元、50.20 亿元和 87.29 亿元，以土地增值税为主。同期，公司分别实现经营收益 79.90 亿元、145.73 亿元和 237.49 亿元，主营业务盈利规模持续扩大。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入合计（亿元）	447.77	669.77	1115.98
毛利（亿元）	142.33	235.93	393.02
期间费用率（%）	6.06	5.97	6.11
其中：财务费用率（%）	-0.24	-0.23	-0.34
全年利息支出总额（亿元）	**17.88**	**22.85**	**36.59**
其中：资本化利息数额（亿元）	**17.83**	**22.75**	**36.11**

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司投资收益分别为 13.91 亿元、18.90 亿元和 5.19 亿元，主要来自按权益法核算长期股权投资获取的投资收益，2018 年下降主要系确认苏州合本投资管理有限公司收益同比减少所致。公司营业外收入金额相对较小，除少量政府补助外，其余主要系违约金罚没收入。因公司开发的物业由存货转入投资性房地产以公允价值法计量，加之以往自持物业重新评估，2016-2018 年确认公允价值变动收益 19.89 亿元、43.64 亿元和 45.01 亿元。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度
投资收益（亿元）	13.91	18.90	5.19
其中：按权益法核算投资收益（亿元）	12.69	18.51	5.13
营业外收入（亿元）	1.61	1.37	1.96
其中：政府补助（亿元）	0.57	0.44	0.30
公允价值变动损益（亿元）	19.89	43.64	45.01
其中：投资性房地产（亿元）	19.89	43.64	45.01

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司利润总额分别为 114.82 亿元、208.66 亿元和 286.92 亿元；净利润分别为 87.96 亿元、158.26 亿元和 213.90 亿元。同期，公司净资产收益率分别为 12.57%、16.34%和 16.18%，整体盈利能力较强。我国房地产市场易受政策调整影响，需关注政策调控对公司房地产业务盈利的影响。

（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，2019 年计划新开业 7 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。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

跟踪期内，嘉逊发展仍为该公司之控股股东，吴亚军女士仍为公司之实际控制人。公司治理结构、组织结构及董监高人员未发生重大变化。因合作项目的开展，公司与关联方资金往来频繁，且金额较大，当前虽体现为对关联方资金的净占用，但后续仍需关注资金被占用风险。

截至 2018 年末，嘉逊发展香港（控股）有限公司（简称“嘉逊发展”）直接及间接持有该公司 100%股权，系公司控股股东。自然人吴亚军女士通过个人信托持有龙湖集团 43.94%的股权，系龙湖集团之控股股东；龙湖集团间接持有嘉逊发展 100%股权，因此吴亚军女士为公司的实际控制人[2]。公司

[2] 原吴亚军女士作为设立人成立的母亲信托持有 Silver Sea 100%股权，Silver Sea 持有 Charm

产权状况详见附录一。

跟踪期内，该公司治理结构和组织结构未发生重大变化。董事、监事及高管人员保持稳定。

关联交易方面，该公司关联方主要为合营、联营企业及上述二者之其他股东。2018 年，公司因销售商品、提供劳务产生的关联交易金额较小，其中为关联方提供物业管理服务实现收入合计 1,584.65 万元；销售货物实现收入合计 6,361.94 万元；提供咨询服务实现收入 9,403.34 万元；收取资金占用费 980.30 万元。因合作项目的开展，公司与关联方资金往来较为频繁，且金额较大，需关注资金占用风险。2018 年末，公司应收关联方款项（包括应收账款和其他应收款）合计 109.57 亿元，以免息的合营、联营企业往来资金拆借为主；应付关联方款项（包括其他应付款、应付账款及预收账款）合计 130.19 亿元，均为免息往来款；当年末资金往来体现为公司对关联方的资金净占用。截至 2018 年末，公司为关联方融资提供担保之在保余额为 11.40 亿元（其中，对重庆龙湖德卓地产发展有限公司担保余额为 4.40 亿元，上海合砚房地产有限公司担保余额 7.00 亿元），主要被担保企业经营正常，目前公司担保代偿风险尚可控。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 1 月 3 日的公司本部不存在借款违约及欠息情况。经查国家企业信用信息公示系统，截至 2019 年 5 月末公司本部口径不存在行政处罚信息，亦未被列入经营异常名录及严重违法失信企业名单。

财务

近年来，该公司负债规模随着经营业务规模扩大而不断增长，得益于良好经营积累，公司资本实力逐年增强，资产负债率虽有所提高，但财务杠杆水平仍处于行业较低水平。刚性债务规模较大，但主要为中长期刚性债务，与公司业务匹配度良好，即期债务压力不大；公司销售回款率较高，存量资金较为充裕，整体看公司债务偿付保障性强。

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 2016 年至 2018 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、

Talent 100%股权，Charm Talent 系龙湖集团控股股东。根据龙湖集团于 2018 年 11 月 22 日发布的《控股共向本公司发出有关股权事宜的通知》，2018 年 11 月 21 日 Silver Sea 的全部股权由母亲信托分派予吴亚军女士之女儿蔡馨仪女士作为设立人成立的女儿信托。根据蔡馨仪女士向吴亚军女士发出的承诺，前者无条件承诺及保证促使 Charm Talent 根据后者的指示行使 Charm Talent 持有龙湖集团股份的投票权，因此上述分派事项后吴亚军女士仍为公司的实际控制人。

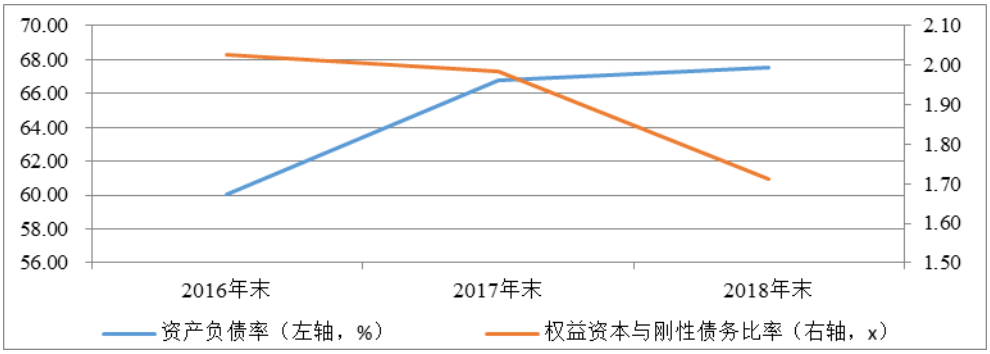
应用指南、解释以及其他相关规定。2017 年，公司针对当年施行的《企业会计准则第 16 号——政府补助》、《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组合终止经营》及《财政部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》的相关规定进行了会计政策变更。2018 年，公司因执行财政部发布的《企业会计准则第 14 号——收入（修订）》，合并营业收入较会计政策变更前增加 94.05 亿元、营业成本增加 62.74 亿元、税金及附加增加 7.10 亿元；另外，当年公司执行财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会 [2018]15 号）及《关于 2018 年度一般企业财务报表格式有关问题的解读》，对财务报表格式进行了修订。为保持财务数据的可比性，本评级报告根据审计报告附注，将涉及调整的会计科目按照财会（2018）15 号文执行前的列示口径进行了调整。

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。2018 年，公司合并范围新增子公司 172 家（主要为投资设立，因收并购新增的子公司数量为 19 家）；当年转让原子公司龙湖物业服务集团有限公司（简称“龙湖物业”）全部股权，龙湖物业及其下属公司不再纳入公司合并范围；另外，公司签订合作协议，转让原子公司宁波弘禄房地产信息咨询有限公司（简称“宁波弘禄”）部分股权，宁波弘禄及其下属公司不再纳入公司合并范围。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



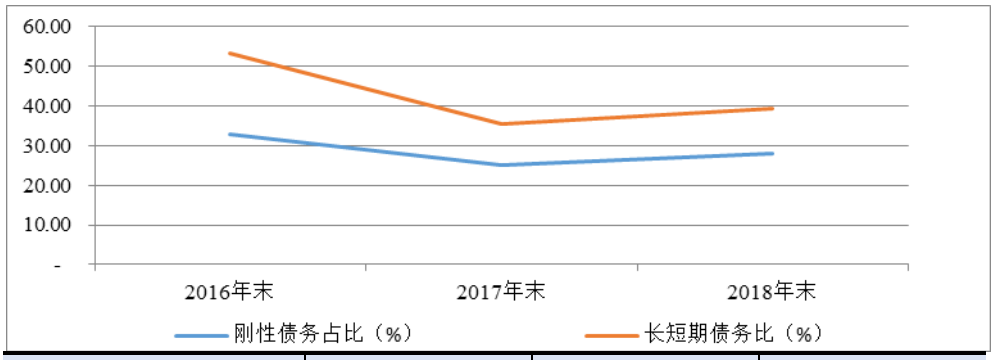
资料来源：根据龙湖拓展所提供数据绘制。

2016-2018 年末，该公司负债总额分别为 1,206.42 亿元、2,279.49 亿元和 3,136.91 亿元，规模逐年扩张。主要因合作项目的开展和盈利的留存，2016-2018 年末公司未分配利润分别为 447.04 亿元、561.94 亿元和 710.89 亿元，少数股东权益分别为 289.12 亿元、504.23 亿元和 731.61 亿元。主要受上述科目带动，公司所有者权益规模持续扩张，同期末分别为 803.59 亿元、1,133.24 亿元和 1,510.39 亿元。另外，同期末所有者权益中其他综合收益分

别为 46.65 亿元、46.60 亿元和 46.94 亿元，主要来源于投资性房地产公允价值变动。鉴于未分配利润及少数股东权益合计金额占所有者权益总额的比重已逾 95%，同时投资性房地产公允价值亦可能存在波动，需关注所有者权益的稳定性。2016-2018 年末，资产负债率分别为 60.02%、66.79%和 67.50%，剔除预收款项影响的资产负债率分别为 50.57%、54.83%和 57.21%，近年来公司财务杠杆水平虽有所上升，但在行业中仍处于较低水平。同期末，权益资本与刚性债务比率分别为 2.03、1.98 和 1.71，虽逐年下降，但目前权益资本对刚性债务的覆盖情况仍较好。

（2）债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2016 年末	2017 年末	2018 年末
刚性债务（亿元）	396.72	571.39	881.43
应付账款（亿元）	138.04	189.18	441.14
预收账款及合同负债（亿元）	384.35	903.76	1,117.58
其他应付款（亿元）	139.36	396.96	413.42
刚性债务占比（%）	32.88	25.07	28.10
应付账款占比（%）	11.44	8.30	14.06
预收账款及合同负债占比（%）	31.86	39.65	35.63
其他应付款占比（%）	11.55	17.41	13.18

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据绘制。

注：上表“占比”系占负债总额的比重；2018 年起公司将预收房地产销售款作为合同负债列示。

近年来，该公司负债中刚性债务占比约 30%。除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收款项和其他应付款构成。应付账款主要为应付未结算工程及材料款，随着公司开发量的增长逐年增加，2018 年末为 441.14 亿元，账龄集中于一年以内，占比为 95.28%。预收款项（或合同负债）主要系预收且未结转收入的购房款，2016-2018 年末分别为 384.35 亿元、903.76 亿元和 1,117.58 亿元，2017 年以来明显增加。其他应付款主要为往来款、购房诚意金、代收代缴业主税费和保证金等，2018 年末为 413.42 亿元，账龄集中于 1 年以内；其中往来款为 350.14 亿元，其中应付前五大债权人往来款项合计金额为 104.93 亿元，占比为 29.97%。除上述科目外，公司递延所得税负债金

额亦较大，2018 年末为 76.10 亿元，主要系因投资性房地产公允价值变动造成的应纳税暂时性差异而确认。

从负债期限结构来看，2016-2018 年末该公司长短期负债比分别为 53.38%、35.51%和 39.38%，2017 年以来由于公司加大了开工及推盘力度，应付账款、其他应付款和预收账款大幅增加，期限结构偏向短期。

（3）刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末
短期刚性债务合计	**26.40**	**37.18**	**71.29**
其中：短期借款	0.32	-	-
一年内到期的长期借款	12.92	16.19	40.79
应付票据	8.86	15.12	9.63
其他短期刚性债务	4.30	5.86	20.88
中长期刚性债务合计	**370.32**	**534.21**	**810.14**
其中：长期借款	173.39	296.91	502.29
应付债券	196.93	237.30	307.85

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

注：上表其他短期刚性债务核算内容包括应付利息及一年内到期的应付债券。

2016-2018 年末，该公司刚性债务分别为 396.72 亿元、571.39 亿元和 881.43 亿元。2018 年末，短期刚性债务为 71.29 亿元，较上年末增加 34.12 亿元，主要系长期借款及应付债券转入一年内到期的非流动负债核算所致。同期末，公司中长期刚性债务为 810.14 亿元，较上年末增加 275.93 亿元，其中长期借款为 502.29 亿元，较上年末增加 205.38 亿元。2016-2018 年末，公司短期刚性债务占刚性债务总额比重分别为 20.52%、6.65%和 6.51%，占比持续下降，整体看公司债务期限结构与房地产主业特性匹配性良好，即期偿债压力较小。

融资方式方面，2016-2018 年末该公司债券等直接融资余额占刚性债务的比重分别为 49.64%、41.53%和 34.93%，2018 年随着借款规模的加大，占比进一步下降。公司借款以抵、质押借款为主，2018 年末合计金额为 369.78 亿元，占银行借款的 68.09%。

3. 现金流量

（1）经营环节

图表 21. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
营业周期（天）	1,041.10	1,161.29	1,078.67
营业收入现金率（%）	125.30	170.13	128.29
业务现金收支净额（亿元）	30.12	80.26	253.41

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
其他因素现金收支净额（亿元）	-22.54	-75.08	-208.84
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	7.58	5.18	44.57
EBITDA（亿元）	115.30	209.74	289.33
EBITDA/刚性债务（倍）	0.29	0.43	0.40
EBITDA/全部利息支出（倍）	6.45	9.18	7.91

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。

房地产项目周期较长，土地购置、房地产项目开工及销售资金回笼情况变化等将直接影响该公司的经营性现金流。2016-2018 年，公司业务收支净额分别为 30.12 亿元、80.26 亿元和 253.41 亿元，近年来公司执行快速周转策略，开发及推盘力度加大，业务收支净额持续增加。同期，营业收入现金率分别为 125.30%、170.13%和 128.29%，因结算收入及现金回笼具非同步性而易产生较大波动，2017 年房地产项目销售资金回笼大幅增加，营业收入现金率较上年大幅增加 44.83%个百分点。2016-2018 年，其他因素现金收入净额分别为-22.54 亿元、-75.08 亿元和-208.84 亿元，2017 年以来因合作项目增加，应收往来款增加，净流出规模持续扩大。2016-2018 年，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 7.58 亿元、5.18 亿元和 44.57 亿元。

2016-2018 年，该公司 EBITDA 分别为 115.39 亿元、209.74 亿元和 289.33 亿元；EBITDA 主要由利润总额构成，近年来占比均超过 99%，结构上变化较小。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 22. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
回收投资与投资支付净流入额	-45.56	0.93	-35.36
取得投资收益净额	0.01	0.01	12.81
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	-63.55	-181.23	-161.12
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-29.84	30.00	-80.08
投资环节产生的现金流量净额	-138.94	-150.29	-263.75

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，2016-2018 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 63.55 亿元、181.23 亿元和 161.12 亿元。同期，公司回收投资与投资支付净额分别为-45.56 亿元、0.93 亿元和-35.36 亿元。其他因素对投资环节现金流的影响净额分别为-29.84 亿元、30.00 亿元和-80.08 亿元，2018 年

流出金额较大主要系因收并购取得子公司支付现金 63.49 亿元所致。2016-2018 年，公司投资环节现金流净额分别为-138.94 亿元、-150.29 亿元和-263.75 亿元，净流出量持续增加。

（3）筹资环节

图表 23. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年
权益类净融资额	67.45	126.55	135.53
债务类净融资额	75.42	113.24	279.17
其中：现金利息支出	-17.88	-22.85	-33.10
其他因素对筹资环节现金流量的影响	-1.15	-3.51	-14.28
筹资环节产生的现金流量净额	141.72	236.29	400.41

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

注：现金利息支出以负号填列。

2016-2018 年，该公司因收到合作项目其他少数股东认缴的现金出资，吸收投资收到的现金分别为 68.92 亿元、126.64 亿元和 183.48 亿元；2016-2017 年现金分红金额不大，2018 年发放现金股利大幅增至 47.96 亿元（其中子公司向少数股东分配的现金股利为 34.26 亿元）；2016-2018 年权益类净融资额分别为 67.45 亿元、126.55 亿元和 135.53 亿元。同期，借款及发行债券融入资金合计金额分别为 221.26 亿元、291.29 亿元和 533.30 亿元；偿还债务支付的现金分别为 127.96 亿元、155.20 亿元和 221.03 亿元，债务性本金分别净增加 93.30 亿元、136.09 亿元和 312.27 亿元，扣除现金利息支出后债务性融资净额分别为 75.42 亿元、113.24 亿元和 279.17 亿元。整体看，债务性融资为公司现金流平衡的重要手段，公司与商业银行等金融机构保持良好的合作关系，剩余授信额度充足，再融资能力较强。但随着房地产开发规模的扩大，若销售资金回笼不及预期，公司未来将面临一定的资金平衡压力。

4. 资产质量

图表 24. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动资产	金额（亿元）	1,516.44	2,669.91	3,713.63
	在总资产中占比	75.44%	78.23%	79.91%
其中：货币资金（亿元）		155.24	247.02	428.17
其他应收款（亿元）		134.18	391.31	494.04
预付款项（亿元）		149.41	240.34	131.19
存货（亿元）		1,027.30	1,707.01	2,534.43
其他流动资产（亿元）		30.73	60.79	100.20
非流动资产	金额（亿元）	493.57	742.81	933.66
	在总资产中占比	24.56%	21.77%	20.09%
其中：投资性房地产（亿元）		410.86	563.36	707.61

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
长期股权投资（亿元）	52.37	131.49	144.63
期末全部受限资产账面金额（亿元）	**158.50**	**570.00**	**895.83**
受限资产账面余额/总资产（%）	**7.89**	**16.70**	**19.28**

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司总资产分别为 2,010.01 亿元、3,412.72 亿元和 4,647.29 亿元；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 75.44%、78.23%和 79.91%。

2018 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产。其中，货币资金为 428.17 亿元，其中 1.79 亿元因作为保证金使用受限，受限比例仅为 0.42%，可动用的货币资金较充裕。近年来，随着合作开发项目的增加，公司其他应收款逐年增加，2018 年末为 494.04 亿元，其中应收往来款为 309.50 亿元，较上年末增加 57.89 亿元，主要系对合作方股东往来款项增加所致；其他应收款账龄主要以一年内为主，占比为 72.61%（以余额计算）。预付款项主要为预付地价款、工程款和材料款，2018 年末账面余额为 131.19 亿元。存货为 2,534.43 亿元，较上年末增加 827.42 亿元，主要系公司加大开发力度所致；存货中开发成本、开发产品及待开发土地账面价值分别为 2,254.39 亿元、122.47 亿元和 149.47 亿元。其他流动资产为 100.20 亿元，主要包括 72.50 亿元的待抵扣增值税和 21.58 亿元的预交土地增值税。

2018 年末，该公司非流动资产主要包括长期股权投资和投资性房地产。其中，长期股权投资为 144.63 亿元，系公司持有的合营及联营公司股权，较上年末增加 13.15 亿元。投资性房地产系公司自持物业，均采用公允价值计量，账面价值为 707.61 亿元，较上年末增加 144.25 亿元，当年由存货转入投资性房地产计量的物业成本为 99.24 亿元，当年公允价值变动增加额为 45.01 亿元；投资性房地产初始成本为 444.57 亿元，整体增值率[3]为 59.17%，关注相关物业的估值风险。

图表 25. 长期股权投资主要投资单位明细（单位：亿元、%）

被投单位名称	初始投资	2018 年年初数	2018 年追加投资	权益法下确认的投资收益	宣告发放股利或利润	2018 年期末数	持股比例
北京首开旭泰房地产开发有限责任公司	13.23	16.32	-	0.82	1.72	15.42	49.00
北京昭泰房地产开发有限公司	12.50	12.84	-	1.48	0.49	13.84	25.00
厦门首泰股权投资合伙企业（有限合伙）	11.84	11.83	-	-0.09	-	11.74	40.00
武汉园博园置业有限公司	11.98	11.79	-	-0.17	-	11.62	60.00
厦门莹泰置业有限公司	11.06	11.03	-	-0.02	-	11.00	49.00
北京知泰房地产开发有限责任公司	10.20	10.10	-	-0.14	-	9.96	34.00

[3] 公允价值变动金额/初始成本*100%

被投单位名称	初始投资	2018 年年初数	2018 年追加投资	权益法下确认的投资收益	宣告发放股利或利润	2018 年期末数	持股比例
广州市振梁房地产有限公司	8.50	8.34	-	-0.36	-	7.98	50.00
杭州龙孜投资管理有限公司	7.28	-	7.28	-0.05	-	7.23	26.00
南京怡置江北房地产开发有限公司	7.21	-	7.21	-0.02	-	7.19	49.00
青岛万毅置业有限公司	4.64	4.45	-	1.54	-	5.98	25.10

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

受限资产方面，2018 年末该公司受限资产合计 893.70 亿元，占总资产的 19.23%，主要因抵押借款增加，公司资产受限比率有所上升。其中，除 1.79 亿元货币资金外，受限资产主要为存货及投资性房地产，同期末受限部分账面价值分别为 653.02 亿元和 238.89 亿元，对应受限比率分别为 25.77%和 33.76%；另外，长期股权投资质押受限账面价值为 2.13 亿元，受限比率为 1.47%。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末
流动比率（%）	192.79	158.72	165.00
现金比率（%）	19.74	14.70	19.02

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司流动比率分别为 192.79%、158.72 和 165.00%，公司资产以开发物业存货为主，配套融资以长期融资为主，流动比率表现较好，但由于流动资产以存货开发成本及开发产品为主，变现能力易受房地产行业竞争及政策环境变动影响。同期末，现金比率分别为 19.74%、14.70%和 19.02%，公司当前货币现金较为充足，对即期债务偿付保障能力较强。

6. 表外事项

2018 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 85.43 亿元，代偿风险较小；另外，公司为关联方取得借款提供保证担保余额为 11.40 亿元，担保比率为 6.41%。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要承担管理职能、投融资职能及部分房地产销售及租赁业务。2018 年末，公司本部资产总计 690.73 亿元，主要由货币资金、其他应收款、长期股权投资、投资性房地产构成，年末账面价值分别为 2.13 亿元、428.56 亿元、200.37 亿元和 58.80 亿元；其中，其他应收款主要系公司本部向子公司拆借的资金及与关联方的往来款。同期末，公司本部负债总额为 472.95 亿元，资产负债率 68.47%，其中刚性债务为 338.79 亿元，短期刚性债务为 21.96 亿元。本部货币资金储备不足。2018 年，公司营业收入为 5.33 亿元，确认投

资收益 81.89 亿元，实现利润总额 85.02 亿元。当年，经营性现金净流量为 -65.18 亿元，维持净流出态势，主要系公司融得资金后以往来款形式拨付子公司使用所致。总体看，公司本部资产变现能力较弱，货币资金储备不足，现金流入主要依赖于对子公司往来款的回收及子公司分配股利，但鉴于公司对下属公司管控力度强，偿债资金调拨保障性强。

外部支持因素

1. 金融机构支持

该公司与银行等金融机构建立了良好的合作关系，间接融资渠道较为通畅。截至 2018 年末，公司获得的银行综合授信总额为 2,062.90 亿元，未使用额度为 1,143.00 亿元，后续融资空间仍充足。

图表 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	已使用授信	剩余授信
全部（亿元）	2,062.90	619.90	1,143.00
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	1,350.90	570.00	780.90
其中：大型国有金融机构占比（%）	65.49%	91.95%	68.32%

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理（截至 2018 年末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 15 龙湖 02：发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

15 龙湖 02 附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。该公司有权决定在 15 龙湖 02 存续期的第 3 年末上调或下调后 2 年的票面利率；在公司发布关于是否调整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 15 龙湖 02 按票面金额全部或部分回售给公司。

2018 年 6 月 14 日，该公司发布 15 龙湖 02 债券调整票面利率选择权行使的公告，调整幅度为 157BP，调整后票面利率为 5.50%；2018 年 6 月 14 日至 2018 年 6 月 19 日回售登记期内 15 龙湖 02 投资者回售有效登记数量为 1,653,299 手，回售金额 16.53 亿元，回售后 15 龙湖 02 待偿还本金余额为 3.47 亿元。

2. 15 龙湖 03：发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

15 龙湖 03 附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。该公司有权决定在 15 龙湖 03 存续期的第 5 年末上调或下调后 2 年的票面利率；在公

司发布关于是否调整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 15 龙湖 03 按票面金额全部或部分回售给公司。

跟踪评级结论

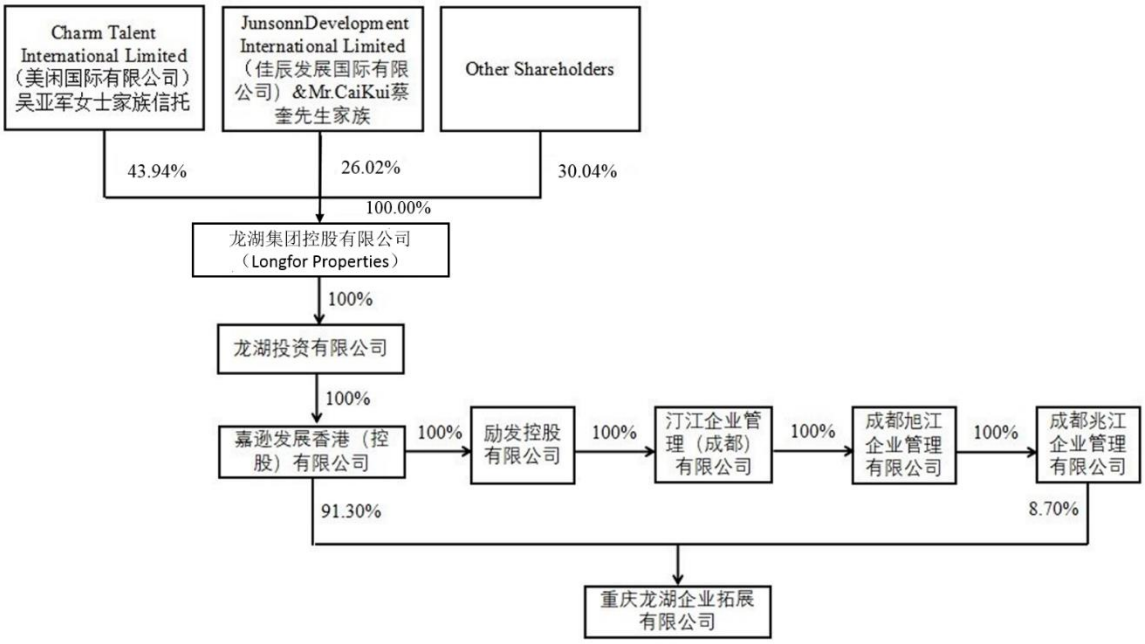
该公司为龙湖集团旗下核心经营主体，以住宅开发为核心主业，并继续扩大保有商业物业的租赁经营业务。近年来，公司加大房地产开发销售力度，销售业绩持续提升。公司目前在手项目较充足，区域分布较为分散，储备土地项目具有一定的成本优势，为业务的持续发展提供良好支撑。商业物业租金持续稳定增长，可为公司提供稳定的现金流来源。公司营业毛利主要来自商品房销售业务，毛利率保持在较高水平，期间费用率控制在较低水平，整体盈利能力较强，但需关注行业政策对公司经营业绩波动性的影响。

近年来，该公司负债规模随着经营业务规模扩大而不断增长，得益于良好经营积累，公司资本实力逐年增强，资产负债率虽有所提高，但财务杠杆水平仍处于行业较低水平。刚性债务规模较大，但主要为中长期刚性债务，与公司业务匹配度良好，即期债务压力不大；公司销售回款率较高，存量资金较为充裕，整体看公司债务偿付保障性强。

同时，我们仍将持续关注：（1）房地产市场走势与政策变化；（2）该公司拿地和开发节奏，以及项目销售去化情况；（3）公司与关联方资金往来情况；（4）投资性房地产估值风险。

附录一：

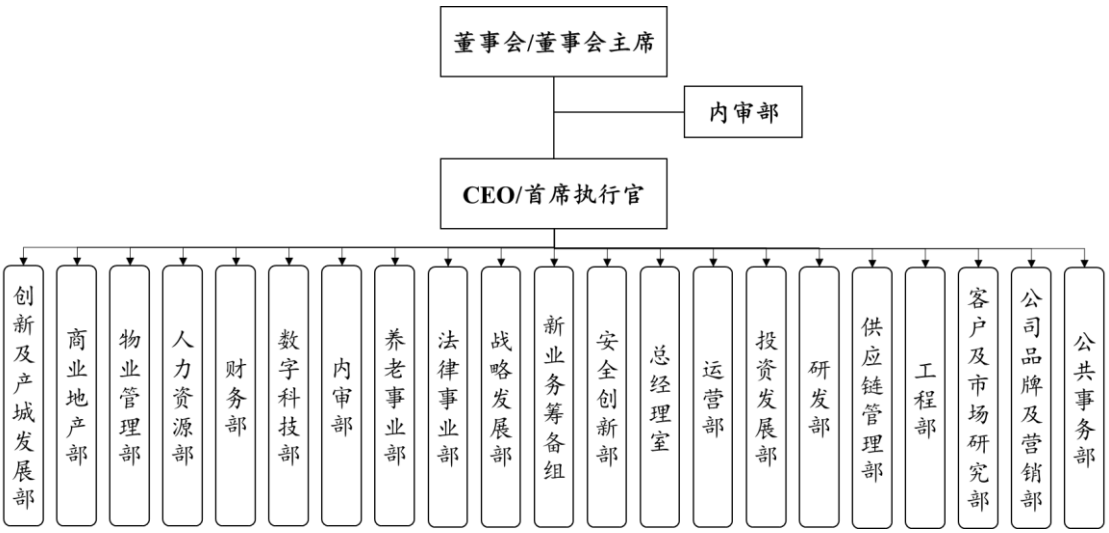
公司与实际控制人关系图



注：根据龙湖拓展提供的资料绘制（截至 2018 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 2018 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]	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额［亿元]	2,010.01	3,412.72	4,647.29
货币资金［亿元]	155.24	247.02	428.17
刚性债务[亿元]	396.72	571.39	881.43
所有者权益 [亿元]	803.59	1,133.24	1,510.39
营业收入[亿元]	447.77	669.77	1,115.98
净利润 [亿元]	87.96	158.20	213.90
EBITDA[亿元]	115.39	209.74	289.33
经营性现金净流入量[亿元]	7.58	5.18	44.57
投资性现金净流入量[亿元]	-138.94	-150.29	-263.75
资产负债率[%]	60.02	66.79	67.50
权益资本与刚性债务比率[%]	202.56	198.33	171.36
流动比率[%]	192.79	158.72	165.00
现金比率[%]	19.74	14.70	19.02
利息保障倍数[倍]	6.43	9.14	7.85
担保比率[%]	1.44	7.32	6.41
营业周期[天]	1,041.10	1,161.29	1,078.67
毛利率[%]	31.79	35.23	35.22
营业利润率[%]	25.39	31.09	25.78
总资产报酬率[%]	6.64	7.70	7.13
净资产收益率[%]	12.41	16.34	16.18
净资产收益率*[%]	15.24	20.10	23.29
营业收入现金率[%]	125.30	170.13	128.29
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	1.13	0.42	2.27
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.88	-8.33	-8.09
EBITDA/利息支出[倍]	6.45	9.18	7.91
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.43	0.40

注：表中数据依据龙湖拓展经审计的 2016-2018 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 级（含）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（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。

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。