



信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪078号

重庆龙湖企业拓展有限公司：

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

特此通告。



重庆龙湖企业拓展有限公司

2015 年公司债券（第一期、第二期、第三期）跟踪评级报告（2018）

债券名称	重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第一期）		
债券简称	15 龙湖 01		
债券代码	122390		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2015/07/07-2020/07/06		
上次评级时间	2017/06/26		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期）		
债券简称	15 龙湖 02、15 龙湖 03		
债券代码	122409、122410		
发行规模	人民币 40 亿元，其中品种一发行规模 20 亿元，品种二发行规模 20 亿元		
存续期限	品种一：2015/07/27-2020/07/26，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/07/27-2018/07/26 品种二：2015/07/27-2022/07/26，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/07/27-2020/07/26		
上次评级时间	2017/06/26		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

债券名称	重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第三期）		
债券简称	15 龙湖 04		
债券代码	136019		
发行规模	人民币 20 亿元		
存续期限	2015/10/30-2022/10/29，若债券持有人行使回售选择权，则回售部分的存续期限为 2015/10/30-2020/10/29		
上次评级时间	2017/06/26		
上次评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AAA	

基本观点

2017 年，在房地产调控政策持续升级以及分类调控、因城施策延续的背景下，重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“龙湖拓展”或“公司”）始终聚焦一、二线热门城市，全国化布局持续深入；销售业绩大幅增长，行业领先地位日益稳固；同时，公司商业物业运营成熟，已成为其利润的重要贡献点；此外，公司财务结构稳健，偿债能力很强。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司面临一定的资本支出压力可能对公司经营及整体信用状况造成的影响。

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

正 面

- 始终聚焦一、二线热门城市，全国化布局持续深入。截至 2017 年末，公司已进入全国 33 个城市，主要集中在一、二线城市。全国化布局的持续深入在提升公司竞争力和品牌声誉的同时，有利于公司抵御区域性风险。
- 销售业绩大幅增长，行业领先地位日益稳固。2017 年公司实现合同销售面积和合同销售金额 968.65 万平方米和 1,502.87 亿元，同比增长 89.09%和 95.59%。
- 商业物业运营成熟，已成为公司利润的重要贡献点。截至 2017 年末，公司自持出租的商业物业已达 213.49 万平方米，全年实现租金收入 23.67 亿元，分别同比增长 19.45%和 51.28%。
- 财务结构稳健，偿债能力很强。公司一贯秉持稳健财务政策，多渠道、低成本融资能力较强，债务期限结构持续优化。截至 2017 年末，公司长短期债务比为 0.06 倍，债务期限结构持续优化；同时 EBITDA 利息保障倍数为 9.18 倍，

概况数据

龙湖拓展	2015	2016	2017
所有者权益（亿元）	614.32	822.89	1,133.24
总资产（亿元）	1,448.00	2,044.43	3,412.72
总债务（亿元）	296.90	394.34	565.52
营业总收入（亿元）	422.02	455.47	669.77
营业毛利率（%）	31.89	31.35	35.23
EBITDA（亿元）	119.62	115.26	209.75
所有者权益收益率（%）	14.99	10.68	13.96
资产负债率（%）	57.57	59.75	66.79
净负债率（%）	24.56	28.99	28.11
总债务/EBITDA（X）	2.48	3.42	2.70
EBITDA 利息倍数（X）	7.56	6.44	9.18

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2015年和2016年财务数据经重述调整，本报告采用重述后数据。

能够为本息偿付提供很强保障力度。

关 注

- 未来或面临一定的资本支出压力。截至 2017 年末，公司主要在建项目共计 130 个，在建面积为 2,244.76 万平方米，其中在建商业物业共计 14 个，规划建筑面积 145.45 万平方米，未来公司或面临一定的资本支出压力。

分 析 师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn

周 鹏 pzhou@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年5月10日

信用评级报告声明

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

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

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

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

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

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

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

募集资金使用情况

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

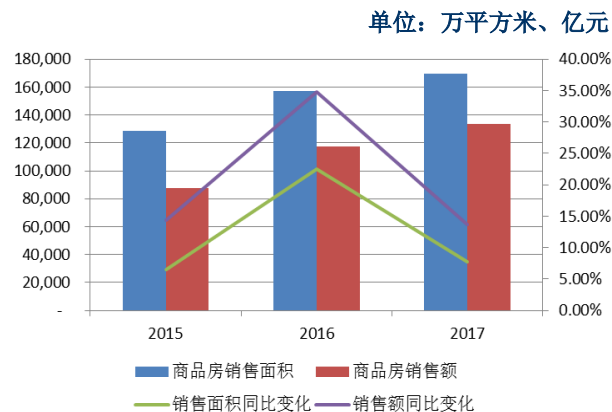
基本分析

受房地产调控政策持续升级影响，2017 年以来我国房地产行业步入阶段性下行周期，商品房销售增速下滑明显，三四线城市成为新增长点。

自 2016 年 10 月以来，我国房地产市场调控政策持续收紧，房地产市场步入阶段性下行周期。根据国家统计局数据显示，2017 年房地产企业累计完成房地产开发投资 109,799 亿元，同比增长 7.0%，

增速与上年基本持平；同年全国商品房销售面积与销售额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66%和 13.67%，增速分别较上年下降 14.84 个百分点和 21.13 个百分点。办公楼及商业营业用房销售增长速度高于住宅，其中住宅销售面积及销售额分别同比增长 5.3%和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3%和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7%和 25.3%。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然保持向上趋势，12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%。受房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三四线热点城市房地产销售增速高于一二线城市。

图 1：2015~2017 年全国商品房销售情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

土地市场方面，2017 年全国土地成交金额大幅上涨，但不同能级城市间土地成交均价涨幅及溢价率差异明显。2017 年房企购置土地面积 25,508 万平方米，同比上升 15.81%；房地产建设用地成交款约 13,643 亿元，同比上涨 49.45%，成交均价涨至 5,348.52 元/平方米。分城市能级来看，受土拍限价影响，2017 年一线城市土地成交均价涨幅及溢价率均有所回落，同比分别下降 6.49 个百分点和 32.76 个百分点，为 9.49%和 14.30%；二线城市土地成交均价涨幅及溢价率亦有所回落，分别较上年下

降 57.43 个百分点和 23.22 个百分点，为 12.33% 和 29.33%；而三四线城市成交土地均价涨幅及溢价率近年来均有所上升，分别为 48.37% 和 37.05%，同比分别上升 35.01 个百分点和 17.20 个百分点。

2017 年房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策的主基调，重点城市调控效果显现，同时长效机制也加速推进。

2017 年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。在此背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线城市周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至 2017 年末，共有 46 城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州 7 城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。受此影响，2017 年我国房地产销售增速放缓，其中一、二线城市销售增速回落显著。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017 年 7 月，《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中，选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等 12 个城市作为住房租赁首批试点。同年 10 月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2017 年以来房企内外部流动性来源收紧，融资成本上升，资金平衡能力面临更高挑战。同时，行业内的兼并收购现象加剧了行业集中度进一步提升，具有规模优势的房企可获得更多的流动性补充。

受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金预收款及个

人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，较上年同期增速下降 25.51 个百分点，房地产企业内外部流动性来源呈收紧趋势。外部流动性方面，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2017 年以来随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布来看，2018~2023 年为房地产债券到期高峰，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017 年 TOP100 房企销售金额集中度提升 11.58 个百分点至 55.50%；TOP20 房企销售金额集中度则上升 7.77 个百分点至 32.50%；而 TOP10 房企销售额的比重达到 24.10%，较上年提升 5.75 个百分点，千亿房企已达 17 家。2017 年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。

龙湖拓展始终坚持稳健的发展策略，聚焦一线和核心二线城市，业务布局持续深入。跟踪期内，公司业务实现大幅增长，行业领先地位日益稳固。

作为龙湖地产有限公司（0960.HK）在境内的最主要运营平台，龙湖拓展专注于在境内一线及核心二线城市从事房地产住宅开发及商业物业投资运营，资产规模、盈利能力和品牌声誉均处于行业内领先地位。在房地产调控持续升级的背景下，2017 年公司继续坚持稳健的发展策略，深耕重点布局城市，区域竞争优势突出。截至 2017 年末，公司业务已覆盖 33 个城市，全国化布局持续深入。

项目运营方面，龙湖拓展深耕一二线城市，积极适应房地产市场环境变化，不断推进产品业态更

新升级，提升自身市场竞争力。2017 年公司加大项目开发节奏，当年新开工面积为 1,716.97 万平方米，同比增长 142.95%；竣工面积为 667.73 万平方米，同比增长 39.49%。截至 2017 年末，公司拥有 130 个在建/拟建项目，在建面积合计 2,244.76 万平方米，较大体量的开发项目在为未来公司业务增长提供支撑的同时，亦使公司面临一定的资本支出压力。

表 1：2015~2017 年公司开工及竣工情况

单位：万平方米

	2015	2016	2017
开（复）工面积	818.50	1,117.49	2,244.76
新开工面积	369.80	706.73	1,716.97
竣工面积	392.30	478.71	667.73

注：上述数据系经四舍五入处理，存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，得益于去库存成效持续显著，销售业绩实现大幅增长。2017 年公司实现合同销售面积和合同销售金额分别为 968.65 万平方米和 1,502.87 亿元，分别同比增长 89.09%和 95.59%。销售均价方面，得益于公司不断优化区域布局和产品结构，2017 年销售均价同比增长 3.44 个百分点至 15,515 元/平方米。从销售区域分布来看，2017 年公司房地产业务的销售收入主要来自于杭州、北京、重庆、成都、济南、青岛和厦门等城市，占比分别为 15.09%、11.61%、10.45%、9.09%、7.85%、6.43%和 5.20%。

表 2：2015~2017 年公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元

指标	2015	2016	2017
销售面积	316.63	512.28	968.65
销售金额	422.45	768.37	1,502.87

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受项目结算进度加快影响，2017 年公司结算业绩大幅提升。其中，2017 年公司实现结算收入 621.05 亿元，同比增长 47.80%。从结算区域分布来看，公司 2017 年的收入贡献区域主要为重庆、北京、浙江、成都和南京等，占当年结算收入比重分别为 16.01%、11.77%、10.95%、10.01%和 9.25%。

表 3：2015~2017 年公司结算收入及占比区域分布情况

单位：亿元、%

区域	2015		2016		2017	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
重庆	71.13	18.00	67.27	16.01	99.46	16.01
成都	41.60	10.53	40.49	9.64	62.15	10.01
西安	16.06	4.06	24.93	5.93	32.08	5.17
北京	27.81	7.04	14.77	3.51	73.09	11.77
上海	48.30	12.22	19.86	4.73	30.92	4.98
苏南	19.44	4.92	29.04	6.91	41.05	6.61
浙江	43.31	10.96	101.50	24.15	68.03	10.95
南京	-	-	28.38	6.75	57.44	9.25
广州	-	-	7.08	1.69	8.48	1.36
沈阳	13.25	3.35	7.80	1.86	8.17	1.32
山东	24.84	6.29	49.25	11.72	51.81	8.34
其他	89.44	22.63	29.83	7.10	88.38	14.23
合计	395.19	100.00	420.20	100.00	621.05	100.00

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

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司商业物业运营成熟，成为公司利润的重要贡献点。截至 2017 年末，公司自持出租的商业物业已达 213.49 万平方米，全年实现租金收入 23.67 亿元，分别同比增长 19.45%和 51.28%。

公司坚持“住宅开发+商业运营”模式，目前商业出租物业均为商场，主要分为三大产品系列：都市体验式购物中心“天街”系列、社区型购物中心“星悦荟”系列和中高端家居生活购物中心“家悦荟”系列，满足了不同区域和客户群体的购物需求。截至 2017 年末，公司已开业的主要商业地产项目共计 23 个，商场面积合计为 213.49 万平方米，整体出租率维持在 95%以上。2017 年度实现租金收入 23.67 亿元，同比增长 51.28%，其中主推的天街系列产品租金收入占比为 86.5%；同期，公司租赁业务毛利润为 17.36 亿元，占同期公司营业毛利润的比重为 7.36%，较上年下降 1.78 个百分点，成为利润的重要贡献点。另截至 2017 年末，公司在建商业物业共计 14 个，规划建筑面积 145.45 万平方米，预计未来 2018~2020 年陆续开业运营，为公司未来商业物业的持续增长提供较好的支撑。

此外，针对市场中日益增长的租住需求，公司依托现有的全国性城市布局和良好的品牌声誉，积极布局继“地产、物业和商业”后的第四大主航道业务——长租公寓业务。目前公司主打“冠寓·核桃”、“冠寓·松果”和“冠寓·豆豆”三大系列产品线，针对不同客户群提供多样化的租住服务。长租公寓“冠寓”已在北京、上海、杭州、南京、重庆、成都等 14 个一线及领先二线城市开业运营。截至 2017 年末，已开业房间数累计达 1.5 万间，已开业建筑面积为 58.04 万平方米，整体出租率为 46.0%，全年实现租金收入 0.40 亿元。未来长租公寓业务有望为公司投资物业租金的持续增长提供良好的支撑。

表 4：截至 2017 年末公司商业物业中天街系列运营情况

单位：万平方米、%

项目名称	规划建筑面积	出租率
重庆北城天街	12.08	99.3
重庆西城天街	7.60	96.2
重庆时代天街 I 期	16.02	94.9
重庆时代天街 II 期	15.45	98.0
成都三千集天街	3.80	100.0
成都北城天街	21.55	86.4
成都时代天街 I 期	6.20	100.0
北京长楹天街	22.13	88.0
成都金楠天街	9.16	100.0
北京大兴天街	14.46	99.3
重庆时代天街 III 期	7.38	98.4
上海虹桥天街	17.05	83.4
重庆源著天街	9.32	99.2
重庆 U 城天街 I 期	1.55	95.8
重庆 U 城天街 II 期	9.64	98.7
杭州滨江天街 I 期	15.81	98.6
合计	189.19	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 5：截至 2017 年末公司在建商业物业情况

单位：万平方米

项目名称	规划建筑面积	预计开业时间
北京房山天街	10.13	2018 年
常州龙城天街	11.89	2018 年
成都西宸天街	15.03	2018 年
上海闵行悦荟	2.69	2019 年
南京六合天街	11.02	2019 年
杭州紫荆天街	8.30	2019 年
上海闵行天街	11.39	2019 年
杭州滨江天街 II 期	2.21	2019 年
成都上城天街	12.00	2019 年
合肥瑶海天街	9.83	2019 年
南京龙湾天街	11.45	2019 年
成都滨江天街	14.00	2020 年
南京河西天街	11.22	2020 年
南京江北天街	14.30	2020 年
合计	145.45	-

注：以上数据经四舍五入处理，存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年公司拿地节奏继续加快，新增土地项目主要集中在一线及强二线城市的优质项目，土地储备分布合理。

土地储备方面，公司始终坚持稳健发展战略，聚焦一、二线城市及其城市圈，积极通过合作开发与项目收购方式获取土地储备。2017 年公司新增 76 个项目，拿地节奏较继续加快；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获取的项目，该等项目主要集中于杭州、济南、重庆和成都等热门城市。截至 2017 年末，公司土地储备建筑面积 5,201.49 万平方米，权益后的建筑面积 3,645.66 万平方米。具体城市来看，烟台、重庆、成都、济南和沈阳等城市的土地储备权益建筑面积较多，分别为 708.67 万平方米、537.97 万平方米、312.70 万平方米、204.68 万平方米和 185.34 万平方米，占总权益建筑面积比重分别为 19.4%、14.8%、8.6%、5.6%和 5.1%。其中，受去库存政策影响，近年来烟台市房地产市场有所好转，但公司在烟台市土地储备体量仍较大。此外，云南玉溪属于三四线城市，需对上述区域后续的开发销售情况保持关注。

表 6: 2015~2017 年公司土地储备和新增项目情况

单位: 个、万平方米、亿元、元/平方米

	2015	2016	2017
新增项目	24	43	76
新增土地储备权益建筑面积	279	774.21	1,148.63
新增土地储备权益金额	226.78	489.99	740.27
新增土地储备均价	8,128	6,329	6,445
存量土地的均价	3,165	4,039	5,032

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表 7: 截至 2017 年末公司土地储备分布情况

单位: 万平方米、%

地区	城市	总建筑面积	所占比例	权益建筑面积	所占比例
环渤海地区	北京	310.91	6.0	105.60	2.9
	沈阳	192.81	3.7	185.34	5.1
	青岛	176.63	3.4	92.86	2.5
	烟台	708.67	13.6	708.67	19.4
	济南	401.45	7.7	204.68	5.6
	大连	96.34	1.9	62.85	1.7
	保定	83.57	1.6	58.50	1.6
	天津	120.74	2.3	78.35	2.1
	小计	2,091.10	40.2	1,496.84	41.1
华中地区	长沙	149.85	2.9	93.85	2.6
	武汉	204.05	3.9	69.65	1.9
	小计	353.90	6.8	163.50	4.5
西部地区	重庆	730.43	14.0	537.97	14.8
	成都	447.21	8.6	312.70	8.6
	西安	86.56	1.7	80.00	2.2
	玉溪	79.04	1.5	79.04	2.2
	小计	1,343.24	25.8	1,009.71	27.7
长江三角洲地区	上海	107.15	2.1	64.74	1.8
	无锡	70.97	1.4	60.39	1.7
	常州	62.70	1.2	62.70	1.7
	杭州	264.09	5.1	160.60	4.4
	宁波	156.85	3.0	121.44	3.3
	苏州	37.70	0.7	25.47	0.7
	南京	164.89	3.2	136.94	3.8
	嘉兴	52.15	1.0	34.05	0.9
	合肥	108.51	2.1	47.32	1.3
	小计	1,025.01	19.7	713.66	19.6
华南地区	厦门	130.60	2.5	58.73	1.6
	泉州	107.39	2.1	107.39	2.9
	广州	97.24	1.9	60.81	1.7
	深圳	11.34	0.2	11.34	0.3
	福州	19.27	0.4	6.94	0.2
	佛山	19.31	0.4	13.64	0.4
	珠海	3.10	0.1	3.10	0.1
	小计	388.24	7.5	261.95	7.2
合计		5,201.49	100.0	3,645.66	100.0

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 多年来公司一直秉持稳健发展策略, 始终聚焦一、二线热门城市, 全国化布局不断深入, 业务深度不断拓展, 行业领先地位日益稳固。此外, 公司自持商业物业运营模式成熟, 整体出租情况较高, 已成为公司利润的重要贡献点。

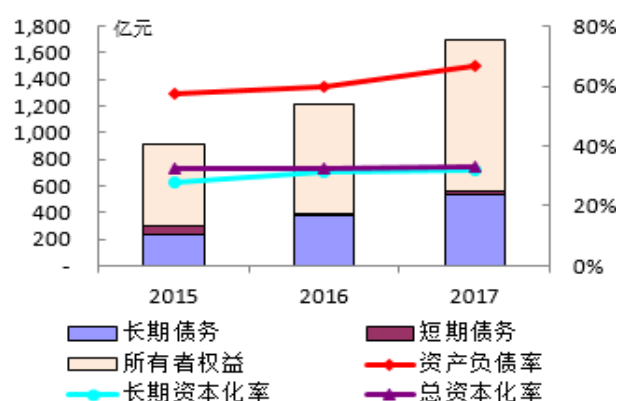
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度的审计报告¹。

资本结构

随着房地产开发业务规模的不断扩张, 近年来公司资产规模持续快速增长。截至 2017 年末, 公司资产总额为 3,412.72 亿元, 同比增长 66.93%。同期末, 受益于公司自身盈余累积, 自有资本得以进一步夯实, 公司所有者权益增至 1,133.24 亿元, 同比增长 37.71%。负债方面, 受公司新项目开发大幅增长影响, 公司债务规模随之快速提升。截至 2017 年末, 公司总负债为 2,279.49 亿元, 同比增长 88.61%。受此影响, 公司财务杠杆水平有所提升。2017 年末公司资产负债率和净负债率分别为 66.79%和 28.11%, 同比上升 7.04 个百分点和下降 0.88 个百分点。

图 2: 2015~2017 年末公司资本结构



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

资产构成方面, 2017 年末公司资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款和存货等流动资产以及投资性房地产构成, 上述科目占比分别为 7.24%、7.04%、11.47%、50.02%和 16.51%。截至 2017 年

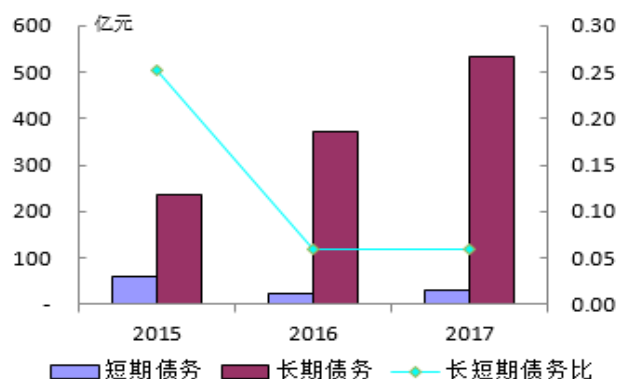
¹ 因 2017 年合并范围子公司增加, 公司调整 2017 年财务报表中期初可比数据。

末,公司货币资金同比增长 58.55%至 247.02 亿元,主要债务融资规模大幅增加所致,其中受限资产金额为 1.25 亿元,系银行承兑汇票保证金和其他保证金;同期末,公司预付账款同比增长 60.47%至 240.34 亿元,主要系公司新购置土地用于新项目开发增多所致,其中 1 年以内占比为 93.13%;公司其他应收款账面价值为 391.31 亿元,同比增长 173.00%,主要系单位往来款,其中关联方往来款比重为 16.53%,较上年末下降 1.19 个百分点;受新项目开发规模大幅增长影响,2017 年末公司存货规模亦随之快速增长,为 1,707.01 亿元,同比增长 62.33%,主要系在开发产品;同期末,公司投资性房地产较上年增加 37.12%至 563.36 亿元,主要系公司对外出租的商业物业。其中因借款抵押而受限规模为 261.39 亿元,占期末投资性房地产比重为 46.40%。

负债构成方面,公司负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款和付息债务构成。截至 2017 年末,公司预收款项 903.76 亿元,同比增长 131.54%,主要系商品房预售款,占预收款项比重为 99.80%。较大规模的待结算资源为未来公司结转收入提供一定支撑。同期末,公司应付账款 189.18 亿元,同比增长 34.08%,主要系未付工程款和材料款;公司其他应付款 396.96 亿元,同比增长 177.35%,主要系往来款、购房诚意金、代收代缴业主税费、保证金等,其中 1 年以内占比为 94.39%,1~2 年占比为 4.27%。集中度方面,2017 年末其他应付款前五名合计占比为 30.15%,分别为桐乡市安豪投资管理有限公司、北京首都开发股份有限公司、北京首开旭泰房地产开发有限责任公司、苏州合本投资管理有限公司和北京昭泰房地产开发有限公司。

从付息债务规模来看,受银行贷款置换及公开市场债务融资增多影响,付息债务规模大幅攀升。截至 2017 年末,公司付息债务为 565.52 亿元,同比增长 43.41%。从债务期限结构看,公司长短期债务比(短期债务/长期债务)由 2015 年末的 0.25 倍降至 2017 年末的 0.06 倍,付息债务以长期债务为主,债务期限结构合理。

图 3: 2015~2017 年末公司债务结构



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

总体来看,受公司新开发项目大幅增多影响,债务规模亦随之快速增长,导致财务杠杆水平有所上升;但公司付息债务以长期债务为主,债务期限结构合理且持续优化,财务结构稳健。

流动性

公司资产以流动资产为主,2017 年末公司流动资产规模为 2,669.91 亿元,同比增加 72.17%,占总资产 78.23%。从流动资产的结构来看,流动资产主要由存货和货币资金构成,2017 年末存货和货币资金占流动资产的比重分别为 63.94%和 9.25%。

表 8: 2015~2017 年末公司流动资产分析

	2015	2016	2017
流动资产/总资产	72.75%	75.85%	78.23%
货币资金/流动资产	13.86%	10.05%	9.25%
存货/流动资产	65.33%	67.81%	63.94%
(存货+货币资金)/流动资产	79.20%	77.85%	73.19%

资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

存货方面,受项目开发进度加快的影响,公司存货规模呈现较快增长。截至 2017 年末,公司存货规模同比上升 62.33 个百分点至 1,707.01 亿元;其中已完工开发产品、在开发产品和拟开发土地金额占比分别为 6.03%、88.97%和 4.55%。已完工开发产品占比逐年下降,现房销售压力较小。在建项目和拟建项目开发成本保持在 85%以上,较大规模的在建和拟建项目是公司持续经营的保障,但同时也对公司后续的开发资金提供了较高要求。

表 9：2015~2017 年末公司存货结构分析

单位：亿元、%

	2015	2016	2017
存货	688.21	1,051.56	1,707.01
存货同比增长率	-5.32	52.80	62.33
已完工开发产品	86.06	86.08	102.86
已完工开发产品/存货	12.50	8.19	6.03
在开发产品	537.13	901.22	1,518.65
在开发产品/存货	78.05	85.70	88.97
拟开发土地	57.34	56.14	77.65
拟开发土地/存货	8.33	5.34	4.55

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司坚持对住宅项目实行标准化管理，提高项目开发的周转速度，但受近两年公司项目开发进度加快影响，公司运营效率有所下降。2017 年公司存货周转效率和总资产周转效率分别为 0.31 次和 0.25 次。

表 10：2015~2017 年末公司周转率相关指标

	2015	2016	2017
存货周转率（次/年）	0.41	0.36	0.31
总资产周转率（次/年）	0.31	0.26	0.25

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

受限资产方面，截至 2017 年末，公司受限资产规模为 570.00 亿元，占同期末资产总额比重为 16.70%，主要系借款抵押受限的存货和投资性房地产，分别为 297.87 亿元和 261.39 亿元。

从现金获取能力来看，近年公司经营活动净现金流呈现持续净流入状态。2017 年公司经营性现金流净额为 5.18 亿元，经营活动现金流/短期债务为 0.17 倍，受本年新购置土地支出增多影响，经营活动净现金流对其短期债务的保障力度有所弱化。但 2017 年末公司货币资金/短期债务为 7.89 倍，货币资金对短期债务的覆盖能力进一步增强。

表 11：2015~2017 年公司部分流动性指标

单位：亿元

项目	2015	2016	2017
货币资金	146.02	155.80	247.02
经营活动现金流净额	69.96	8.97	5.18
经营净现金流净额/短期债务（X）	1.17	0.41	0.17
货币资金/短期债务（X）	2.44	7.04	7.89

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受益于市场销售力度的加快，公司存货去化成效持续提升，加之充足的货币资金为短期债务提供良好保障，公司整体资产流动性较好。

盈利能力

公司营业收入主要来源于房地产开发与销售、物业投资、物业管理及相关服务收入。2017 年公司实现营业收入 669.77 亿元，同比增长 47.05%，其中商品房销售收入为 621.05 亿元，同比增长 47.80%。同期，公司综合业务毛利率为 35.23%，同比提升 3.88 个百分点，主要系 2017 年公司商品房销售规模和毛利率均提升所致。

表 12：2015~2017 年公司毛利率分板块情况

单位：%

业务类型	2015	2016	2017
商品房销售	30.61	29.54	33.86
物业管理	25.06	27.80	24.12
材料销售	8.51	12.34	5.87
租赁	77.03	83.27	73.34
其他	61.97	97.58	99.47
合计	31.89	31.35	35.23

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

期间费用方面，受公司持续在一、二线城市获取项目以及销售业绩增长影响，公司三费规模呈较快增长。2017 年公司三费合计为 40.00 亿元，同比增长 44.85%；同期，公司三费收入占比为 5.97%，同比小幅回落 0.09 个百分点，整体来看公司对期间费用的把控能力仍较强。

表 13：2015~2017 年公司期间费用分析

单位：亿元、%

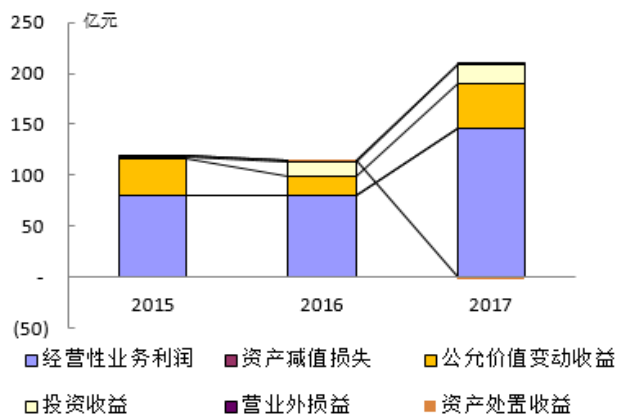
	2015	2016	2017
销售费用	7.94	12.44	16.55
管理费用	10.72	16.25	25.01
财务费用	-1.77	-1.07	-1.57
三费合计	16.89	27.62	40.00
营业总收入	422.02	455.47	669.77
三费收入占比	4.00	6.06	5.97

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成、公允价值变动收益以及投资收益构成。2017 年公司利润总额为 208.66 亿元，同比增长 81.94%，主要系当年项目结转规模大幅增长以及业务毛利率提升所致。其中，经营性业务利润

145.73 亿元，同比增长 82.77%；公允价值变动收益 43.64 亿元，同比增长 119.36%，主要系公司新增开业及在建天街项目增多所致；投资收益 18.90 亿元，同比增长 35.83%，主要来自广州天宸原著和厦门春江郦城等合联营项目。受此影响，2017 年公司净利润 158.20 亿元，所有者权益收益率 13.96%。

图 4：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

总体来看，受项目结算进度加快影响，2017 年公司业务收入规模大幅增长，同时受益于业务毛利率的提升以及较强的三费控制能力，公司经营性盈利能力较强。

偿债能力

从债务规模来看，随着新增项目开发规模的扩大，公司债务规模快速增长。截至 2017 年末，公司总债务为 565.52 亿元，其中短期债务仅为 31.31 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 0.06 倍，短期集中偿债压力较小。

偿债能力方面，2017 年公司经营性净现金流为 5.18 亿元，同比减少 42.24%，主要系本期新购置土地支出增多和开发规模大幅扩张；同期，公司经营性净现金流/总债务为 0.01 倍，经营性现金流对总债务的保障程度有待改善。从主要偿债能力指标来看，2017 年公司 EBITDA 为 209.75 亿元，主要由利润总额和折旧构成；同期总债务/EBITDA 为 2.70 倍，EBITDA 利息保障倍数为 9.18 倍，尽管较上年有所下滑，但 EBITDA 对债务本息仍能够形成较好覆盖。

表 14：2015~2017 年公司偿债能力分析

	2015	2016	2017
短期债务（亿元）	59.77	22.14	31.31
总债务（亿元）	296.90	394.34	565.52
EBITDA（亿元）	119.62	115.26	209.75
资产负债率（%）	57.57	59.75	66.79
净负债率（%）	24.56	28.99	28.11
总资本化率（%）	32.58	32.40	33.29
经营净现金流/总债务（X）	0.24	0.02	0.01
总债务/EBITDA（X）	2.48	3.42	2.70
EBITDA 利息倍数（X）	7.56	6.44	9.18

资料来源：公司审计报告，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与国有四大行保持良好的合作关系，截至 2017 年末，公司及合并报表下属子公司取得的银行授信总额为人民币 1,110.90 亿元，未使用授信余额为人民币 829.71 亿元，备用流动性较为充足。

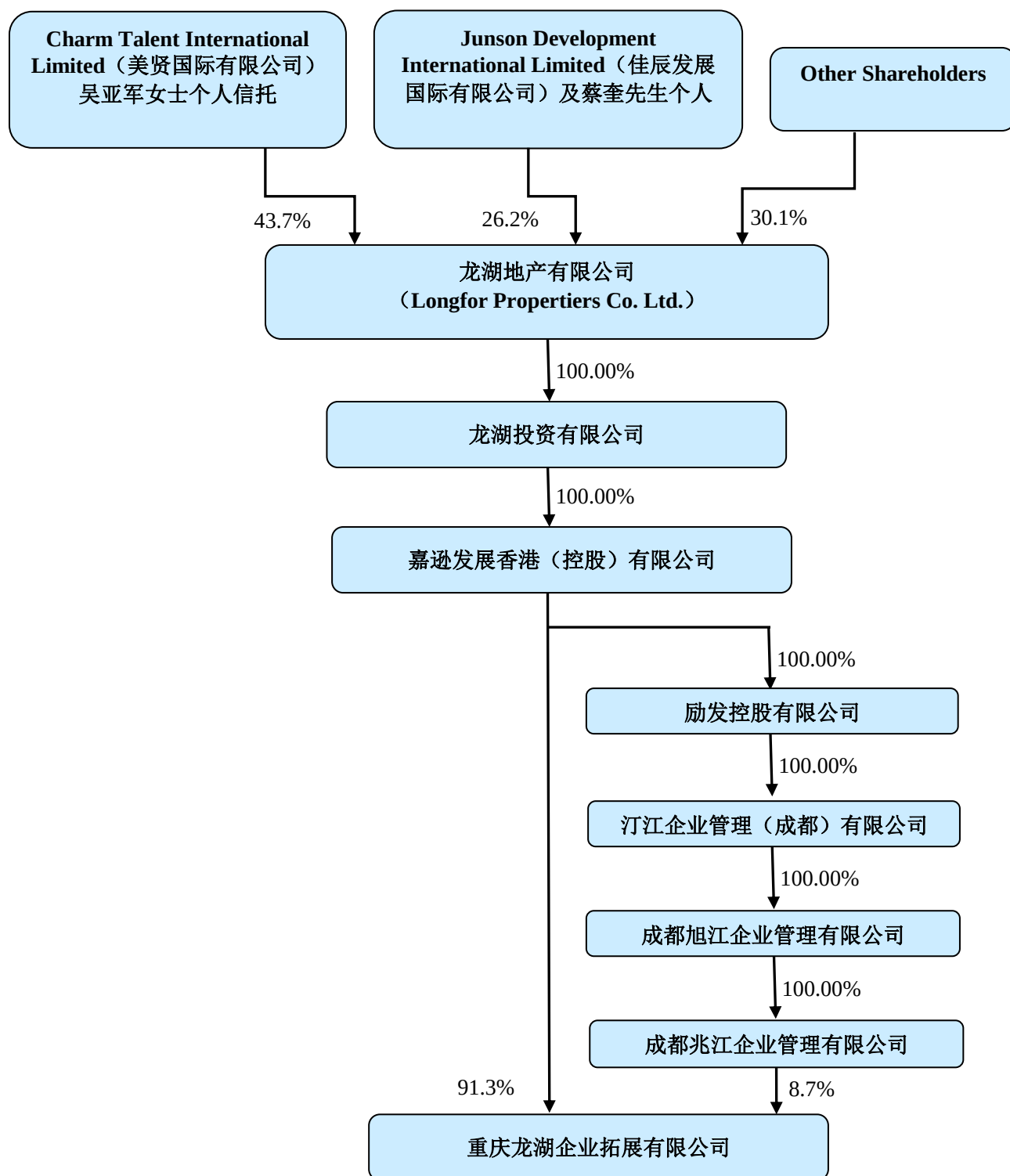
或有负债方面，截至 2017 年末，公司及合并报表下属子公司对外担保合计 85.27 亿元，主要系为客户按揭贷款提供担保 82.95 亿元，或有债务风险可控。另截至 2017 年末，公司涉及重大未决诉讼共计三起，系建设工程合同纠纷案以及商品房买卖合同纠纷，涉诉金额较小，公司面临的或有债务风险较小。

总体而言，受益于持续推进全国化布局，聚焦一、二线热门城市，不断优化产品结构，产品去化效果显著，公司整体业务规模保持稳步增长，毛利水平处于较高水平，具有较强的盈利能力；同时，较大规模的待结算资源为公司未来业务增长提供良好的支撑。此外，公司财务结构稳健，偿债指标表现较好，加之充足的备用流动性，整体偿债能力很强。

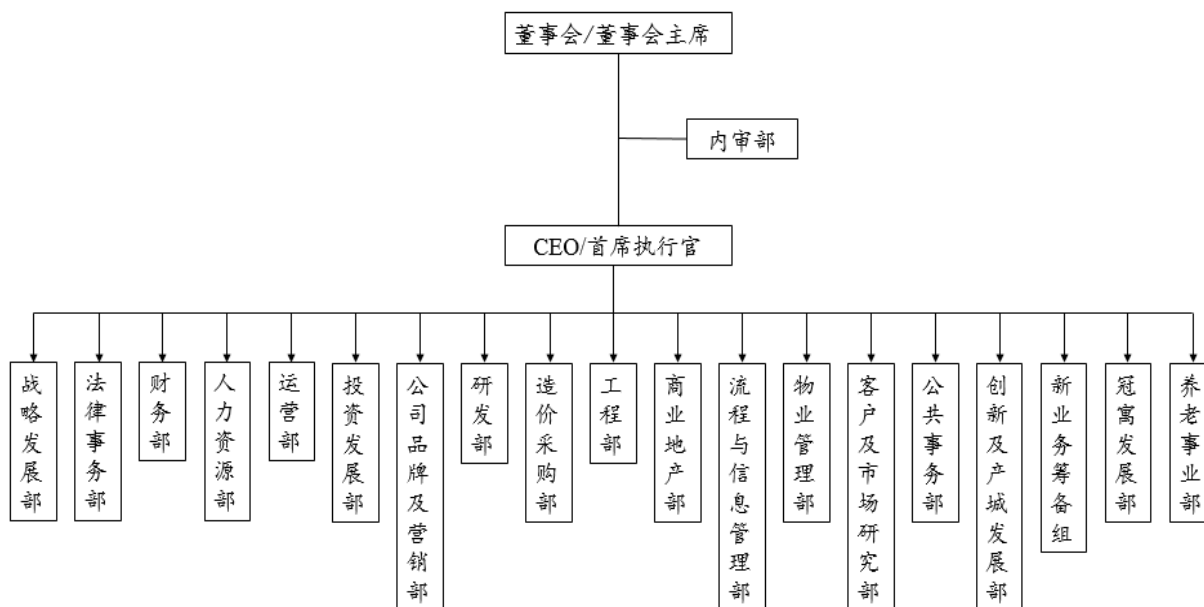
结 论

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

附一：重庆龙湖企业拓展有限公司股权结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附二：重庆龙湖企业拓展有限公司组织结构图（截至 2017 年 12 月 31 日）



附三：重庆龙湖企业拓展有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	1,460,211.29	1,558,017.69	2,470,205.27
应收账款净额	221,339.46	173,528.52	232,479.51
存货净额	6,882,102.65	10,515,553.41	17,070,120.91
流动资产	10,533,594.25	15,507,829.49	26,699,107.88
长期投资	123,223.26	524,534.99	1,315,710.93
固定资产合计	3,671,938.94	4,126,074.83	5,691,092.86
总资产	14,479,976.60	20,444,346.04	34,127,228.21
短期债务	597,700.16	221,407.97	313,134.07
长期债务	2,371,305.15	3,721,943.54	5,342,104.47
总债务（短期债务+长期债务）	2,969,005.30	3,943,351.51	5,655,238.53
总负债	8,336,763.11	12,215,406.48	22,794,852.85
所有者权益（含少数股东权益）	6,143,213.49	8,228,939.57	11,332,375.36
营业总收入	4,220,247.77	4,554,687.02	6,697,682.01
三费前利润	979,416.78	1,073,479.61	1,857,305.64
投资收益	17,210.18	139,132.52	188,985.77
净利润	920,658.95	878,718.25	1,581,950.53
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,196,238.53	1,152,606.22	2,097,549.41
经营活动产生现金净流量	699,614.84	89,688.68	51,806.37
投资活动产生现金净流量	-914,091.87	-1,389,087.06	-1,502,868.72
筹资活动产生现金净流量	312,423.00	1,400,673.72	2,362,889.00
现金及现金等价物净增加额	97,945.96	101,636.79	909,772.45
财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率（%）	31.89	31.35	35.23
所有者权益收益率（%）	14.99	10.68	13.96
EBITDA/营业总收入（%）	28.35	25.31	31.32
速动比率（X）	0.66	0.62	0.57
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.02	0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	1.17	0.41	0.17
经营活动净现金/利息支出（X）	4.42	0.50	0.23
EBITDA 利息倍数（X）	7.56	6.44	9.18
总债务/EBITDA（X）	2.48	3.42	2.70
资产负债率（%）	57.57	59.75	66.79
总债务/总资本（%）	32.58	32.40	33.29
长期资本化比率（%）	27.85	31.14	32.04
净负债率（%）	24.56	28.99	28.11

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2015年和2016年财务数据经重述调整，本报告采用重述后数据。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

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

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

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

EBIT（息税前盈余）=利润总额+利息支出

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

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

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

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

净负债率=净债务/所有者权益（含少数股东权益）

附五：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

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

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

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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

评级展望的含义

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

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