

重庆龙湖企业拓展有限公司公开发行 2020 年公司债券（第二期）、2021 年公司债券（第一期、第二期、第三期）及 2022 年公司债券（第一期）2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：余 璐 lyu@ccxi.com.cn

项目组成员：李佳荫 jyli01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 15 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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和标准做出的独立判断，不存在因发行人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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 0614 号

重庆龙湖企业拓展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 龙湖 05”、“20 龙湖 06”、“21 龙湖 01”、“21 龙湖 02”、“21 龙湖 03”、“21 龙湖 04”、“21 龙湖 05”、“21 龙湖 06”、“22 龙湖 01”和“22 龙湖 02”的债项信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月十五日

评级观点：中诚信国际维持重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“龙湖拓展”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 龙湖 05”、“20 龙湖 06”、“21 龙湖 01”、“21 龙湖 02”、“21 龙湖 03”、“21 龙湖 04”、“21 龙湖 05”、“21 龙湖 06”、“22 龙湖 01”和“22 龙湖 02”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了很强的品牌实力，稳固的行业地位、商业物业及长租公寓业务快速发展，成为公司利润的重要补充和稳健的财务政策、畅通的融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到房地产行业风险及合联营项目情况等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

龙湖拓展（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	5,891.91	6,575.73	7,865.16	8,268.13
所有者权益合计（亿元）	1,829.07	2,039.91	2,365.75	2,383.17
总负债（亿元）	4,062.84	4,535.82	5,499.41	5,884.96
总债务（亿元）	1,021.63	1,163.61	1,495.38	1,639.83
营业总收入（亿元）	1,441.18	1,763.46	2,150.55	165.40
净利润（亿元）	270.56	286.03	316.21	9.80
EBITDA（亿元）	367.63	384.05	426.54	--
经营活动净现金流（亿元）	168.61	214.81	139.38	-98.12
营业毛利率(%)	34.49	29.23	25.88	20.46
净负债率(%)	24.53	21.95	28.44	36.31
总债务/EBITDA(X)	2.78	3.03	3.51	--
EBITDA 利息倍数(X)	7.24	6.37	7.00	--

注：1、本报告列示、分析的财务数据及财务指标为中诚信国际基于公司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 2019~2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，均使用合并口径期末数；2、本评级报告中的债务包含应付票据、租赁负债。

正 面

■ **很强的品牌实力，稳固的行业地位。**通过产品品质化和精细化管理，公司在产品定位、设计及物业管理等方面形成很强的竞争优势和良好的市场认可度，并在细分产品领域具有广泛的市场影响力，整体具有很强的行业地位。

■ **商业物业及长租公寓业务快速发展，成为公司利润的重要补充。**凭借稳健的商业物业投资策略以及丰富的商业物业打造和运营经验，跟踪期内公司商业物业规模日益增长，租金收入亦快速上升。同时，公司积极布局长租公寓业务，相关收入亦保持较快增长态势。

■ **稳健的财务政策，畅通的融资渠道。**公司执行较为严格的负债及融资管理，近年来财务杠杆始终处于低位，债务期限结构和融资成本优势明显；同时，公司重视销售回款及稳健投资对于现金流管理的重要性，融资渠道畅通，流动性指标亦保持在高水平。

关 注

■ **房地产行业风险。**在监管政策的持续影响下，2021 年下半年以来房地产市场出现一定调整，商品房销售面临一定下行压力。虽然为维护房地产市场平稳健康发展，政策已经有所调整，但当前仍处于政策传导期，市场环境变化对公司经营提出更高挑战。

■ **合联营项目情况。**跟踪期内公司其他应收款、其他应付款、长期股权投资及少数股东权益呈增长趋势，合作开发模式的增多对公司项目及资金管理能力的要求均提出更高要求。

评级展望

中诚信国际认为，重庆龙湖企业拓展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**行业地位发生明显不利变化，财务杠杆快速上升，融资渠道严重受阻，现金流平衡能力大幅弱化，经营获现能力对债务本息的保障显著减弱。

同行业比较

2021 年部分房地产开发企业主要指标对比表

公司名称	全口径签约销售金额 (亿元)	总资产 (亿元)	净负债率 (%)	货币资金/短期债务(X)	总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	营业总收入 (亿元)	净利润率 (%)	存货周转率 (X)
华润置地*	3,150	9,498.04	61.75	1.96	--	2,121.08	17.63	0.38
龙湖集团*	2,901	8,756.51	46.70	3.88	--	2,233.80	14.23	0.43
招商蛇口	3,268	8,562.03	36.43	1.80	0.93	1,606.43	9.46	0.31
龙湖拓展	2,880	7,865.16	28.44	6.38	0.64	2150.55	14.70	0.44

注：“华润置地”为“华润置地有限公司”简称；“龙湖集团”为“龙湖集团控股有限公司”的简称；“招商蛇口”为“招商局蛇口工业区控股股份有限公司”简称。带“*”号公司财务报表按照香港会计准则编制。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 龙湖 05	AAA	AAA	2021/5/17	20.00	20.00	2020/8/7~2025/8/7(3+2)	回售,票面利率选择权
20 龙湖 06	AAA	AAA	2021/5/17	10.00	10.00	2020/8/7~2027/8/7(5+2)	回售,票面利率选择权
21 龙湖 01	AAA	AAA	2021/5/17	20.00	20.00	2021/1/7~2026/1/7(3+2)	回售,票面利率选择权
21 龙湖 02	AAA	AAA	2021/5/17	10.00	10.00	2021/1/7~2028/1/7(5+2)	回售,票面利率选择权
21 龙湖 03	AAA	AAA	2021/4/30	15.00	15.00	2021/5/21~2026/5/21(3+2)	回售,票面利率选择权
21 龙湖 04	AAA	AAA	2021/4/30	15.00	15.00	2021/5/21~2028/5/21(5+2)	回售,票面利率选择权
21 龙湖 05	AAA	AAA	2021/7/23	20.00	20.00	2021/8/11~2026/8/11(3+2)	回售,票面利率选择权
21 龙湖 06	AAA	AAA	2021/7/23	10.00	10.00	2021/8/11~2028/8/11(5+2)	回售,票面利率选择权
22 龙湖 01	AAA	AAA	2022/1/5	20.00	20.00	2022/1/14~2028/1/14(3+3)	回售,票面利率选择权
22 龙湖 02	AAA	AAA	2022/1/5	8.00	8.00	2022/1/14~2030/1/14(5+3)	回售,票面利率选择权

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

重庆龙湖企业拓展有限公司公开发行 2020 年公司债券（第二期）于 2020 年 8 月 7 日起息，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：163900，简称：“20 龙湖 05”）最终发行规模 20 亿元，票面利率为 3.78%；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：163901，简称：“20 龙湖 06”）最终发行规模 10 亿元，票面利率为 4.30%。

重庆龙湖企业拓展有限公司公开发行 2021 年公司债券（第一期）于 2021 年 1 月 7 日起息，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：175611，简称：“21 龙湖 01”）最终发行规模 20 亿元，票面利率为 3.95%；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：175612，简称：“21 龙湖 02”）最终发行规模 10 亿元，票面利率为 4.40%。

重庆龙湖企业拓展有限公司公开发行 2021 年公司债券（第二期）于 2021 年 5 月 21 日起息，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：188145，简称：“21 龙湖 03”）最终发行规模 15 亿元，票面利率为 3.50%；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：188146，简称：“21 龙湖 04”）最终发行规模 15 亿元，票面利率为 3.93%。

重庆龙湖企业拓展有限公司公开发行 2021 年公司债券（第三期）于 2021 年 8 月 11 日起息，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：188560，简称：“21 龙湖 05”）最终发行规模 20 亿元，票面利率为 3.35%；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：188561，简称：“21 龙湖 06”）最终发行规模 10 亿元，票面利率为 3.70%。

重庆龙湖企业拓展有限公司公开发行 2022 年公司债券（第一期）于 2022 年 1 月 14 日起息，分为两个品种：其中品种一（6 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：185274，简称：“22 龙湖 01”）最终发行规模 20 亿元，票面利率为 3.49%；品种二（8 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：185275，简称：“22 龙湖 02”）最终发行规模 8 亿元，票面利率为 3.95%。

截至本报告出具日，“20 龙湖 05”、“20 龙湖 06”、“21 龙湖 01”、“21 龙湖 02”、“21 龙湖 03”、“21 龙湖 04”、“21 龙湖 05”、“21 龙湖 06”、“22 龙湖 01”及“22 龙湖 02”募集资金实际使用情况符合募集说明书约定。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金

融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险：2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面

降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

随着房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，2021年下半年以来商品房销售市场明显降温，短期内商品房销售仍面临一定下行压力

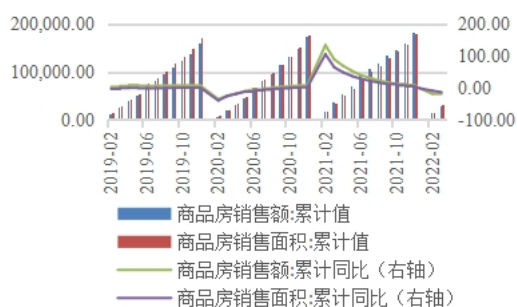
2021年上半年房地产市场保持较高热度，1~6月全国房地产销售额和销售面积分别同比增长38.9%和27.7%。但随着“三道红线”、“贷款两集中”等房地产调控政策的持续影响，叠加部分房企信用风险事件发酵，居民购房意愿有所下降，

下半年以来商品房销售市场明显降温。7月以来单月商品房销售面积及销售额同比持续回落，其中9月以来商品房销售面积及销售额还低于2019年同期水平。2022年一季度房地产销售市场仍延续疲弱态势，1~3月全国商品房销售面积及销售额分别同比回落13.8%和22.7%。与此同时，2021年下半年国房景气指数持续回落态势，2022年一季度则保持100以下水平，表明房地产行业景气度仍不乐观。

尽管2021年四季度以来，为“稳地价、稳房价、稳预期”，政策逐步调整，着力恢复房地产合理融资需求及居民合理购房需求，财政部也已明确表态2022年内不具备扩大房地产税改革试点城市的条件，同时各地“稳楼市”政策相继落地。但从“政策底”到“市场底”、“信心底”仍需一定过渡期。中诚信国际认为，当前房地产市场仍处于政策传导期，市场需求短期尚未见底，商品房销售回落趋势或仍将持续一段时间。

图1：近年来全国商品房销售情况

单位：亿元、万平方米、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

从商品房价格来看，2022年一季度全国商品房住宅销售均价9,911.79元/平方米，较2021年全年下降约4.66%。分不同能级城市来看，一线城市前3月新建商品住宅价格指数环比保持上涨，同比涨幅在4.3%~4.4%，增速较2021年12月变动不大；二线城市新建商品住宅价格指数一季度较为稳定，环比变化不大，同比保持增长，但涨幅逐月回落，3月同比涨幅为1.6%，较2021年12月增速回落1.2个百分点；三线城市新建商品住宅价格指数环比、同比增速均已转负，住宅价格下行压力较大。

从商品房去化情况看，随着2021年下半年商品房销售市场的疲软，商品房去化速度有所放缓。截至2022年3月末，商品房待售面积为56,113万平方米，同比增长8.2%，商品房待售面积已经高于2000年以来历史四分之三分位数水平，房地产市场整体去化压力进一步上升。其中，此前土地供应较多、人口增长较慢甚至负增长的弱能级城市面临更大的去化压力。

2021年，房企开发投资及拿地支出表现出前高后低态势，经营端支出明显放缓。在销售回款承压及再融资困难持续的背景下，行业整体仍面临投资信心及投资能力不足问题，房地产开发投资及拿地支出回落趋势或将延续

2021年上半年，较好的房地产销售市场带动房企到位资金创历史同期新高，在房企加快在手项目开发建设的推动下，房地产开发投资额同比增长15.0%，处于较高水平，新开工面积也同比增长3.8%。但下半年以来，随着房地产销售市场降温，叠加房企融资受限，房企投资热情及投资能力双双回落，新开工面积同比持续下降，房地产开发投资增速也逐步回落。2021年全年，房地产开发投资同比增速已经降至4.40%，创2016年以来年增速新低。2022年一季度，房地产开发投资增速延续回落态势，1~3月，房地产开发投资增速降至0.7%。房屋新开工面积则自2021年7月持续回落，2021年全年同比回落11.4%。2022年一季度在前期高基数及局部地区疫情反复影响下，同比降幅进一步扩大至17.5%。

图2：近年来全国房地产开发投资情况

单位：亿元、%



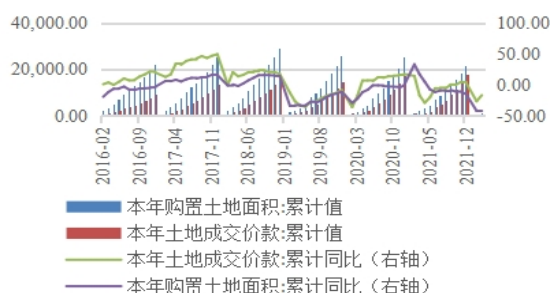
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

土地投资方面，2021年2月以来，22座重点城市实施住宅供地“两集中”政策。对比三轮土地集中供应结果，首轮集中供地中房地产企业表现出较高热度，但在市场降温、拿地条件较严、自身资金实力有限等多重制约下，房地产企业在第二、三轮集中供地中购地意愿或拿地能力不足，拿地热情较第一轮明显下降。从2021年全年数据来看，房地产开发企业土地购置面积和土地成交价款分别同比下降15.5%和同比上升2.8%。

2022年以来，已有部分城市完成首轮集中供地，从各城市土拍市场表现来看，城市分化明显，与2021年三批次相比，北京、合肥市场表现相对较好，底价成交地块占比和流拍撤牌率明显下降。而福州、青岛市场热度不及预期。值得关注的是，各城市参与土拍仍以央企及地方国企为主，民营房企仍较少参与拿地。而从土地购置面积及成交价款来看，2022年一季度土地市场交易仍偏冷，土地购置面积和土地成交价款分别同比下降41.8%和16.9%。

图3：近年来房地产开发企业土地购置面积及金额

单位：万平方米、亿元、%



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

为维护房地产行业平稳健康发展，2021年四季度以来房地产政策有所调整，当前仍处于政策传导期；长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求

2016年中央经济工作会议首次提出“房子是

用来住的、不是用来炒的”，此后中央及各主要监管部门在多个场合反复强调“房住不炒”的定位。与此同时，2016年10月以来，各城市通过居民购买端、新房销售端、土地购买端、企业融资端等多维度实施精准化、差异化调控，本轮调控表现出很强的政策延续性。

2020年下半年以来，房地产行业融资政策进一步收紧，尤其在8月“三道红线”出台后，国内贷款增速明显回落。2020年12月末，央行联合银保监会发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》（以下简称“《通知》”），划定银行房地产贷款集中度“红线”。《通知》旨在防止房地产贷款在银行体系全部贷款中的比重偏离合理水平，防范金融体系对房地产贷款过度集中带来的潜在系统性金融风险。2021年以来，在银行房地产贷款集中度管理制度的影响下，按揭贷款发放进度明显放缓，房地产企业销售回款受到了不同程度的负面影响。2021年2月，自然资源部组织召开“全国2021年住宅用地供应分类调控工作视频培训会议”，要求各地主动采取有效措施引导住宅用地市场理性竞争，22座重点城市实施住宅供地“集中供地”政策。2021年7月，住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等八部委联合发布了《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，提出了房地产市场秩序三年实现明显好转的目标以及具体整治范围、措施和机制。此外值得关注的是，2021年以来房地产发债企业信用风险持续发酵，境内外债券投资者信心较弱，大部分民营房地产企业境内外信用债发行亦在一定程度上受阻。

为防范房地产市场风险的进一步扩大，2021年四季度以来政策端已经逐步调整：从中央层面来看，在坚持“房住不炒”政策导向下，主要监管部门从满足房地产合理融资需求、支持符合条件房企发债融资、要求金融机构稳妥有序开展房地产项目并购贷款业务、支持保障性租赁住房贷款、统一全国预售资金监管政策等方面进行了调整，

同时各部委多次发声“防范化解房地产市场风险”、“促进房地产业良性循环和健康发展”，房地产税改革试点扩大工作暂缓推进，均向市场释放了积极信号；年内 LPR 下调及降准也有利于恢复房地产合理融资；从地方层面来看，各地“因城施策”，从降低首付比例、下调房贷利率、放松房贷条件、推出购房补贴、调整公积金政策、放松落户限制、加大人才引进等方面多维度出台“稳楼市”政策。值得关注的是，除三、四线城市外，包括南京、苏州等强二线城市也对限售、限购政策进行了一定调整。中诚信国际认为，相关政策落地或有助于推动房地产市场恢复平稳发展，但当前仍处于政策传导期，房地产市场企稳仍有待观察。长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

公司仍为龙湖集团最主要的运营主体；跟踪期内公司董事会成员及监事发生一定变动，治理结构仍符合法律及公司章程规定；公司仍保持完善的内部控制体系

截至 2021 年末，公司实收资本仍为 13.08 亿元。嘉逊发展香港（控股）有限公司（以下简称“嘉逊发展”）直接及间接持有公司 100% 的股权，而吴亚军女士通过个人信托持有公司控股股东的母公司龙湖集团控股有限公司（以下简称“龙湖集团”）42.63% 股权，仍为公司的实际控制人。

公司仍为龙湖集团地产开发、商业运营和租赁住房板块最主要的运营平台，秉承龙湖集团发展战略，在聚焦主业、提升规模的同时，关注盘面

健康和可持续增长。跟踪期内，公司董事会成员及监事发生一定变动¹，为正常的人事变动，公司治理结构仍符合法律及公司章程规定。

公司在重大事项决策、财务管理、采购管理、销售管理、风险控制及内部决策机制等方面建立了一系列的规章制度，保证公司各项运作更趋规范化和科学化。

跟踪期公司继续深耕于一、二线城市，取得了明显的区域竞争优势，保持稳固的行业地位；2022 年以来销售金额同比降幅较大，需关注市场环境变化对销售业绩的影响

龙湖集团保持稳健的发展策略，行业地位稳固，经过 20 余年的发展，通过产品品质化和精细化管理，在产品定位、设计及物业管理等方面形成很强的竞争优势和良好的市场认可度，并在别墅等细分产品领域具有广泛的市场影响力。

截至 2021 年底，龙湖集团在全国 67 个城市实现销售，在其中的 28 个城市业绩排名前十，保持了较强市场竞争力。公司为龙湖集团主要的境内发展平台，2021 年全口径签约销售金额占比达 99.27%。

项目运作方面，2021 年以来公司新开工面积及竣工面积同比明显增长，较大规模的竣工面积为未来公司收入结转提供一定保障。

表 1：近年公司房地产开发情况（万平方米）

项目	2019	2020	2021
新开工面积	1,938	2,076	2,500
竣工面积	1,412	1,938	2,400

注：以上开发数据为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2021 年公司销售业绩仍保持增长，全年全口径签约销售金额同比增长 7.77%，其中权益占比 68.00%。公司保持良好的回款率，且合作项目并

¹ 2021 年 8 月 27 日，公司发布公告称，“根据《重庆龙湖企业拓展有限公司董事任免书》，公司董事会成员发生变动，崔恒忠不再担任重庆龙湖企业拓展有限公司董事职务；委派高巍出任重庆龙湖企业拓展有限公司董事职务，任期三年。公司监事发生变动，王兴伟不再担任重庆龙湖企业拓展有限公司监事职务；委派赵鸿海出任重庆龙湖企业拓展有限公司监事职务，任期三年”；2022 年 1 月 28 日，公司发布公告称“根据《重庆龙湖企业拓展有限公司董事任免

书》，公司董事会成员发生变动，曹筱玲、高巍、张星不再担任重庆龙湖企业拓展有限公司董事职务；委派陈序平、黑鹏、陈欣出任重庆龙湖企业拓展有限公司董事职务，任期三年。公司监事发生变动，赵鸿海不再担任重庆龙湖企业拓展有限公司监事职务；委派白玉出任重庆龙湖企业拓展有限公司监事职务，任期三年”。

表比例较高，有利于对合作项目的运营和财务管控。公司聚焦一二线城市核心区域，近年来销售单价处于较高水平且整体保持稳定。受房地产市场走弱影响，2022年以来龙湖集团销售业绩也出现较明显回落。2022年1~4月，龙湖集团实现权益口径销售金额314.3亿元，同比降幅超过46%。

表2：近年来公司销售情况
(万平方米、亿元、万元/平方米)

指标	2019	2020	2021
销售面积	1,398.52	1,605.24	1,696.07
销售金额	2,356.14	2,672.00	2,879.60
销售均价	1.68	1.66	1.70

注：销售为全口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从区域分布来看，得益于武汉、长沙、济南、北京、天津等城市销售业绩的提升，2021年公司在华中地区及环渤海地区销售金额同比显著增长，当期销售金额占比分别提升至10%和25%，公司在长三角、西部及华南地区销售金额同比变动不大，同期占比分别为28%、22%及14%。

跟踪期内公司城市布局仍相对分散，销售金额占比超过5%的城市包括重庆、杭州、北京、成都、武汉和济南。2021年公司销售金额前10大城市合计占比51.90%，销售集中度进一步下降。从销售城市能级来看，2021年公司一线和二线城市²销售占比分别为11.16%和63.61%，一、二线城市占比始终处于高水平。

表3：2021 年公司全口径销售前二十大城市分布（亿元、万平方米）

城市	销售金额	销售面积	销售金额占比
重庆	222.24	170.09	7.72%
杭州	206.84	62.33	7.18%
北京	178.08	53.19	6.18%
成都	171.94	102.52	5.97%
武汉	167.48	71.13	5.82%
济南	150.91	101.37	5.24%
合肥	113.69	75.28	3.95%
沈阳	113.60	84.26	3.94%

² 二线城市包括天津、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 22 个城市。

福州	88.33	52.17	3.07%
温州	81.54	38.37	2.83%
昆明	79.75	48.64	2.77%
上海	76.83	25.77	2.67%
长沙	67.18	57.51	2.33%
西安	65.98	41.52	2.29%
青岛	64.14	61.52	2.23%
广州	61.93	19.32	2.15%
苏州	60.30	34.50	2.09%
天津	58.63	31.16	2.04%
南京	57.79	27.30	2.01%
长春	54.63	40.92	1.90%
总计	2,141.81	1,198.87	74.38%

注：公司其他销售城市包括宁波、厦门、贵阳、绍兴、咸阳、泉州、东莞、石家庄、常州、郑州、台州、大连等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，受益于销售规模的稳步增长，2021年公司结算金额继续保持增长，同比涨幅20.65%，其中在重庆区域、成都区域、北京区域（北京、保定）、上海区域、厦门区域（厦门、泉州）等前五大区域的结算收入占比分别为8.68%、7.24%、3.58%、3.49%和3.24%，合计为30.33%，前五大结算区域集中度较2020年进一步回落。

跟踪期内公司仍坚持高能级城市深耕的投资策略，土地投资力度整体有所放缓，区域分布更加均衡，为公司稳健发展提供有力支撑

从投资策略来看，近年来公司根据房地产市场格局变化，实行稳健、适度扩张的发展战略。从拿地方式来看，招拍挂为公司主要的土地获取方式，同时收并购为公司补充低价货源，2021年通过招拍挂及收并购方式获取项目的占比分别为73.8%和26.2%。

2021年公司土地投资力度有所放缓，全口径新增土地储备建筑面积为2,355.29万平米（权益占比57%），权益口径土地投资金额同比下降17.38%。从区域布局来看，当期西部地区、长三角、华中地区、环渤海及华南地区新增权益土地储备面积占

比分别为32%、28%、16%、15%和8%，公司在华南地区及环渤海区域拿地放缓，而对华中地区投资力度有提升。受拿地结构性因素的影响，2021年公司新增土储均价有所上升。

表4：近年来公司新增土地储备情况
(个、万平方米、亿元、元/平方米)

	2019	2020	2021
新增项目个数	90	121	127
新增土地储备权益建筑面积	1,273.09	1,847.00	1,338.17
新增土地储备权益金额	787.48	1,050.39	867.86
新增土地储备均价	6,186	5,687	6,485

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年末，公司全口径土地储备面积（未竣备）为7,354.04万平方米（权益占比68.63%），与2020年末相比，全口径土地储备面积小幅增长，权益土地储备面积略有回落。同期末，公司土地储备楼面均价为当期销售价格的31%³，考虑到一、二线城市占比较高，公司土地成本处于较合理水平。从区域分布来看，截至2021年末，环渤海、西部、长三角、华中及华南地区全口径土地储备建筑面积占比分别为32%、25%、18%、13%和11%，环渤海及西部地区保持在较高比重。从城市分布来看，公司土地储备分布在67个城市，前五大城市烟台、重庆、武汉、青岛和成都全口径土地储备建筑面积合计占比33.80%，前十大城市全口径土地储备建筑面积合计占比50.70%，均较2020年有所下降，城市布局更加分散。从城市能级分布来看，公司一线和二线城市土地储备占比超过60%。整体来看，公司土地储备区域布局更加均衡，且高能级城市占比较高，为公司稳健发展提供有力支撑。

表5：截至2021年末公司土地储备城市分布（万平方米）

地区	城市	全口径建筑面积	权益建筑面积
环渤海地区	北京	119.47	45.00
	沈阳	317.84	192.58
	青岛	358.46	237.76
	烟台	768.01	768.01

	济南	265.19	209.78
	大连	34.19	21.23
	天津	139.19	111.50
	保定	52.07	36.45
	石家庄	63.77	47.85
	威海	16.45	11.51
	太原	33.48	33.48
	长春	167.48	129.69
	唐山	32.99	18.19
	晋中	18.35	18.35
西部地区	小计	2,386.94	1,881.38
	重庆	581.86	383.88
	成都	320.11	225.50
	西安	200.55	155.93
	贵阳	251.60	150.93
	昆明	165.05	104.86
	咸阳	154.60	88.98
	兰州	109.84	82.56
	玉溪	64.09	64.09
	小计	1,847.71	1,256.73
长三角地区	上海	79.10	44.50
	无锡	80.10	54.59
	常州	57.45	34.77
	杭州	181.11	119.46
	南通	30.03	16.07
	温州	91.78	56.11
	宁波	121.35	84.22
	苏州	143.08	90.09
	南京	142.59	114.62
	合肥	191.24	165.61
	嘉兴	21.95	10.97
	扬州	11.26	11.26
	台州	53.39	24.94
	盐城	23.28	12.92
	金华	24.71	7.41
	湖州	18.03	9.20
	徐州	5.42	2.77
	绍兴	52.09	26.05
	小计	1,327.98	885.58
华中地区	长沙	215.33	127.79
	武汉	452.86	227.30
	南昌	43.33	32.25
	郑州	64.75	34.39
	常德	2.18	2.18
	赣州	22.62	13.81
	鄂州	177.53	62.14
	小计	978.59	499.86
华南地区	厦门	56.05	23.44
	泉州	34.49	23.54
	广州	59.65	42.12
	深圳	7.37	7.37

³ 新增土地储备楼面均价为权益口径数据，销售单价为全口径数

据。

福州	104.43	71.75
佛山	32.93	25.95
珠海	44.05	11.01
东莞	57.98	41.61
南宁	57.26	32.43
中山	14.60	5.84
茂名	9.80	9.80
惠州	78.08	60.82
海口	77.45	77.45
江门	28.56	14.28
肇庆	23.75	16.63
清远	25.03	12.66
莆田	58.06	20.27
三亚	6.72	6.72
湛江	29.54	15.07
宁德	6.99	4.89
小计	812.83	523.66
合计	7,354.04	5,047.21

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

中诚信国际认为，跟踪期内公司保持稳健的发展战略，土地投资力度整体有所放缓，区域分布更加均衡。公司坚持高能级城市深耕的投资策略，土地投资成本相对可控，良好的布局优势为公司持续发展提供有力保障。

2021 年公司仍保持较快的商业拓展速度，租金收入进一步增长；同期公司长租公寓业务亦保持良好的发展态势，对物业投资收入形成良好补充

公司拥有丰富的商业项目打造和运营经验，经过十余年的积累，形成了良好的商业口碑。目前公司的商业物业主要为商场业态，分为三大产

品系列：一站体验式购物中心天街系列、社区购物中心星悦荟系列及中高端家居生活购物中心家悦荟系列。截至 2021 年末，龙湖集团共有开业商场 61 座，主要分布于重庆、成都、北京、杭州和南京等地。

公司商业物业投资扎根一线和重点二线城市，近年来加速商业布局。2021 年龙湖集团新开业北京丽泽天街、苏州狮山天街 B 馆、长沙洋湖天街、武汉江宸天街、成都锦宸天街、南京河西天街、杭州江东天街、北京熙悦天街、苏州东吴天街、武汉范湖里天街、杭州丁桥天街及重庆公园天街等 12 座天街，其中武汉范湖里天街为龙湖集团首座轻资产天街。公司预计未来两年每年新开业商场数量仍将保持在 10 个以上，可支撑公司物业投资业务继续保持较快增长。

得益于新建商场的陆续开业和已开业商场运营能力的不断提升，公司商业物业租金收入逐年增长，出租率保持在高水平。2020 年初新冠肺炎蔓延后，公司对旗下商场商户部分租金费用减半，但受益于新开业项目增加，全年物业投资收入同比增长 24.84%。2021 年，随着客流逐步恢复至疫情前水平，叠加新开业项目运营，租金收入保持更快速度增长，全年龙湖集团商场租金收入约 81.51 亿元，同比增长 41%。

表6：2021 年龙湖集团商业物业运营情况（万平方米、亿元）

项目	城市	建筑面积	2021 年出租率	2021 年租金收入
北城天街	重庆	12.08	99.70%	5.49
西城天街	重庆	7.60	98.60%	1.47
时代天街 I 期	重庆	16.02	98.30%	3.95
时代天街 II 期	重庆	15.45	98.00%	2.87
时代天街 III 期	重庆	7.38	93.80%	0.93
源著天街	重庆	9.32	99.90%	1.36
U 城天街 I 期	重庆	1.55	100.00%	0.20
U 城天街 II 期	重庆	9.64	98.60%	1.54
三千集天街	成都	3.80	92.70%	0.33
北城天街	成都	21.55	84.30%	1.78
时代天街 I 期	成都	6.20	96.40%	0.59
金楠天街	成都	9.16	99.00%	1.40
西宸天街	成都	15.26	97.50%	1.69
滨江天街	成都	14.00	97.30%	1.53

长楹天街	北京	22.13	99.40%	5.21
大兴天街	北京	14.46	99.90%	2.43
房山天街	北京	10.37	100.00%	2.03
长安天街	北京	5.26	100.00%	1.03
金沙天街	杭州	15.11	99.00%	3.16
滨江天街 I 期	杭州	15.81	98.80%	3.31
滨江天街 II 期	杭州	2.26	97.30%	0.36
西溪天街	杭州	13.01	99.20%	2.36
紫荆天街	杭州	8.30	98.50%	1.36
狮山天街	苏州	19.75	99.50%	3.21
虹桥天街	上海	17.05	96.00%	1.54
宝山天街	上海	9.83	99.90%	2.33
华泾天街	上海	4.23	97.90%	0.68
闵行天街	上海	9.49	99.50%	1.68
龙城天街	常州	11.93	99.30%	1.20
瑶海天街	合肥	9.83	94.30%	0.63
六合天街	南京	10.80	91.70%	0.71
龙湾天街	南京	12.04	99.60%	1.79
江北天街	南京	14.63	98.00%	1.62
香醍天街	西安	7.90	100.00%	0.78
金沙天街	重庆	20.41	99.40%	3.37
上城天街	成都	11.42	97.90%	1.42
时代天街 II 期	成都	6.32	99.10%	0.59
星湖天街	苏州	11.25	99.40%	1.17
礼嘉天街	重庆	11.05	98.60%	1.34
CBD 天街	济南	7.76	99.50%	0.90
丽泽天街	北京	9.20	99.90%	1.08
狮山天街 B 馆	苏州	1.23	98.60%	0.13
洋湖天街	长沙	10.16	98.70%	0.66
江宸天街	武汉	13.86	99.50%	1.28
锦宸天街	成都	8.30	98.90%	0.51
河西天街	南京	1.12	97.70%	0.58
熙悦天街	北京	1.05	100.00%	0.58
江东天街	杭州	1.07	100.00%	0.38
东吴天街	苏州	1.14	100.00%	0.46
丁桥天街	杭州	1.25	99.50%	0.51
公园天街	重庆	1.38	92.40%	0.09
天街小计	--	564.34	97.30%	77.57
星悦荟小计	--	26.99	96.60%	3.60
家悦荟小计	--	2.91	90.80%	0.34
商场总计	--	594.23	97.20%	81.51

注：建筑面积不含停车场面积；受统计口径影响，商业租金和长租公寓合计数与物业投资收入略有差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。截至 2021

年末，龙湖集团长租公寓已陆续在北京、上海、深圳、杭州、成都、南京、重庆等一线及二线城市开业运营，累计开业约 10.6 万间，整体出租率为 92.9%，其中开业超过 6 个月的项目出租率为 94.3%。近年来长租公寓业务收入保持快速增长态势，2020 年及 2021 年分别实现租金收入 18.1 亿元和 22.3 亿元。

公司长租公寓业务快速发展，随着市场环境和项目运营的成熟，有望为公司物业投资收入提供良好补充。

财务分析

以下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 2019~2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制。各期数据使用合并口径期末数据。

2021 年得益于结转规模的扩大及持有物业经营状况持续改善，公司营业收入及利润规模均同比增长，随着房地产市场环境的变化，公司盈利能力有所弱化，但仍处于行业较优水平

2021 年公司营业收入同比增长 21.95%，继续保持良好的增长态势。其中受结算项目及面积的扩大，公司商品房销售收入同比增长 20.65%；随着持有物业经营面积增长及经营状况改善，物业投资收入同比大幅增长 54.35%。2021 年公司结转项目利润继续下滑态势，带动当期毛利率回落 3.35 个百分点至 25.88%。2022 年 1~3 月，公司实现营业收入 165.40 亿元，同比增长 10.35%，毛利率进一步回落至 20.46%。综合来看，虽然受市场环境的影响，公司毛利率呈现逐年回落态势，但得益于公司良好的投融资成本管控能力以及较高的产品溢价力，其毛利率仍处于行业中上水平。

表7：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021
商品房销售	1,387.48	1,695.53	2,045.69
物业投资	50.28	63.98	98.75
材料销售	0.79	0.10	0.07
其他	2.63	3.84	6.05
营业总收入	1,441.18	1,763.46	2,150.55
毛利率	2019	2020	2021
商品房销售	33.48	28.03	23.99
物业投资	60.02	59.06	60.61
材料销售	21.38	-371.65	-40.96
其他	84.01	69.03	93.05
营业毛利率	34.49	29.23	25.88

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

随着业务规模不断增长，公司期间费用亦逐年增加。2021 年，受职工薪酬显著增长影响，管理费用同比大幅增长 55.56%，同期销售费用亦有所增长。由于会计准则变化，当期财务费用新增 8.45 亿元融资租赁费用，由于大部分利息被资本化，加之利息收入的贡献，整体财务费用仍为负值。综合来看，2021 年公司期间费用增幅较大，期间费用率亦有所上升，但仍处于行业较低水平。

表8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021	2022.1~3
销售费用	40.66	50.56	54.94	8.53
管理费用	49.97	55.82	84.04	11.39
财务费用	-5.48	-6.60	-1.52	0.74
期间费用合计	85.15	99.78	137.46	20.66
期间费用率(%)	5.91	5.66	6.39	12.49
经营性业务利润	303.00	329.21	356.25	10.87
公允价值变动收益	43.47	35.33	32.44	--
投资收益	15.71	12.41	23.21	1.32
利润总额	362.96	377.24	408.98	12.13
净利润	270.56	286.03	316.21	9.80
净利润率(%)	18.77	16.22	14.70	5.93

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从利润构成来看，公司利润总额主要由经营性业务利润、公允价值变动收益和投资收益构成。近年来随着结转规模的扩大，以及成本费用的良好控制，公司经营性业务利润稳步增长。公允价值变动收益主要系公司部分商业项目市场价值变动所致，2021 年同比小幅下降。受合、联营企业结利增加的影响，公司当期投资收益同比增加 87.06%。综合来看，2021 年公司净利润保持增长，净利润率虽有所回落，但仍处于良好水平。

2022 年 1~3 月，随着毛利率同比回落，当期经营性业务利润较 2021 年同期下降，带动利润总额及净利润率同比回落。

2021 年以来公司资产负债规模进一步扩张；财务杠杆有所上升但仍维持在行业低位；少数股东权益规模及占比持续上升，需关注权益结构的稳定性

随业务规模的扩张，跟踪期内公司资产规模加快增长。资产构成方面，公司资产主要以流动资产为主，占总资产比重有所下降但仍维持在 75%以上，

主要由货币资金、其他应收款和存货构成。得益于销售回款的增长及筹资活动带来的现金流入，2021年末公司货币资金同比增长14.93%至822.63亿元，受限金额为7.16亿元，占比0.87%，受限规模较小。受土地投资和项目开发规模扩大的影响，2021年以来公司存货规模保持增长，截至2021年年末，公司尚未发生存货减值现象，存货整体质量较好。由于公司并表的合作项目增多，项目回款后形成一定规模对少数股东方的其他应收款，2021年末公司其他应收款规模较上年末增长46%；公司其他应收款单位分布较为分散且账龄主要以1年以内及1-2年的账款为主，其中前五大其他应收款单位款项合计占比13.27%，账龄均在2年之内。

非流动资产方面，2021年以来公司投资性房地产规模随业务开展进一步增加，较上年期末同比增长16.27%至1,310.07亿元。公司长期股权投资主要为公司持有的合联营企业股权，受公司新增投资增加的影响，2021年末长期股权投资同比大幅增加52.08%。

截至2022年3月末，公司总资产规模较年初进一步增长。其中存货、其他应收款及长期股权投资均较年初有所增长，货币资金余额略有回落，投资性房地产余额变动不大。

表9：近年来公司主要资产负债表科目情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	572.94	715.74	822.63	774.50
存货	3,178.17	3,426.18	3,798.79	4,092.03
其他应收款	678.46	681.19	994.53	1,095.77
长期股权投资	147.28	149.88	227.94	252.33
投资性房地产	899.21	1,126.76	1,310.07	1,320.42
总资产	5,891.91	6,575.73	7,865.16	8,268.13
预收账款	1,543.69	1,665.38	1,774.30	1,982.44
应付账款	599.88	580.50	869.75	784.99
其他应付款	518.56	519.66	678.59	837.36
总负债	4,062.84	4,535.82	5,499.41	5,884.96
少数股东权益	989.12	1,102.26	1,355.39	1,362.64
所有者权益	1,829.07	2,039.91	2,365.75	2,383.17
资产负债率	68.96	68.98	69.92	71.18
净负债率	24.53	21.95	28.44	36.31

注：预收账款含合同负债

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着开发项目和土地储备的增加，以及回款规

模的扩大，公司负债规模持续快速增长，2021年末同比增加21.24%；公司负债主要由合同负债、应付账款、其他应付款及有息债务构成。合同负债主要系商品房预售款，跟踪期随着销售回款的增长而保持增长。应付账款主要为应付工程款和材料款，2021年末应付账款较上年末大幅增加49.83%。随着合作项目增多，资金往来增加，加之公司并表项目范围扩大，在项目开发前期形成较大规模对项目少数股东方的其他应付款，2021年末公司其他应付款增幅较大，同比增加30.58%。截至2022年3月末，随着合同负债及其他应付款规模保持增长态势，公司负债规模继续扩张。

所有者权益方面，随利润的累积，公司未分配利润持续增长，此外公司合作项目保持较高的并表比例，少数股东权益规模进一步扩大，受此影响，跟踪期内公司所有者权益继续增长态势。截至2022年3月末，公司实收资本、未分配利润和少数股东权益占所有者权益的比重分别为0.55%、39.69%和57.18%。其中少数股东权益占比较2020年末有所提升，需关注其权益的稳定性。财务杠杆方面，跟踪期内公司净负债率整体有所提升，但仍保持行业较优水平。

跟踪期内随竣工项目增多，开发产品规模及占比有所提升，整体去化压力尚可，周转率亦处于较好水平

公司资产以流动资产为主，占同期末资产总额的比重维持在75%以上。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由存货、货币资金和其他应收款构成，合计占流动资产的比重在93%以上。

存货方面，随着公司业务体量的增长，存货规模亦呈现较快增长态势。公司存货主要由已完工开发产品、在开发产品及拟开发土地构成。随着竣工面积扩大，截至2021年末，开发产品规模及占存货的比例有所提升，但占比尚可，开发产品整体去化压力不大；在建及拟建项目开发成本保持增长；较大规模的在建及拟建项目为公司未来销售业绩增长提供支撑的同时，亦使得公司面临一定资本支出

压力。

表10：近年来公司主要流动资产分析（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
流动资产/总资产	80.03	78.11	76.05	76.66
存货/流动资产	67.40	66.71	63.51	64.56
货币资金/流动资产	12.15	13.94	13.75	12.22
其他应收款/流动资产	14.39	13.26	16.63	17.29
（存货+货币资金）/流动资产	79.55	80.64	77.26	81.85
已完工开发产品	202.22	352.63	494.81	-
已完工开发产品/存货	6.36	10.29	13.03	-
在开发产品	2,888.11	2,912.48	3,099.55	-
在开发产品/存货	90.87	85.01	81.59	-
拟开发土地	82.33	156.60	199.95	-
拟开发土地/存货	2.59	4.57	5.26	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产周转效率方面，跟踪期公司保持较高的项目周转速度，运营效率整体较上年度有所提升，目前仍处于行业较高水平。

表11：近年来公司周转率相关指标

	2019	2020	2021
存货周转率（次/年）	0.33	0.38	0.44
总资产周转率（次/年）	0.27	0.28	0.30

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司保持畅通的融资渠道，总债务规模有所增长，但债务期限结构和成本控制良好，经营获现能力对债务本息偿还形成有力保障

随着公司销售业绩增长、回款力度增强，公司2021年通过销售商品、提供劳务收到的现金保持增长，经营活动净现金流持续净流入状态，但净流入规模下降。受收回投资收到的现金减少影响，2021年投资活动净流出规模进一步扩大。得益于畅通的融资渠道以及少数股东增加对公司子公司注资，2021年筹资活动现金净流入规模同比显著增长。2022年1~3月，公司筹资活动现金流仍保持较大规模的净流入，但经营活动净现金流及投资活动净现金流均为净流出状态。

表12：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.1~3
--	------	------	------	----------

经营活动净现金流	1,987.64	2,135.25	2,348.56	383.17
销售商品、提供劳务收到的现金	168.61	214.81	139.38	-98.12
投资活动净现金流	-193.18	-164.10	-196.68	-87.58
筹资活动净现金流	168.66	86.39	165.23	137.56
总债务	1,021.63	1,163.61	1,495.38	1,639.83
短期债务	83.14	43.89	128.88	98.52
EBITDA	367.63	384.05	426.54	--
总债务/EBITDA	2.78	3.03	3.51	--
EBITDA 利息倍数	7.24	6.37	7.00	--
货币资金/短期债务	6.89	16.31	6.38	7.86
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.51	0.54	0.64	--
经调整 EBIT 利息倍数	8.14	7.26	7.72	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内公司仍保持较为通畅的融资渠道，债务规模进一步增长。截至2022年3月末，随着部分短期债务的偿还，短期债务规模及占比有所回落，期限结构进一步优化。从融资渠道来看，不考虑租赁负债，公司债务全部来自银行借款和债券，结构合理。2021年龙湖集团平均融资成本4.14%，较2020年进一步下降25BP，平均借款年限6.38年，融资成本处于行业低位。

公司盈利保持增长，且执行谨慎的财务及融资政策，近年来主要偿债指标表现稳健。2021年，公司EBITDA及经调整EBITDA利息倍数均有所上升，处于行业较高水平。得益于严格的财务和回款纪律，销售商品、提供劳务收到的现金对总债务的覆盖能力亦保持在行业高水平。此外，公司货币资金保有量较高，其在总资产中占比保持稳定，且受限规模较小，货币资金对短期债务的覆盖能力维持较高水平。

公司拥有较为充足的外部授信，或有负债风控可控

财务弹性方面，公司与多家商业银行保持良好的合作关系，截至2021年末，公司及合并报表下属子公司取得的银行授信总额为3,384.00亿元，未使用授信余额为2,234.80亿元，备用流动性较为充足。

受限资产方面，截至2021年末，公司受限资产规模为976.89亿元，占同期末资产总额的比重为12.42%，主要系借款抵押受限的存货和投资性房地

产，分别为 348.57 亿元和 621.16 亿元。

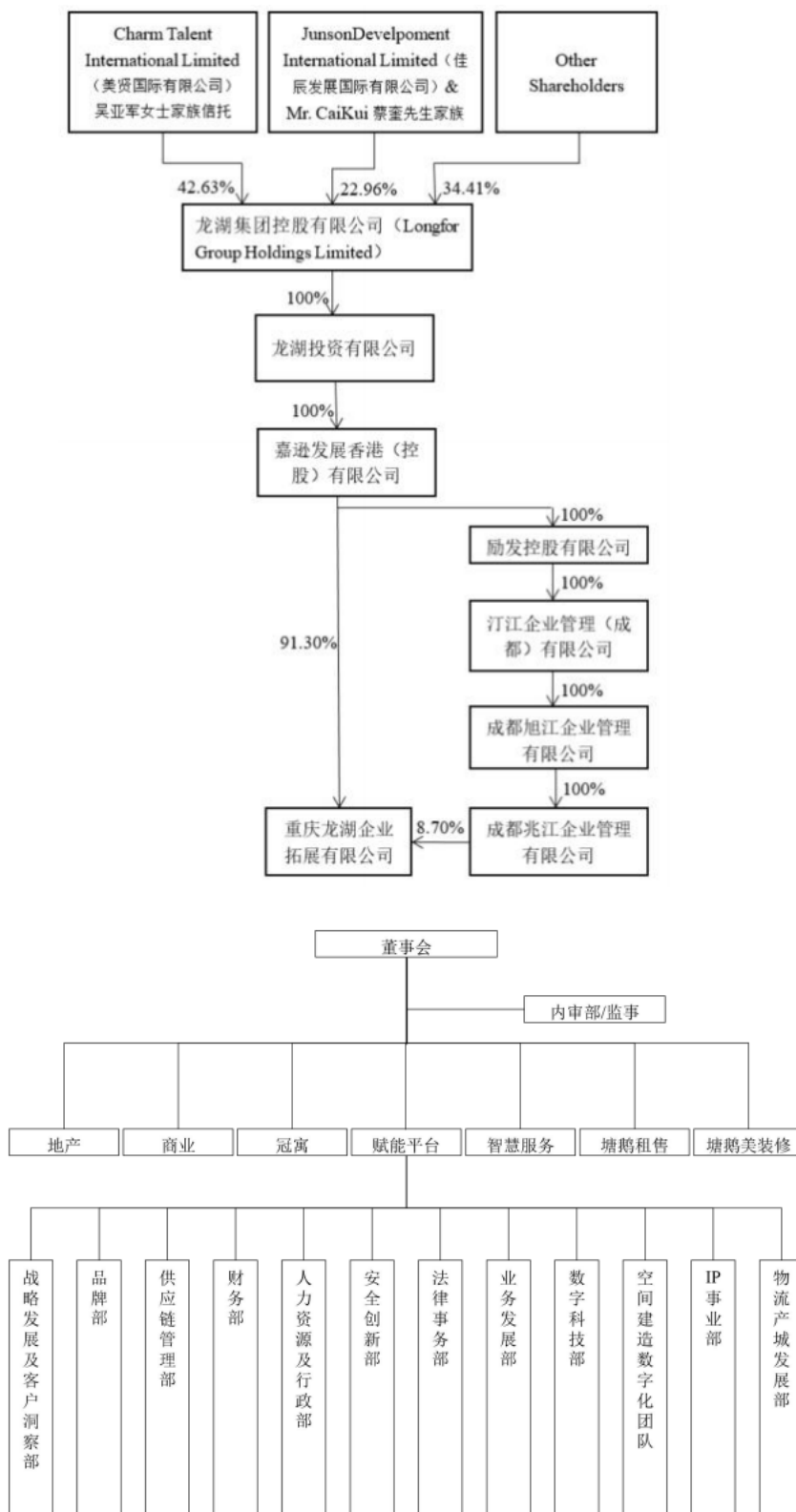
或有负债方面，截至 2021 年末，公司为购房客户按揭贷款提供阶段性连带责任保证担保 115.99 亿元，无其他对外担保。此外，当期末公司不存在重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2019~2022 年 3 月 11 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

评级结论

综上，中诚信国际维持重庆龙湖企业拓展有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 龙湖 05”、“20 龙湖 06”、“21 龙湖 01”、“21 龙湖 02”、“21 龙湖 03”、“21 龙湖 04”、“21 龙湖 05”、“21 龙湖 06”、“22 龙湖 01”和“22 龙湖 02”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：重庆龙湖企业拓展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供

附二：重庆龙湖企业拓展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	5,729,413.58	7,157,433.76	8,226,308.26	7,744,967.99
其他应收款	6,784,633.08	6,811,906.51	9,945,327.25	10,957,732.55
存货净额	31,781,708.44	34,261,813.88	37,987,941.09	40,920,344.42
长期投资	1,520,863.93	1,556,066.81	2,391,292.02	2,639,165.02
固定资产	124,484.41	157,626.38	157,963.53	156,494.80
在建工程	0.00	299.70	316.25	400.75
无形资产	32,074.79	32,556.70	1,515,903.09	51,858.51
投资性房地产	8,992,087.88	11,267,579.32	13,100,737.51	13,204,169.76
总资产	58,919,118.04	65,757,317.71	78,651,574.91	82,681,289.09
预收款项	15,436,895.31	16,653,797.32	17,743,049.42	19,824,414.70
其他应付款	5,185,554.44	5,196,591.23	6,785,881.48	8,373,616.61
短期债务	831,384.71	438,885.45	1,288,789.12	985,162.38
长期债务	9,384,915.23	11,197,165.47	13,664,980.79	15,413,170.12
总债务	10,216,299.94	11,636,050.92	14,953,769.90	16,398,332.50
净债务	4,486,886.36	4,478,617.16	6,727,461.65	8,653,364.51
总负债	40,628,415.82	45,358,220.46	54,994,095.27	58,849,633.52
费用化利息支出	4,292.70	1,690.20	804.08	--
资本化利息支出	503,780.29	600,788.96	608,120.40	--
所有者权益合计	18,290,702.22	20,399,097.25	23,657,479.64	23,831,655.57
营业总收入	14,411,812.27	17,634,611.71	21,505,510.06	1,653,964.91
经营性业务利润	3,029,991.68	3,292,057.84	3,562,510.82	108,719.38
投资收益	157,144.54	124,097.86	232,134.12	13,219.23
净利润	2,705,603.39	2,860,278.70	3,162,091.02	98,017.79
EBIT	3,633,879.91	3,774,060.82	4,090,593.05	--
EBITDA	3,676,313.19	3,840,549.67	4,265,395.76	--
销售商品、提供劳务收到的现金	19,876,400.52	21,352,492.52	23,485,617.88	3,831,676.96
经营活动产生现金净流量	1,686,140.81	2,148,071.24	1,393,780.07	-981,177.71
投资活动产生现金净流量	-1,931,842.66	-1,641,024.37	-1,966,814.02	-875,767.24
筹资活动产生现金净流量	1,686,630.11	863,882.95	1,652,265.58	1,375,604.68
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	34.49	29.23	25.88	20.46
期间费用率(%)	5.91	5.66	6.39	12.49
EBITDA 利润率(%)	25.51	21.78	19.83	--
净利润率(%)	18.77	16.22	14.70	5.93
总资产收益率(%)	6.90	6.05	5.67	--
存货周转率(X)	0.33	0.38	0.44	0.13*
资产负债率(%)	68.96	68.98	69.92	71.18
总资本化比率(%)	35.84	36.32	38.73	40.76
净负债率(%)	24.53	21.95	28.44	36.31
短期债务/总债务(%)	8.14	3.77	8.62	6.01
经营活动净现金流/总债务(X)	0.17	0.18	0.09	-0.24*
经营活动净现金流/短期债务(X)	2.03	4.89	1.08	-3.98*
经营活动净现金流/利息支出(X)	3.32	3.57	2.29	--
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)	0.51	0.54	0.64	1.07*
总债务/EBITDA(X)	2.78	3.03	3.51	--
EBITDA/短期债务(X)	4.42	8.75	3.31	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	7.24	6.37	7.00	--
经调整 EBIT 利息保障倍数(X)	8.14	7.26	7.72	--

注：1、中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年 1~3 月末经审计合并财务报表整理，均采用合并口径期末数，因缺乏相关数据，2022 年 1~3 月部分指标无法计算；2、为计算债务，中诚信国际将应付票据计入短期债务，将租赁负债计入长期债务核算；3、中诚信国际将合同负债计入预收款项，将使用权资产计入无形资产；4、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	净负债率	=净债务/所有者权益合计
	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+所有者权益合计)
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业总收入/应收账款平均净额
盈利能力	营业毛利率	=(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-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-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	经调整 EBIT	=EBIT+资本化利息支出
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
现金流	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
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	经调整 EBIT 利息保障倍数	=经调整 EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《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），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。