

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(2020)100067】

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/2020 年 5 月 19 日	AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 19 日
前次跟踪	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 26 日	AAA/稳定/AAA/2019 年 6 月 26 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	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 人民币亿元			
发行人母公司数据:			
货币资金	2.28	2.13	4.10
刚性债务	253.57	338.79	365.48
所有者权益	148.69	217.78	287.61
经营性现金净流入量	-19.14	-65.18	24.14
发行人合并数据及指标:			
总资产	3,412.72	4,647.29	5,891.91
总负债	2,279.49	3,136.91	4,062.84
刚性债务	571.39	881.43	1,031.14
所有者权益	1,133.24	1,510.39	1,829.07
营业收入	669.77	1,115.98	1,441.18
净利润	158.20	213.90	270.56
经营性现金净流入量	5.18	44.57	168.61
EBITDA	209.74	289.33	367.63
资产负债率[%]	66.79	67.50	68.96
权益资本与刚性债务比率[%]	198.33	171.36	177.38
流动比率[%]	158.72	165.00	155.28
现金比率[%]	14.70	19.02	19.02
利息保障倍数[倍]	9.14	7.85	7.15
净资产收益率[%]	16.34	16.18	16.20
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.42	2.27	6.38
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.33	-8.09	-0.68
EBITDA/利息支出[倍]	9.18	7.91	7.24
EBITDA/刚性债务[倍]	0.43	0.40	0.38

注: 根据龙湖拓展经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算。

分析师

吴晓丽 wxl@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”)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 2019 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市场环境、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,租赁业务可为公司贡献稳定的现金流。
- **财务结构较为稳健,偿债保障性强。**受益于良好的经营积累及合作业务的开展,龙湖拓展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:

- **主业市场环境不确定性因素增多。**房地产行业受宏观经济环境和国家调控政策影响较大,且突发的新冠疫情对住宅销售及商业物业租赁影响较大。龙湖拓展房地产项目开发融资、销

- 售以及物业租赁等较易受到外部环境因素影响。
- 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。因合作项目的开展，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跟踪分析与评估，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 2019 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. 公司注册发行债务融资工具概况

债项简称	发行金额 (亿元)	待偿还本 金余额 (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	20.00	5	4.60	2015-07-07	80.00 亿元 /2015 年 6 月	正常
15 龙湖 02	20.00	3.47	3+2	3.93	2015-07-27		正常
15 龙湖 03	20.00	20.00	5+2	4.20	2015-07-27		正常
15 龙湖 04	20.00	20.00	5+2	4.08	2015-11-02		正常
16 龙湖 01	23.00	20.52	3+2	3.30	2016-01-25	118.00 亿元 /2015 年 12 月	正常
16 龙湖 02	18.00	18.00	5+3	3.68	2016-01-25		正常
16 龙湖 03	25.00	14.83	3+3	3.19	2016-03-04		正常
16 龙湖 04	15.00	15.00	5+5	3.75	2016-03-04		正常
16 龙湖 05	7.00	4.70	3+2	3.06	2016-07-13		正常
16 龙湖 06	30.00	30.00	5+2	3.68	2016-07-13		正常

债项简称	发行金额 (亿元)	待偿还本 金余额 (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
17 龙湖绿色债 01	16.00	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	14.40	5+2	4.67	2017-02-16		正常
17 龙湖绿色债 03	10.00	10.00	5+2	4.75	2017-03-06		正常
18 龙湖 01	30.00	30.00	5	5.60	2018-03-19	50.00 亿元 /2017 年 12 月	正常
18 龙湖 04	20.00	20.00	3+2	4.98	2018-08-17		正常
18 龙湖 03	30.00	30.00	3+2	4.96	2018-08-02	50.00 亿元 /2018 年 6 月	正常
18 龙湖 06	20.00	20.00	3+2	4.80	2018-11-06		正常
19 龙湖 01	17.00	17.00	3+2	3.99	2019-02-21	55.00 亿元 /2018 年 12 月	正常
19 龙湖 02	5.00	5.00	5+2	4.70	2019-02-21		正常
20 龙湖 01	5.00	5.00	3+2	3.55	2020-01-17		未到付息日
20 龙湖 02	23.00	23.00	5+2	4.20	2020-01-17	50.00 亿元 /2019 年 3 月	未到付息日
19 龙湖 03	5.00	5.00	3+2	3.90	2019-07-19		未到付息日
19 龙湖 04	15.00	15.00	5+2	4.67	2019-07-19		未到付息日
20 龙湖 04	30.00	30.00	5+2	3.80	2020-03-04		未到付息日
合计	438.40	406.92	-	-	-	-	-

资料来源：龙湖拓展

截至 2020 年 4 月末，该公司待偿还债券本金余额共计 406.92 亿元，付息情况（若有）均正常。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌

以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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。

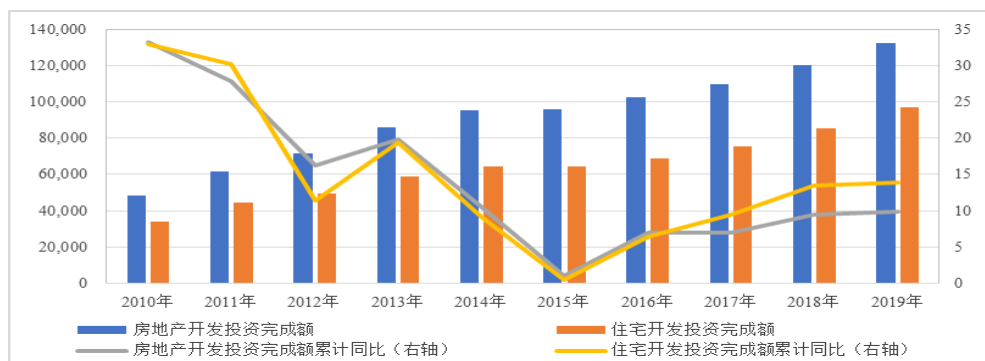
(2) 行业因素

2019 年我国房地产开发投资增速不减，但各地市场分化较明显。随着行业融资环境趋紧，资金及项目资源进一步向优势房企集聚，行业集中度持续提升。短期看，新冠疫情对房企销售资金回笼影响大，部分经营风格激进且债务到期较集中的房企信用风险将加大。

A. 行业概况

经过多年发展，房地产业已成为我国经济的主要支柱性产业之一。2010-2018 年，我国房地产开发投资完成额从 4.83 万亿元升至 12.03 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 3.40 万亿元升至 8.52 万亿元，占比保持在 70% 上下。2019 年我国房地产开发投资完成额为 13.22 万亿元，同比增长 9.9%，增速同比提升 0.4 个百分点，保持在较高水平。其中住宅开发投资完成额为 9.71 万亿元，同比增长 13.9%，增速同比略有提升。同时，各地区投资增速分化较为明显，其中东部地区¹增长 7.7%，中部地区²增长 9.6%，西部地区³增长 16.1%，东北地区⁴增长 8.2%。

图表 2. 2010-2019 年我国房地产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

2016 年以来我国商品房销售面积持续增长，但增速逐年收窄。2016-2018 年我国商品房销售面积分别为 15.72 亿平方米、16.94 亿平方米和 17.17 亿平方米，增速分别为 22.5%、7.7%和 1.3%。2019 年我国商品房销售面积出现负增长，但销售均价小幅提升，销售额仍有所增长。2019 年我国商品房销售面积为 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；其中住宅销售面积增长 1.5%，办公楼销售面积下降 14.7%，商业营业用房销售面积下降 15.0%。同期我国商品房销售额为 15.97 万亿元，同比增长 6.5%；其中住宅销售额增长 10.3%，办公楼销售额下降 15.1%，商业营业用房销售额下降 16.5%。根据 Wind 数据显示，2019

¹ 东部地区包括北京、天津、河北、上海、江苏、浙江、福建、山东、广东和海南等 10 个省份（直辖市）。

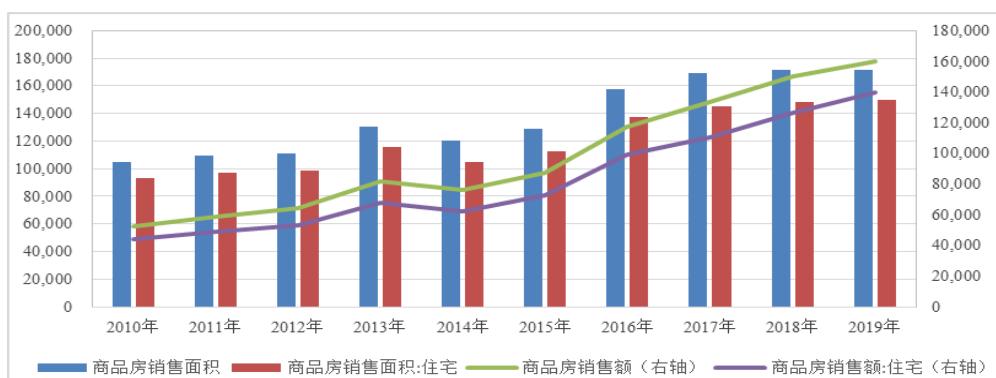
² 中部地区包括山西、安徽、江西、河南、湖北和湖南等 6 个省份。

³ 西部地区包括内蒙古、广西、重庆、四川、贵州、云南、西藏、陕西、甘肃、青海、宁夏和新疆等 12 个省份（直辖市、自治区）。

⁴ 东北地区包括辽宁、吉林和黑龙江等 3 个省份。

年百城⁵住宅均价为 14,922 元/平方米，同比上涨 3.90%；其中一线城市住宅均价 41,526 元/平方米，二线城市住宅均价 13,868 元/平方米，三线城市住宅均价 9,297 元/平方米，同比分别上涨 0.6%、5.3%和 6.1%，涨幅分别增加 0.1 个百分点、-1.9 个百分点和-4.6 个百分点。一线城市房价稳中略涨，二三线城市涨幅有所回落。从市场走势看，4 月份以来调控政策进一步收紧，行业经营压力逐步加大。

图表 3. 2010-2019 年我国商品房销售情况（单位：万平方米、亿元）



资料来源：国家统计局

受新冠肺炎疫情影响，房地产行业运行受到较大冲击。2020 年第一季度，全国房地产开发投资 21,963 亿元，同比下降 7.7%，其中住宅投资 16,015 亿元，下降 7.2%；商品房销售面积 21,978 万平方米，同比下降 26.3%，其中住宅销售面积下降 25.9%；商品房销售额 20,365 亿元，下降 24.7%，其中住宅销售额下降 22.8%。3 月份行业陆续复工，投资、销售的降幅均比 1-2 月份收窄，行业经营逐步回升。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显。

土地市场方面，2019 年我国住宅用地供应量同比略增。根据 CREIS 中指数据显示，当年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.30 亿平方米，同比增长 0.15%，其中住宅建设用地推出 5.47 亿平方米，同比增长 4.90%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅推地 1,700.24 万平方米，同比增长 20.11%，比上年增速提升 28.97 个百分点；二线城市住宅推地 21,651.01 万平方米，同比增长 13.34%，比上年增速下降 6.72 个百分点；三四线城市住宅推地 31,395.57 万平方米，同比减少 0.87%，比上年增速下降 34.44 个百分点。为缓解土地供应不足，一线城市加大供应力度，二、三四线城市受市场降温影响供应增速明显下降。

⁵ 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，共 22 个；三线城市邯郸、菏泽、湘潭、呼和浩特、廊坊、湖州、洛阳、潍坊、连云港、扬州、昆山、常州、昆明、徐州、日照、烟台、新乡、镇江、泉州、营口、东莞、桂林、南宁、金华、马鞍山、东营、株洲、无锡、德州、西宁、赣州、保定、常熟、银川、泰州、盐城、威海、乌鲁木齐、宿迁、贵阳、湛江、鞍山、衡水、鄂尔多斯、包头、南通、珠海、济南、嘉兴、石家庄、中山、聊城、秦皇岛、淮安、柳州、温州、惠州、绵阳、唐山、海口、北海、淄博、江阴、宝鸡、芜湖、张家港、兰州、台州、江门、绍兴、宜昌、佛山、三亚、汕头，共 74 个。

2020 年第一季度，疫情因素影响下部分房地产开发企业拿地计划后延。1-3 月份，房企土地购置面积 1969 万平方米，同比下降 22.6%；土地成交价款 977 亿元，下降 18.1%。4 月份，多地政府加大推地力度，土地供应量明显增多。多重因素作用下，资金充裕的房企将获得良好的投资机遇。

图表 4. 2017~2019 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

指标	2017 年		2018 年		2019 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）	10.94	8.15%	13.28	21.37%	13.30	0.15%
其中：住宅用地推出面积（亿平方米）	4.12	21.58%	5.22	26.75%	5.47	4.90%
各类用地成交面积（亿平方米）	9.47	10.05%	11.04	16.55%	10.99	-0.49%
其中：住宅用地成交面积（亿平方米）	3.64	26.47%	4.09	12.47%	4.40	7.52%
各类用地成交出让金（万亿元）	4.10	40.35%	4.26	3.87%	5.07	19.06%
其中：住宅用地出让金（万亿元）	3.36	47.84%	3.46	3.03%	4.27	23.39%
各类用地成交楼面均价（元/平方米）	2,391.88	24.96%	2,110.45	-11.77%	2,459.84	16.56%
住宅用地成交楼面均价（元/平方米）	4,020.21	21.03%	3,697.50	-8.03%	4,264.02	15.32%
各类用地成交溢价率		28.95%		13.14%		13.02%
住宅用地成交溢价率		33.92%		14.74%		14.42%

资料来源：CREIS 中指数据

B. 政策环境

2019 年以来我国房地产政策主体基调是“房住不炒”，以“稳”为主，房地产市场健康发展长效机制进一步完善。围绕“稳地价、稳房价、稳预期”的调控目标，落实城市主体责任，“一城一策”调控逐步推进，各地“因城施策”，有收有放。国家相关管理部门主要从市场监测预警、货币闸门管控、资金通道监管三个方面加强风险防范，下半年融资限制政策密集出台，房企融资渠道全方位收紧，不同规模房企融资成本进一步分化。市场秩序维护方面，各地加大市场监管力度，包括专项整治房产经纪机构乱象、严禁商品房捆绑销售、打击捂盘惜售和变相收取价外价、严审购房资格等。全年房地产政策调控呈前稳后严的特点。一季度受部分城市利率上浮水平有所下降、少部分城市放松限价及摇号等政策、多城落户政策放宽。但自 4 月开始，政策收紧力度加大，部分城市利率上浮水平止降回升，公积金贷款政策有所收紧，部分城市收紧土拍政策，个别城市税费减免政策退场。

2019 年国家积极推进集体经营性建设用地入市，一方面可以进一步增加土地供应，一方面可以缩减土地交易过程中出现的明显价差，促进土地价格理性回归。土地管理法的修订则从立法角度破除农村集体建设用地进入市场的法律障碍。

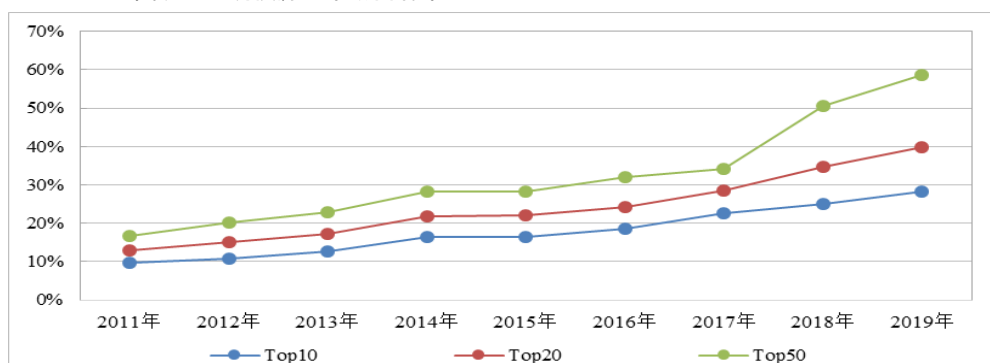
针对新冠肺炎疫情对经济运行的影响，国家出台一系列逆周期调节政策，加大货币信贷投放、保障流动性合理充裕。同时，部分省市出台房地产行业扶持政策，内容主要包括还款困难的贷款可适度展期、预售条件放宽、部分税收减免、工期顺延、土地出让金可延期交付、简化审批程序等方面，可部分对冲疫情影响。预计疫情影响下我国房地产市场调控基本政策不会明显松动，但融资环境的宽松有助于房企债务滚续与资金成本控制，优势房企将在融资及土地

购置等方面受益。

C. 竞争格局/态势

房地产开发行业是典型的资金密集型产业，债务融资依赖度高。持续多年的政策调控加速了资金更多地流向优势房企，行业集中度不断提升。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，在轮调控中表现出更为突出的控风险能力；而中小房企则因项目布局过于集中或融资受限等因素而不断遭受市场挤压。据 CREIS 中指数据，2018 年全国前 50 强房企销售占比首次超过 50%，2019 年继续提升至 59%。预计未来行业集中度仍将进一步提升。

图表 5. 规模房企市场占有率



资料来源：WIND、CREIS 中指数据

D. 风险关注

中小型房企面临挑战。近年土地市场出让条件严苛，大型房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、较强的融资能力和销售策略等优势，在轮调控中表现出更为突出的抗风险能力，进而进一步强化了其在债务融资渠道与融资成本控制，以及土地购置等方面的优势。中小房企则受制于项目布局过于集中或融资受限等因素，经营愈加困难。而部分虽然具备一定规模优势，但债务融资成本持续高企且难以有效降低的大中型房企，同样面临挑战。

转型压力持续加大。我国房企多采取高负债、高速度的扩张战略，近年来房地产政策调控下，当前粗放式高增长模式不可持续，随着去杠杆、稳金融等措施的执行，公司经营战略受到考验。目前房企集约化运营能力尚待逐步培育，转型压力持续加大。

业务运营面临的不确定因素增多。受新冠疫情因素影响，一方面政府出台了各项应对政策，尤其是货币政策进一步宽松，或将推动房地产市场需求；另一方面，经济增长显著放缓，居民投资与消费能力及意愿弱化，则会制约房地产市场需求的释放。短期内，房地产市场面临的不确定因素显著增多，市场分化或将更趋明显，教育与医疗服务等基础设施相对薄弱的城市，尤其是三四线城市，或将面临更大的压力。

短期流动性压力上升。新冠肺炎疫情对房地产开发与经营企业的影响主要体现在阶段性销售停滞，销售资金回笼急速放缓将显著加大房企的流动性压

力。短期内，优势房企可借助更为宽松的融资环境获得资金补充与债务滚续，但行业整体的流动性压力仍将趋于上升。

2. 业务运营

该公司为龙湖地产旗下核心经营主体，以住宅开发为核心主业，并继续扩大商业物业租赁和长租公寓租赁业务。跟踪期内，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。租赁业务收入持续稳定增长，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，整体盈利能力强。

该公司为龙湖地产旗下核心经营主体，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。公司主营业务以商品房开发销售为核心，近年来随着开发规模的扩大，销售业绩持续提升；公司持续扩大租赁物业的保有量，物业租赁收入持续增长，也在一定程度上提升了公司的经营业绩，同时可为公司提供稳定的现金流来源。另外，公司从事的物业管理业务为房地产开发业务的拓展延伸，近年来在开发规模扩大带动下物业管理业务规模亦同步扩张；因经营主体划转至龙湖集团旗下其他子公司，2019 年以来公司不再从事物业管理业务。

图表 6. 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 7. 公司核心业务收入及变化情况（单位：亿元）

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计	669.77	1,115.98	1,441.18
其中：核心业务营业收入	665.36	1,110.88	1,438.55
在营业收入中所占比重（%）	99.34	99.54	99.82
其中：（1）商品房销售	621.05	1,049.20	1,387.48
在核心业务收入中所占比重（%）	93.34	94.45	96.45
（2）物业租赁	23.67	35.32	50.28
在核心业务收入中所占比重（%）	3.56	3.18	3.49
（3）物业管理	20.64	25.58	-
在核心业务收入中所占比重（%）	3.10	2.30	-
（4）材料销售	1.15	0.78	0.79
在核心业务收入中所占比重（%）	0.17	0.07	0.06
毛利率（%）	24.33	23.76	42.61
其中：（1）商品房销售（%）	23.91	21.19	47.56
（2）物业租赁（%）	24.01	25.26	25.17
（3）物业管理（%）	24.12	23.67	-

主导产品或服务	2017 年度	2018 年度	2019 年度
(4) 材料销售 (%)	5.87	0.96	21.38

资料来源：龙湖拓展

2017-2019 年，该公司分别实现营业收入 669.77 亿元、1,115.98 亿元和 1,441.18 亿元。其中，商品房销售结转收入分别为 621.05 亿元、1,049.20 亿元和 1,387.48 亿元，占营业收入的比重保持在 90%以上，为公司最主要的收入来源。同期，公司综合毛利率分别为 35.23%、35.22%和 34.49%。

A. 房地产开发销售业务

跟踪期内，该公司执行快速周转策略，销售业绩持续提升。2017-2019 年公司房地产签约销售面积分别为 968.65 万平方米、1,171.08 万平方米和 1,398.52 万平方米，签约销售金额分别为 1,502.87 亿元、1,938.85 亿元和 2,356.14 亿元，2017 年以来公司加大了推盘力度，近三年签约销售面积和签约销售金额复合增长率分别为 13.02%和 16.17%。得益于项目布局和产品结构的优化，2017-2019 年公司签约销售均价分别为 15,515 元/平方米、16,556 元/平方米和 16,847 元/平方米，保持增长。

图表 8. 公司房地产开发运营情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
开（复）工面积（万平方米）	2,244.76	3,592.92	4,084.33
其中：新开工面积（万平方米）	1,716.97	2,280.01	1,938.40
竣工面积（万平方米）	667.73	918.38	1,411.96
签约销售面积（万平方米）	968.65	1,171.10	1,398.52
签约销售金额（亿元）	1,502.87	1,938.85	2,356.14
平均售价（元/平方米）	15,515	16,556	16,847

资料来源：龙湖拓展

该公司商品房开发业务呈全国性布局，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、浙江区域及山东区域；2019 年山东区域和川渝地区销售结转收入金额进一步增长，浙江区域结转收入金额虽同比有所减少，但规模仍较大，上述区域结转收入金额合计占比达到 57.08%。2017-2019 年，公司商品房销售毛利率分别为 33.86%、34.24%和 33.48%。由于公司项目重点布局一线及二线热点城市，项目利润空间较大。

图表 9. 公司商品房收入区域构成（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
重庆区域	99.46	16.01	127.06	12.11	250.45	18.05
成都区域	62.15	10.01	84.66	8.07	125.13	9.02
西安区域	32.08	5.17	36.77	3.50	27.87	2.01
北京区域	73.09	11.77	57.40	5.47	42.02	3.03
上海区域	30.92	4.98	61.13	5.83	24.08	1.74
苏南区域	41.05	6.61	41.08	3.92	66.35	4.78
浙江区域	68.03	10.95	260.14	24.79	166.25	11.98
沈阳区域	8.17	1.32	44.38	4.23	63.32	4.56

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
厦门区域	66.82	1.32	79.81	7.61	58.26	4.20
山东区域	51.81	8.34	122.58	11.68	250.15	18.03
其他	87.47	14.08	134.19	12.79	313.61	22.60
合计	621.05	100.00	1,049.20	100.00	1,387.48	100.00

资料来源：龙湖拓展

2017-2019 年，该公司开（复）工面积分别为 2,244.76 万平方米、3,592.92 万平方米和 4,084.33 万平方米，其中新开工面积分别为 1,716.97 万平方米、2,280.01 万平方米和 1,938.40 万平方米；同期，竣工面积分别为 667.73 万平方米、918.38 万平方米和 1,411.96 万平方米。2019 年公司新开工面积虽同比有所减少，但仍大于竣工面积，公司存量项目开发规模仍持续扩大，若后续项目销售去化不及预期，公司仍将面临一定的项目投融资压力。

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。2019 年，公司新进入 11 个城市，新增土地储备 90 宗；截至 2019 年末，公司土地储备分布于全国 54 个城市，持有的土地对应总建筑面积合计 6,714.65 万平方米，较上年末增加 278.87 万平方米。从城市能级方面看，虽然 2019 年公司新进入的城市中涉及部分三线城市，但当年末土地仍主要分布于一线及热点二线城市。从地区构成方面看，环渤海地区、西部地区及长三角地区土地储备规模较大，上述地区土地对应建筑面积占比分别为 36.68%、27.22% 和 19.21%。公司部分土地采用联合拿地方式获取，截至 2019 年末末公司土地储备对应权益建筑面积合计为 4,654.96 万平方米，土地储备加权平均权益比为 69.33%，较上年末上升 1.56 个百分点。价格方面，2019 年公司新增土地均价为 6,188 元/平方米，同比上涨 921 元/平方米；参考龙湖集团公告数据，截至 2019 年末存量土地储备均价为 5,737 元/平方米，较上年末提高 9.95%。整体看，近年来公司持续拓展土地储备，当前存量土地充足且区域覆盖范围较广，虽土地成本有所上升，但就土地区域分布构成角度看，成本仍相对较低，使得公司能够在一定程度上抵御房地产价格波动风险，维持合理利润空间。

图表 10. 截至 2019 年末主要公司土地储备区域构成情况

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	275.24	4.10%	92.95	2.00%
	沈阳	253.08	3.77%	230.42	4.95%
	青岛	287.39	4.28%	209.57	4.50%
	烟台	712.53	10.61%	705.90	15.16%
	济南	379.05	5.65%	230.78	4.96%
	大连	46.32	0.69%	28.44	0.61%
	保定	55.25	0.82%	38.68	0.83%
	石家庄	31.67	0.47%	16.55	0.36%
	威海	48.43	0.72%	30.44	0.65%
	太原	53.50	0.80%	53.50	1.15%
	长春	13.04	0.19%	13.04	0.28%
	天津	87.77	1.31%	56.98	1.22%
	小计	2,243.29	33.41%	1,707.25	36.68%
华中地区	长沙	153.45	2.29%	69.46	1.49%

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
	南昌	51.88	0.77%	41.51	0.89%
	郑州	44.03	0.66%	44.03	0.95%
	武汉	364.63	5.43%	165.13	3.55%
	常德	38.90	0.58%	38.90	0.84%
	赣州	22.73	0.34%	8.18	0.18%
	小计	675.62	10.06%	367.21	7.89%
西部地区	重庆	829.29	12.35%	625.81	13.44%
	成都	343.38	5.11%	225.20	4.84%
	西安	123.08	1.83%	81.09	1.74%
	玉溪	72.76	1.08%	72.76	1.56%
	贵阳	201.75	3.00%	106.57	2.29%
	昆明	180.50	2.69%	99.71	2.14%
	咸阳	74.35	1.11%	55.91	1.20%
	小计	1,825.11	27.18%	1,267.05	27.22%
长三角地区	上海	119.40	1.78%	67.37	1.45%
	无锡	54.45	0.81%	47.80	1.03%
	常州	67.43	1.00%	67.43	1.45%
	杭州	214.66	3.20%	107.47	2.31%
	南通	72.88	1.09%	33.31	0.72%
	绍兴	45.23	0.67%	25.19	0.54%
	温州	33.09	0.49%	21.46	0.46%
	宁波	123.71	1.84%	89.37	1.92%
	苏州	152.17	2.27%	105.22	2.26%
	南京	213.26	3.18%	165.38	3.55%
	嘉兴	43.03	0.64%	21.67	0.47%
	徐州	3.17	0.05%	1.62	0.03%
	扬州	12.77	0.19%	12.77	0.27%
	合肥	151.18	2.25%	128.08	2.75%
	小计	1,306.41	19.46%	894.13	19.21%
华南地区	厦门	131.39	1.96%	65.72	1.41%
	泉州	31.36	0.47%	31.36	0.67%
	广州	97.49	1.45%	57.84	1.24%
	深圳	15.59	0.23%	15.07	0.32%
	福州	101.27	1.51%	60.18	1.29%
	佛山	6.24	0.09%	3.18	0.07%
	东莞	12.34	0.18%	3.10	0.07%
	南宁	48.12	0.72%	22.87	0.49%
	漳州	17.56	0.26%	17.56	0.38%
	中山	13.55	0.20%	6.78	0.15%
	茂名	9.71	0.14%	9.71	0.21%
	惠州	35.94	0.54%	14.13	0.30%
	海口	79.87	1.19%	79.87	1.72%
	江门	29.13	0.43%	14.57	0.31%
	珠海	34.65	0.52%	17.38	0.37%
	小计	664.22	9.89%	419.32	9.01%
合计		6,714.65	100.00%	4,654.96	100.00%

资料来源：龙湖拓展

新冠疫情影响下，该公司商品房销售遭受较大冲击，参考龙湖集团发布的未经审核的营运数据，2020 年 1-2 月商品房累计签约销售面积及金额分别为 104.00 万平方米和 171.10 亿元，同比分别减少 36.16%和 31.34%。当年 3 月商品房销售逐步恢复，当月签约销售面积为 120.80 万平方米，较上年同期基本持平；签约销售金额为 210.50 亿元，同比增长 7.62%。

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，分别为龙湖天街、龙湖星悦荟、龙湖家悦荟三个系列。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 11. 截至 2019 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	99.7
重庆西城天街	7.60	97.0
重庆时代天街 I 期	16.02	98.5
重庆时代天街 II 期	15.45	97.5
重庆时代天街 III 期	7.38	99.3
成都三千集天街	3.80	99.4
成都北城天街	21.55	95.8
成都时代天街 I 期	6.20	100.0
北京长楹天街	22.13	98.4
成都金楠天街	9.16	99.8
北京大兴天街	14.46	98.8
上海虹桥天街	17.05	90.1
重庆 U 城天街 I 期	1.55	92.3
重庆 U 城天街 II 期	9.64	98.6
重庆源著天街	9.32	99.3
杭州滨江天街 I 期	15.81	98.8
常州龙城天街	11.93	94.7
北京房山天街	10.37	99.9
成都西宸天街	15.26	100.0
杭州滨江天街 II 期	2.26	100.0
北京长安天街	5.26	99.1
杭州西溪天街	12.36	100.0
合肥瑶海天街	9.83	98.5
上海闵行天街	11.39	94.7
南京六合天街	12.68	98.2
杭州紫荆天街	6.80	100.0
成都滨江天街	14.00	99.7
合计/均值	301.33	97.9

资料来源：龙湖拓展

跟踪期内，该公司逐步提高物业保有比例，提升长期经营能力。随着保有的商业物业运营面积持续增加，租赁收入增长较快，2017-2019 年分别为 15.65 亿元、23.67 亿元和 50.28 亿元。截至 2019 年末，公司已开业商业地产项目共有 35 个，其中天街系列项目共计 27 个，较上年末增加 8 个，分别为杭州滨江天街 II 期、北京长安天街、杭州西溪天街、合肥瑶海天街、上海闵行天街、南京六合天街、杭州紫荆天街和成都滨江天街；已开业商业地产项目建筑面积合计 328.11 万平方米，其中天街项目建筑面积为 301.33 万平方米，较上年末增加 74.58 万平方米。2019 年公司商业地产项目出租率保持高水平，其中天街项目平均出租率达到 97.9%。

截至 2019 年末，该公司在建商业地产项目共有 21 个，规划建筑面积合计 227.69 万平方米。随着在建物业的建成及投入运营，以及存量物业运营的成熟

化，公司租赁收入有望进一步增长。

图表 12. 截至 2019 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
成都上城天街	12.00	2020 年
成都时代天街 II 期	6.30	2020 年
南京龙湾天街	11.45	2020 年
南京江北天街	14.30	2020 年
重庆金沙天街	20.44	2020 年
苏州星湖天街	11.21	2020 年
西安香醍天街	7.90	2020 年
成都武侯星悦荟	3.15	2020 年
苏州东吴天街	11.50	2021 年及以后
南京河西天街	11.22	2021 年及以后
成都锦宸天街	8.30	2021 年及以后
杭州江东天街	10.71	2021 年及以后
重庆礼嘉天街	11.05	2021 年及以后
长沙洋湖天街	10.00	2021 年及以后
武汉江宸天街	13.86	2021 年及以后
重庆公园天街	13.80	2021 年及以后
杭州丁桥天街	11.79	2021 年及以后
青岛胶州天街	8.15	2021 年及以后
上海奉贤天街	10.42	2021 年及以后
南昌青山湖天街	9.54	2021 年及以后
宁波鄞州天街	10.61	2021 年及以后
合计	227.69	-

资料来源：龙湖拓展

除商业地产外，2017 年以来该公司响应国家“实行租购并举、培育和发展住房租赁市场”的政策，推出了“冠寓”品牌长租公寓，具体可分为“核桃”、“松果”和“豆豆”系列，以满足租户不同层次租房需求。截至 2019 年末，公司已开业长租公寓增至 7.50 万间，分布于成都、重庆、苏州、杭州、厦门、西安、南京、上海、北京、武汉、广州等 34 个城市。当年已开业 6 个月以上的长租公寓出租率超过 87%。2017-2019 年，长租公寓实现租金收入分别为 0.40 亿元、4.27 亿元和 11.73 亿元，随着长租公寓运营规模的扩大，租金收入快速增长，占租赁业务总收入的比重提升，2019 年已达到 23.33%，较上年提高 12.90 个百分点。

本次新冠疫情影响期间，该公司旗下商场自 2020 年 1 月 25 日至 3 月 31 日对所有商户租金费用减半，经初步测算涉及金额约为 5 亿元，将对物业租赁业务业绩产生一定程度的负面影响。

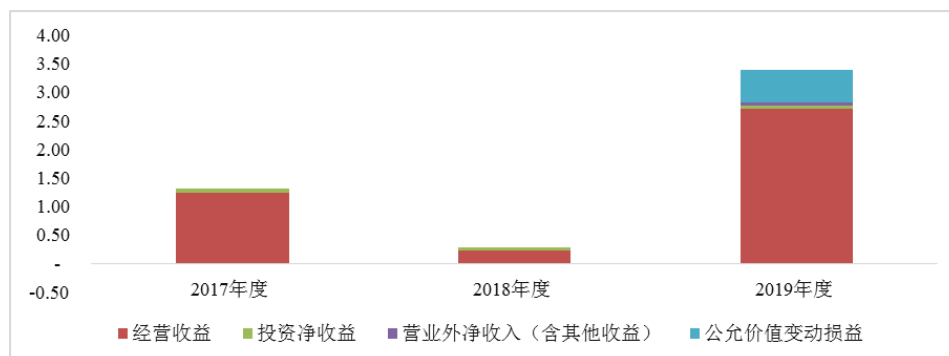
C. 物业管理和材料销售

该公司依托房地产开发主业拓展了物业管理业务。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。2017-2018 年，公司物业管理服务收入分别为 20.64 亿元和 25.58 亿元；因公司于 2018 年末将所持龙湖物业服务集团有限公司（简称“龙湖物业”）全部股权转让至龙湖集团旗下其他子公司，故 2019 年以来公司不再从事物业管理业务。

该公司建筑材料销售业务规模较小，2017-2019 年收入分别为 1.15 亿元、0.78 亿元和 0.79 亿元。

(2) 盈利能力

图表 13. 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=营业总收入-营业总成本⁶

2017-2019 年，该公司营业毛利分别为 235.93 亿元、393.02 亿元和 497.02 亿元，随着房地产销售结转收入和租赁收入的增加而增加。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，随着业务规模及区域的不断扩大，期间费用逐年增加，2017-2019 年分别为 40.00 亿元、68.24 亿元和 85.15 亿元。同期，销售费用分别为 16.55 亿元、30.03 亿元和 40.66 亿元，主要为销售人员薪酬、广告推广费用和咨询服务费，随着销售力度的加大而逐年增加；管理费用分别为 25.01 亿元、42.00 亿元和 49.97 亿元，亦主要系职工薪酬。2017-2019 年公司期间费用率分别为 6.06%、5.97%和 6.11%，收入及期间费用大体按同比例增加，期间费用控制在较低水平。另外，近年来公司税金及附加金额较大，2017-2019 年分别为 50.20 亿元、87.29 亿元和 108.88 亿元，以土地增值税为主。同期，公司分别实现经营收益 145.73 亿元、237.49 亿元和 302.98 亿元，主营业务盈利规模持续扩大。

图表 14. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度
营业收入合计（亿元）	669.77	1,115.98	1,441.18
营业毛利（亿元）	235.93	393.02	497.02
期间费用率（%）	5.97	6.11	5.91
其中：财务费用率（%）	-0.23	-0.34	-0.38
全年利息支出总额（亿元）	22.85	36.59	50.81
其中：资本化利息数额（亿元）	22.75	36.11	50.38

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理

2017-2019 年，该公司投资收益分别为 18.90 亿元、5.19 亿元和 15.71 亿元，主要系对联营及合营企业长期股权投资权益法下确认的投资收益，2018 年减

⁶ 为保持口径一致性，2019 年营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

少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，2019 年公司对北京首开旭泰房地产开发有限责任公司、北京昭泰房地产开发有限公司和广州市君梁房地产有限公司的长期股权投资确认投资收益金额较大，分别为 4.89 亿元、3.55 亿元和 3.27 亿元。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，2017-2019 年确认公允价值变动收益 43.64 亿元、45.01 亿元和 43.47 亿元。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度
投资收益（亿元）	18.90	5.19	15.71
其中：按权益法核算投资收益（亿元）	18.51	5.13	15.32
营业外收入（亿元）	1.37	1.96	2.44
其中：政府补助（亿元）	0.44	0.30	0.41
公允价值变动损益（亿元）	43.64	45.01	43.47
其中：投资性房地产（亿元）	43.64	45.01	43.47

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理

2017-2019 年，该公司利润总额分别为 208.66 亿元、286.92 亿元和 362.96 亿元，净利润分别为 158.26 亿元、213.90 亿元和 270.56 亿元，净资产收益率分别为 16.34%、16.18%和 16.20%，公司盈利规模持续扩大，盈利能力强。

（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”。

在房地产开发业务方面，该公司仍将执行快速周转策略，保持适当的规模优势。2020 年公司计划推盘项目产品覆盖各细分需求，践行差异化战略；因新冠疫情而开工受阻的项目已逐步恢复正常，公司将在保证产品品质的前提下保障项目开发进度。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自持物业投入比例。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，2020 年计划新开业 8 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，未来将根据市场需求稳步推进。

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 2019 年末，嘉逊发展直接和间接合计持有该公司 100% 股权（嘉逊发展直接持股 91.30%，并通过全资子公司成都兆江间接持有公司 8.70% 股权）。同期末，自然人吴亚军女士通过个人信托合计持有龙湖集团 43.99% 的股权，而龙湖集团间接持有嘉逊发展 100% 股权，故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。

跟踪期内，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，因龙湖物业股权转让，2019 年该公司接受物业管理服务支出金额为 7.11 亿元。截至 2019 年末，公司为重庆龙湖德卓地产发展有限公司提供的融资担保余额为 5.20 亿元。因合作业务的开展，公司与关联方资金往来较为频繁，需关注资金占用风险。2019 年末，公司应收关联方款项合计 108.85 亿元，主要系免息的合营、联营企业往来资金拆借款；应付关联方款项合计 126.78 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。

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 2 月 24 日公司本部不存在借款违约及欠息情况。经查询国家企业信用信息公示系统，截至 2020 年 4 月末公司本部不存在被实施行政处罚、经营异常和严重违约的情形。

财务

跟踪期内，该公司负债规模随着业务规模扩大而不断增长，但得益于良好经营积累及合作业务的开展，公司资本实力逐年增强，当前财务杠杆水平仍处于行业较低水平。公司刚性债务规模较大，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；公司销售回款情况良好，存量资金较为充裕且融资渠道通常，债务偿付保障性强。

1. 数据与调整

永拓会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017 年至 2019 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。

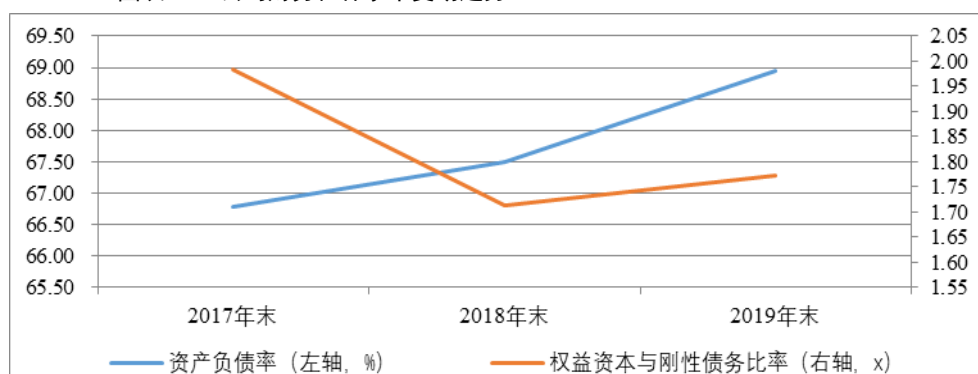
2017 年，该公司新增 174 家子公司；当年公司转让原子公司上海合砚房地产有限公司全部股权。2018 年，公司合并范围新增子公司 172 家（其中因收购并购新增的子公司数量为 19 家）；当年因转让持有原子公司龙湖物业全部

股权，故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。2019 年，公司合并范围新增子公司 60 家（其中因并购新增子公司数量为 5 家）；当年注销子公司 3 家，转让子公司 2 家。因分析开展需要，本评级报告所列示的 2018 年末和 2019 年末“其他应付款”均不包含“应付利息”和“应付股利”，并将“其他应付款”中列示的“应付利息”纳入刚性债务（其他短期刚性债务）核算。

2. 资本结构

（1）财务杠杆

图表 16. 公司财务杠杆水平变动趋势



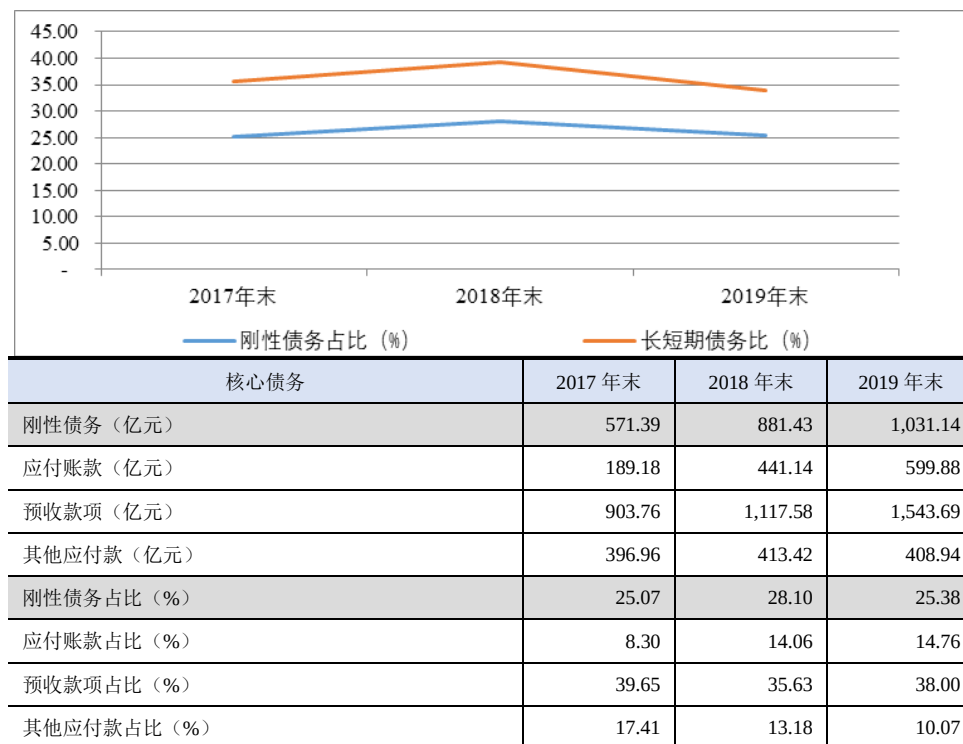
资料来源：根据龙湖拓展所提供数据绘制。

2017-2019 年末，该公司负债总额分别为 2,279.49 亿元、3,136.91 亿元和 4,062.84 亿元，规模逐年扩张。主要因盈利的留存和合作项目的开展，同期末公司未分配利润分别为 561.94 亿元、710.89 亿元和 772.02 亿元，少数股东权益分别为 504.23 亿元、731.61 亿元和 989.12 亿元。上述科目带动下，公司所有者权益规模持续扩张，分别为 1,133.24 亿元、1,510.39 亿元和 1,829.07 亿元。另外，同期末所有者权益中其他综合收益分别为 46.60 亿元、46.94 亿元和 46.97 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。2017-2019 年末，资产负债率分别为 66.79%、67.50%和 68.96%，剔除预收款项及合同负债影响的资产负债率分别为 54.83%、57.21%和 57.94%，近年来公司财务杠杆水平虽小幅上升，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 1.98、1.71 和 1.77，覆盖情况良好。

整体看，近年来该公司房地产开发节奏加快，在建及拟建项目投资规模大幅增加，预计公司中短期内仍将保持较大的资本开支，债务融资需求将加大，但利润留存及少数股东增加有助于公司平衡财务杠杆。

(2) 债务结构

图表 17. 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。

注：上表中“占比”指占负债总额的比重。

近年来，该公司负债中刚性债务占比约为 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，2019 年末为 599.88 亿元，账龄集中于一年以内，占比为 94.08%。预收款项（或合同负债）主要系预收且未结转收入的购房款，2017-2019 年末分别为 903.76 亿元、1,117.58 亿元和 1,543.69 亿元，2017 年以来大幅增加。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，2019 年末为 408.94 亿元，账龄集中于 1 年以内；其中往来款为 306.87 亿元，其中应付前五大债权人往来款项合计金额为 99.24 亿元，占比为 32.34%。除上述科目外，公司递延所得税负债金额亦较大，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，近三年末余额持续增加，2019 年末为 87.84 亿元。

从负债期限结构来看，2017-2019 年末该公司长短期负债比分别为 35.51%、39.38%和 33.80%，主要因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，以致负债期限结构偏重于短期。

(3) 刚性债务

图表 18. 公司刚性债务构成（单位：亿元）

刚性债务种类	2017 年末	2018 年末	2019 年末
短期刚性债务合计	37.18	71.29	92.65
其中：短期借款	-	-	0.20
一年内到期长期借款	16.19	40.79	53.44
应付票据	15.12	9.63	6.06
其他短期刚性债务	5.86	20.88	32.95
中长期刚性债务合计	534.21	810.14	938.49
其中：长期借款	296.91	502.29	614.28
应付债券	237.30	307.85	324.21

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。

2017-2019 年末，该公司刚性债务分别为 571.39 亿元、881.43 亿元和 1,031.14 亿元，逐年增加。从期限结构方面看，公司刚性债务以中长期刚性债务为主，2017-2019 年末占刚性债务总额比重分别为 93.49%、91.91%和 91.02%。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，2017-2019 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 41.53%、34.93%和 31.44%，有所下降主要系银行借款增幅较大所致。公司借款以抵、质押借款为主，2017-2019 年末占比分别为 67.00%、67.72%和 62.36%；信用借款占比维持在 30%左右。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 19. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
营业周期（天）	1,161.29	1,078.67	1,111.11
营业收入现金率（%）	170.13	128.29	137.92
业务现金收支净额（亿元）	80.26	253.41	420.70
其他因素现金收支净额（亿元）	-75.08	-208.84	-252.09
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	5.18	44.57	168.61
EBITDA（亿元）	209.74	289.33	367.63
EBITDA/刚性债务（倍）	0.43	0.40	0.38
EBITDA/全部利息支出（倍）	9.18	7.91	7.24

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。2017-2019 年，公司业务收支净

额分别为 80.26 亿元、253.41 亿元和 420.70 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 170.13%、128.29%和 137.92%，因结算收入及现金回笼具非同步性而产生较大波动。其他因素现金收入净额分别为-75.08 亿元、-208.84 亿元和 -252.09 亿元，2017 年以来因应收往来款增加，净流出规模持续扩大。2017-2019 年，公司经营环节产生的现金流量净额分别为 5.18 亿元、44.57 亿元和 168.61 亿元。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 209.74 亿元、289.33 亿元和 367.63 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。EBITDA 对刚性债务及其孳息的覆盖程度水平较优。

（2）投资环节

图表 20. 公司投资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
回收投资与投资支付净流入额	0.93	-35.36	-16.22
取得投资收益净额	0.01	12.81	11.25
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	-181.23	-161.12	-124.48
其他因素对投资环节现金流量影响净额	30.00	-80.08	-63.73
投资环节产生的现金流量净额	-150.29	-263.75	-193.18

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

该公司近年来对持有型商业物业保持了较大的投入力度，2017-2019 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 181.23 亿元、161.12 亿元和 124.48 亿元。回收投资与投资支付净额分别为 0.93 亿元、-35.36 亿元和-16.22 亿元，2018 年和 2019 年为负主要系对联营及合营企业追加投资所致。其他因素对投资环节现金流的影响净额分别为 30.00 亿元、-80.08 亿元和-63.73 亿元，2018 年和 2019 年主要因收购取得子公司，净流出规模较大。2017-2019 年，公司投资环节现金流净额分别为-150.29 亿元、-263.75 亿元和-193.18 亿元，持续呈净流出状态。

（3）筹资环节

图表 21. 公司筹资环节现金流量状况（单位：亿元）

主要数据及指标	2017 年	2018 年	2019 年
权益类净融资额	126.55	135.53	68.36
债务类净融资额	113.24	279.17	100.69
其中：现金利息支出	-22.85	-33.10	-50.17
其他因素对筹资环节现金流量的影响	-3.51	-14.28	-0.38
筹资环节产生的现金流量净额	236.29	400.41	168.66

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。

2017-2019 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 126.64 亿元、183.48 亿元和 109.30 亿元；同期，公司发放现金股利分别为 0.10 亿元、47.96 亿元和 40.94 亿元，故权益类净融资额分别为 126.55 亿元、135.53 亿元和 68.36 亿元。同期，借款及发行债券融入资金合计金额分别为 291.29 亿元、533.30 亿元和 492.78 亿元；偿还债务支付的现金分别为 155.20 亿元、221.03 亿元和 341.93 亿元，债务性本金分别净增加 136.09 亿元、312.27 亿元和 150.85 亿元，扣除现金利息支出后债务性融资净额分别为 113.24 亿元、279.17 亿元和 100.69 亿元。整体看，债务性融资和合作项目合作方股权出资为公司现金流平衡的重要手段。鉴于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，债务融资能力较强。

4. 资产质量

图表 22. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标		2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动资产	金额（亿元）	2,669.91	3,713.63	4,715.20
	在总资产中占比	78.23%	79.91%	80.03%
其中：货币资金（亿元）		247.02	428.17	572.94
其他应收款（亿元）		391.31	494.04	678.46
预付款项（亿元）		240.34	131.19	117.52
存货（亿元）		1,707.01	2,534.43	3,178.17
其他流动资产（亿元）		60.79	100.20	134.98
非流动资产	金额（亿元）	742.81	933.66	1,176.71
	在总资产中占比	21.77%	20.09%	19.97%
其中：投资性房地产（亿元）		563.36	707.61	899.21
长期股权投资（亿元）		131.49	144.63	147.28
期末全部受限资产账面金额（亿元）		570.00	895.83	1,135.00
受限资产账面余额/总资产（%）		16.70	19.28	19.26

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司总资产分别为 3,412.72 亿元、4,647.29 亿元和 5,891.91 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 78.23%、79.91%和 80.03%。

2019 年末，该公司流动资产主要包括货币资金、其他应收款、预付账款、存货和其他流动资产。其中，货币资金为 572.94 亿元，其中 2.44 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。其他应收款为 678.46 亿元，其中应收往来款为 628.19 亿元，较上年末增加 234.35 亿元；其他应收款账龄主要以一年内为主，占比为 94.86%（以余额计算）。预付款项主要为预付地价款、工程款和材料款，账面余额为 117.52 亿元。存货为 3,178.17 亿元，较上年末增加 643.74 亿元；存货中开发成本、开发产品及待开发土地账面价值分别为 2,888.11 亿元、202.22 亿元和 82.33 亿元。其他流动资产为 134.98 亿元，主要包括 100.04 亿元的待抵扣增值税和 29.59 亿

元的预交土地增值税。

2019 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 147.28 亿元，系公司持有的合营及联营公司股权。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 899.21 亿元，较上年末增加 191.59 亿元，当年由存货转入投资性房地产计量的物业成本为 148.12 亿元，当年公允价值变动增加额为 43.47 亿元；投资性房地产初始成本为 592.69 亿元，整体增值率为 51.72%，关注相关物业的估值风险。

图表 23. 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	2019 年年 初数	2019 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	2019 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	15.42	-	4.89	-	20.31	49.00%
北京昭泰房地产开发有限公司	12.50	13.84	-	3.55	0.40	16.98	25.00%
厦门首泰股权投资合伙企业（有限合伙）	11.84	11.74	-	-0.17	-	11.56	40.00%
武汉园博园置业有限公司	11.98	11.62	-	-	-	-	60.00%
厦门莹泰置业有限公司	11.06	11.00	-	-0.02	-	10.98	49.00%
北京知泰房地产开发有限责任公司	10.20	9.96	-	0.90	-	10.86	34.00%
广州市振梁房地产有限公司	8.50	7.98	-	-0.29	-	7.68	50.00%
杭州龙孜投资管理有限公司	7.28	7.23	-	-0.23	-	7.00	26.00%
南京怡置江北房地产开发有限公司	7.21	7.19	0.29	-0.05	-	7.43	49.00%
青岛万毅置业有限公司	4.64	5.98	-	0.41	1.51	4.89	25.10%

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2019 年末，该公司受限资产合计 1,135.00 亿元，占总资产的 19.26%。其中，除 2.44 亿元货币资金外，存货及投资性房地产受限部分账面价值分别为 770.22 亿元和 362.34 亿元，对应受限比率分别为 24.23%和 40.30%。

5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标（单位：%）

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率	158.72	165.00	155.28
现金比率	14.70	19.02	19.02

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2017-2019 年末，该公司流动比率分别为 158.72%、165.00%和 155.28%，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 14.70%、19.02%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

根据审计报告所载，2019 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 97.98 亿元，此部分担保代偿风险较小；另外，公司为关联方取得借款提供保证担保余额为 5.20 亿元。当期末，公司担保比率为 5.64%。

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。2019 年末，公司本部资产总计 920.35 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 4.10 亿元、607.52 亿元、238.97 亿元和 59.90 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，长期股权投资主要为对子公司的投资。同期末，公司本部负债总额为 632.74 亿元，资产负债率 68.75%；负债中刚性债务为 365.48 亿元，其中短期刚性债务为 33.60 亿元。对于短期刚性债务规模而言，本部货币资金储备相对不足。2019 年，公司营业收入为 5.71 亿元，确认投资收益 187.56 亿元，实现净利润 189.83 亿元。当年，经营性现金净流量为 24.14 亿元。总体看，公司本部资产变现能力较弱，货币资金储备相对不足，现金流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

截至 2019 年末，该公司获得工商银行、建设银行、农业银行、中国银行、兴业银行、招商银行、邮储银行、广发银行、浙商银行、中信银行等给予的集团授信总额度合计为 2,389.97 亿元，其中已使用授信额度 779.43 亿元，未使用授信余额 1,610.54 亿元，公司后续融资空间仍充裕。

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

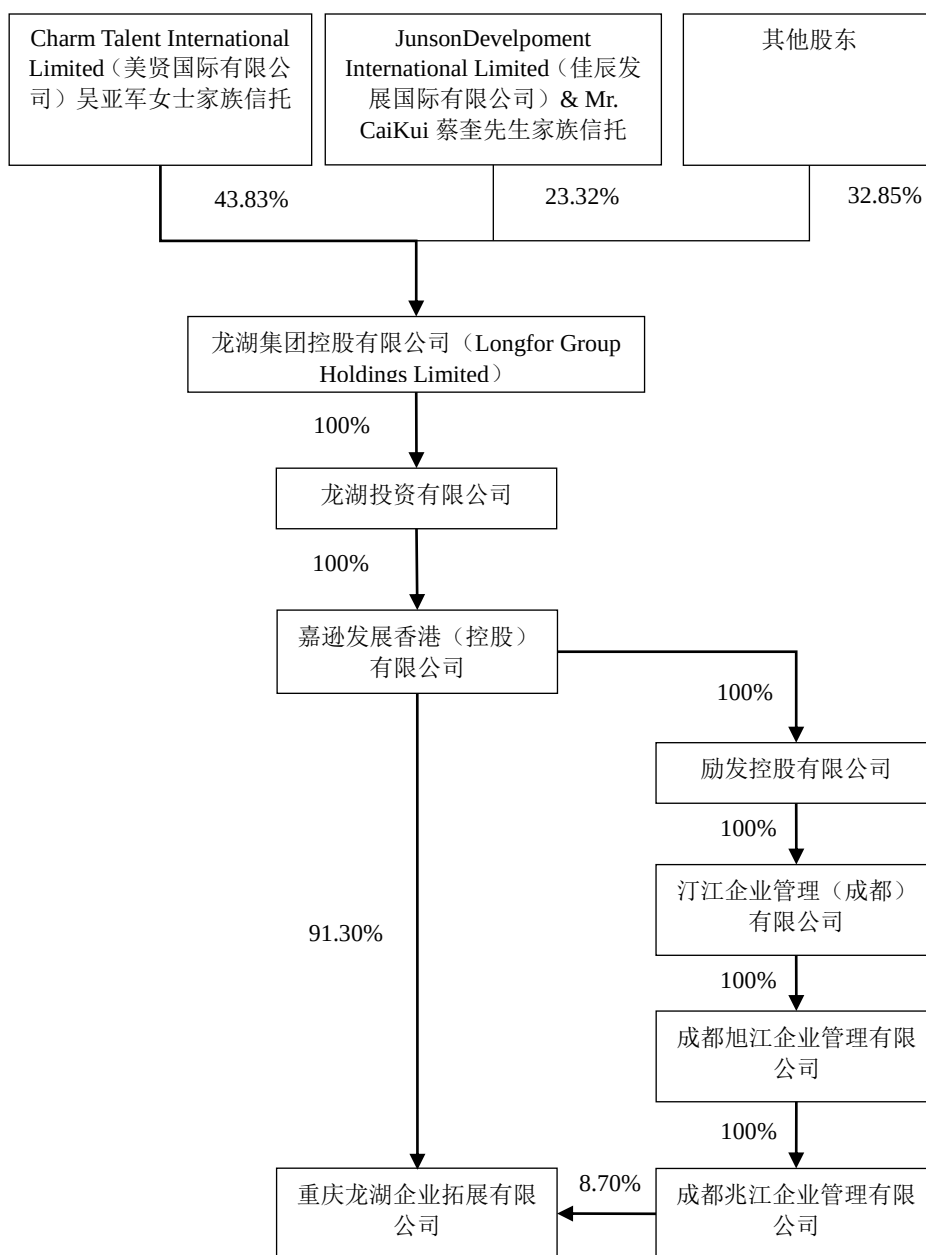
该公司为龙湖地产旗下核心经营主体，以住宅开发为核心主业，并继续扩大商业物业租赁和长租公寓租赁业务。近年来，公司房地产开发规模扩大，销售业绩持续提升。公司目前在手项目较充足，区域分布较为分散，储备土地项目具有一定的成本优势，为业务的持续发展提供良好支撑。租赁业务收入持续稳定增长，可为公司提供稳定的现金流来源。公司营业毛利主要来自商品房销售业务，毛利率保持在较高水平，期间费用率控制在较低水平，整体盈利能力强。

跟踪期内，该公司负债规模随着经营业务规模扩大而不断增长，但得益于良好经营积累及合作业务的开展，公司资本实力逐年增强，当前财务杠杆水平仍处于行业较低水平。公司刚性债务规模较大，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；公司销售回款情况良好，存量资金较为充裕且融资渠道通常，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：

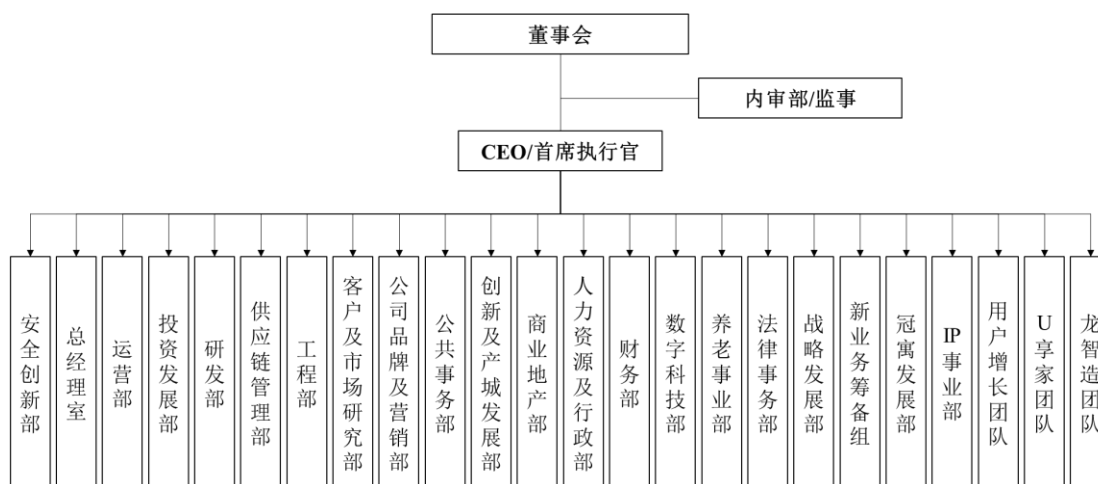
公司与实际控制人关系图



注：根据龙湖拓展提供的资料绘制（截至 2019 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 2019 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]	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 [亿元]	3,412.72	4,647.29	5,891.91
货币资金 [亿元]	247.02	428.17	572.94
刚性债务[亿元]	571.39	881.43	1,031.14
所有者权益 [亿元]	1,133.24	1,510.39	1,829.07
营业收入[亿元]	669.77	1,115.98	1,441.18
净利润 [亿元]	158.20	213.90	270.56
EBITDA[亿元]	209.74	289.33	367.63
经营性现金净流入量[亿元]	5.18	44.57	168.61
投资性现金净流入量[亿元]	-150.29	-263.75	-193.18
资产负债率[%]	66.79	67.50	68.96
权益资本与刚性债务比率[%]	198.33	171.36	177.38
流动比率[%]	158.72	165.00	155.28
现金比率[%]	14.70	19.02	19.02
利息保障倍数[倍]	9.14	7.85	7.15
担保比率[%]	7.32	6.41	5.64
营业周期[天]	1,161.29	1,078.67	1,111.11
毛利率[%]	35.23	35.22	34.49
营业利润率[%]	31.09	25.78	25.12
总资产报酬率[%]	7.70	7.13	6.90
净资产收益率[%]	16.34	16.18	16.20
净资产收益率*[%]	20.10	23.29	22.38
营业收入现金率[%]	170.13	128.29	137.92
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	0.42	2.27	6.38
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.33	-8.09	-0.68
EBITDA/利息支出[倍]	9.18	7.91	7.24
EBITDA/刚性债务[倍]	0.43	0.40	0.38

注：表中数据依据龙湖拓展经审计的 2017-2019 年审计报告数据整理、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 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。

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。