

重庆龙湖企业拓展有限公司

及其发行的公开发行债券

# 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(2022)100570】

评级对象：重庆龙湖企业拓展有限公司及其发行的公开发行债券

|                        | 本次跟踪                       | 前次跟踪                       | 首次评级                        |
|------------------------|----------------------------|----------------------------|-----------------------------|
|                        | 主体/展望/债项/评级时间              | 主体/展望/债项/评级时间              | 主体/展望/债项/评级时间               |
| 15 龙湖 03:              | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 15 日 | AAA/稳定/AAA/2015 年 7 月 20 日  |
| 17 龙湖绿色债 02:           | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 15 日 | AAA/稳定/AAA/2017 年 1 月 5 日   |
| 17 龙湖绿色债 03:           | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 15 日 | AAA/稳定/AAA/2017 年 2 月 14 日  |
| 20 龙湖拓展 MTN001A:       | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 15 日 | AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 12 日  |
| 20 龙湖拓展 MTN001B:       | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日 | AAA/稳定/AAA/2021 年 6 月 15 日 | AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 12 日  |
| 21 龙湖拓展 MTN001 (项目收益): | AAA/稳定/AAA/2022 年 6 月 24 日 | -                          | AAA/稳定/AAA/2021 年 11 月 24 日 |

## 主要财务数据及指标

| 项 目                      | 2018 年   | 2019 年   | 2021 年   | 2022 年<br>第一季度 |
|--------------------------|----------|----------|----------|----------------|
| 金额单位：人民币亿元               |          |          |          |                |
| <b>母公司口径数据：</b>          |          |          |          |                |
| 货币资金                     | 4.10     | 9.51     | 12.02    | 3.06           |
| 刚性债务                     | 365.48   | 466.52   | 444.59   | 415.70         |
| 所有者权益                    | 287.61   | 302.71   | 310.44   | 311.29         |
| 经营性现金净流入量                | 24.14    | -24.20   | 165.01   | 4.25           |
| <b>合并口径数据及指标：</b>        |          |          |          |                |
| 总资产                      | 5,891.91 | 6,575.73 | 7,865.16 | 8,268.13       |
| 总负债                      | 4,062.84 | 4,535.82 | 5,499.41 | 5,884.96       |
| 刚性债务                     | 1,031.14 | 1,163.61 | 1,495.39 | 1,639.84       |
| 所有者权益                    | 1,829.07 | 2,039.91 | 2,365.75 | 2,383.17       |
| 营业收入                     | 1,441.18 | 1,763.46 | 2,150.55 | 165.40         |
| 净利润                      | 270.56   | 286.03   | 316.21   | 9.80           |
| 经营性现金净流入量                | 168.61   | 214.81   | 139.38   | -98.12         |
| EBITDA                   | 367.63   | 384.05   | 426.54   | -              |
| 资产负债率[%]                 | 68.96    | 68.98    | 69.92    | 71.18          |
| 权益资本与刚性债务<br>比率[%]       | 177.38   | 175.31   | 158.20   | 145.33         |
| 流动比率[%]                  | 155.28   | 154.54   | 148.68   | 149.70         |
| 现金比率[%]                  | 19.02    | 21.67    | 20.47    | 18.31          |
| 利息保障倍数[倍]                | 7.15     | 6.26     | 6.72     | -              |
| 净资产收益率[%]                | 16.20    | 14.79    | 14.35    | -              |
| 经营性现金净流入量<br>与流动负债比率[%]  | 6.38     | 6.75     | 3.79     | -              |
| 非筹资性现金净流入<br>量与负债总额比率[%] | -0.68    | 1.18     | -1.14    | -              |
| EBITDA/利息支出[倍]           | 7.24     | 6.37     | 7.00     | -              |
| EBITDA/刚性债务[倍]           | 0.38     | 0.35     | 0.32     | -              |

注：根据龙湖拓展经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、计算。

## 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 03、17 龙湖绿色债 02、17 龙湖绿色债 03、20 龙湖拓展 MTN001A、20 龙湖拓展 MTN001B 及 21 龙湖拓展 MTN001（项目收益）（简称“上述债券”）的跟踪评级反映了 2021 年以来龙湖拓展在市场地位、土地储备、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。**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。公司经营规模位居行业前列，市场地位较突出。
- **土地储备较充足。**龙湖拓展土地储备较为充足，后续房地产业务运营受保障程度较高。
- **物业租赁收入保持增长。**龙湖拓展物业租赁业务已形成较强的品牌优势，随着自持物业保有量的增加及项目运营的成熟度的提升，租金收入持续增长，可为公司带来较稳定的现金流。
- **财务结构较为稳健。**受益于经营积累及合作项目的开展，龙湖拓展资本实力持续增强，在业务扩张的情况下，财务结构仍较为稳健。公司刚性债务以长期为主，即期债务偿付压力不大，货币资金较充裕，可用授信充足，偿债保障性强。

### 主要风险：

- **主业外部环境风险。**房地产行业受宏观经济环境和国家调控政策影响较大。龙湖拓展主业开展持续面临较大的外部环境风险。

## 分析师

杨亿 yangyi@shxsj.com  
钱源 qianyuan@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

- **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，且近年来公司新进入多个三、四线城市，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，且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状况产生一定影响。
- **往来资金占用风险。**主要因合作项目的开展，龙湖拓展与合并范围以外的企业之间资金往来较为频繁，需关注资金占用风险。

#### ➤ 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公开发行债券

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期）（品种二，简称“15 龙湖 03”）、2017 年重庆龙湖企业拓展有限公司绿色债券（第一期）（品种二，简称“17 龙湖绿色债 02”）、2017 年重庆龙湖企业拓展有限公司绿色债券（第二期）（简称“17 龙湖绿色债 03”）、重庆龙湖企业拓展有限公司 2020 年度第一期中期票据（分为 2 个品种，分别简称“20 龙湖拓展 MTN001A”和“20 龙湖拓展 MTN001B”）、重庆龙湖企业拓展有限公司 2021 年度第一期中期票据（项目收益）（简称“21 龙湖 MTN001（项目收益）”）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 2021 年和未经审计的 2022 年第一季度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 月发行了重庆龙湖企业拓展有限公司 2015 年公司债券（第二期），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 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，发行时票面利率为 4.20%。2020 年 6 月 9 日，公司发布 15 龙湖 03 债券调整票面利率选择权行使的公告，将票面利率下调至 3.30%，投资者回售后 15 龙湖 03 待偿还本金余额为 16.95 亿元。

国家发展和改革委员会于 2016 年 10 月发布的《关于重庆龙湖企业拓展有限公司发行绿色债券核准的批复》（发改企业债券[2016]303 号），同意该公司发行不超过 40.40 亿元的绿色债券。公司于 2017 年 1 月发行了 2017 年重庆龙湖企业拓展有限公司绿色债券（第一期），发行规模为 30.40 亿元。其中，17 龙湖绿色债 02（即品种二）发行金额为 14.40 亿元，期限为 7 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为 4.67%。公司于 2017 年 3 月发行了 17 龙湖绿色债 03，发行金额为 10 亿元，期限为 7 年，附第 5 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为 4.75%。2022 年 1 月 12 日，公司发布 17 龙湖绿色债 02 债券调整票面利率选择权行使的公告，将票面利率下调至 3.48%，投资者回售金额为 7.30 亿元，公司对回售债券全部进行转售，故 17 龙湖绿色债 02 待偿还本金余额仍为 14.40 亿元。2022 年 1 月 27 日，公司发布 17 龙湖绿色债 03 债券调整票面利率选择权行使的公告，将票面利率下调至 3.28%，投资者回售金额为 6.92 亿元，公司对回售债券

全部进行转售，故 17 龙湖绿色债 03 待偿还本金余额仍为 10.00 亿元。

该公司于 2020 年 6 月 28 日在中国银行间市场交易商协会成功注册了 17 亿元中期票据发行额度（中市协注[2020]MTN711 号），并于 2020 年 7 月发行了重庆龙湖企业拓展有限公司 2020 年度第一期中期票据，分为 2 个品种。其中，品种一（即 20 龙湖拓展 MTN001A）发行金额为 12 亿元，期限为 3 年；品种二（即 20 龙湖拓展 MTN001B）发行金额为 5 亿元，期限为 5 年。上述中期票据所募资金用于偿还股东龙湖集团控股有限公司（简称“龙湖集团”）熊猫中期票据（17 龙湖地产 MTN001A）。截至 2021 年末，所募资金已全额按照原定用途使用。

该公司于 2020 年 11 月 11 日在中国银行间市场交易商协会成功注册了 20 亿元项目收益票据发行额度（中市协注[2020]PRN15 号），并于 2021 年 12 月发行了 21 龙湖拓展 MTN001（项目收益），发行金额为 10 亿元，期限为 15 年，附第 3、6、9、12 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率为 3.70%。21 龙湖拓展 MTN001（项目收益）所募资金拟用于偿还项目贷款，截至 2021 年末已按照原定用途使用。

截至 2022 年 5 月末，该公司存续债券待偿还本金余额合计 373.28 亿元，付息情况（若有）均正常。

**图表 1. 截至 2022 年 5 月末公司存续债券概况**

| 债项名称            | 发行金额<br>(亿元) | 待偿还本金余额<br>(亿元) | 期限<br>(年) | 发行利率<br>(%) | 起息日        | 注册额度/注册时间             | 本息兑付情况 |
|-----------------|--------------|-----------------|-----------|-------------|------------|-----------------------|--------|
| 15 龙湖 03        | 20.00        | 16.95           | 5+2       | 4.20        | 2015-07-27 | 80.00 亿元/2015 年 6 月   | 正常     |
| 15 龙湖 04        | 20.00        | 0.10            | 5+2       | 4.08        | 2015-11-02 |                       | 正常     |
| 16 龙湖 02        | 18.00        | 6.70            | 5+3       | 3.68        | 2016-01-25 | 118.00 亿元/2015 年 12 月 | 正常     |
| 16 龙湖 04        | 15.00        | 1.47            | 5+5       | 3.75        | 2016-03-04 |                       | 正常     |
| 16 龙湖 06        | 30.00        | 30.00           | 5+2       | 3.68        | 2016-07-13 |                       | 正常     |
| 17 龙湖绿色债 02     | 14.40        | 14.40           | 5+2       | 4.67        | 2017-02-16 | 40.40 亿元/2016 年 10 月  | 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        | 6.78            | 3+2       | 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 |                       | 正常     |
| 20 龙湖 02        | 23.00        | 23.00           | 5+2       | 4.20        | 2020-01-17 |                       | 正常     |
| 19 龙湖 03        | 5.00         | 5.00            | 3+2       | 3.90        | 2019-07-19 | 50.00 亿元/2019 年 3 月   | 正常     |
| 19 龙湖 04        | 15.00        | 15.00           | 5+2       | 4.67        | 2019-07-19 |                       | 正常     |
| 20 龙湖 04        | 30.00        | 30.00           | 5+2       | 3.80        | 2020-03-04 |                       | 正常     |
| 20 龙湖拓展 MTN001A | 12.00        | 12.00           | 3         | 3.95        | 2020-07-15 | 17.00 亿元/2020 年 6 月   | 正常     |
| 20 龙湖拓展 MTN001B | 5.00         | 5.00            | 5         | 4.50        | 2020-07-15 |                       | 正常     |
| 20 龙湖 05        | 20.00        | 20.00           | 3+2       | 3.78        | 2020-08-07 | 180.00 亿元/2020 年 5 月  | 正常     |
| 20 龙湖 06        | 10.00        | 10.00           | 5+2       | 4.30        | 2020-08-07 |                       | 正常     |
| 21 龙湖 01        | 20.00        | 20.00           | 3+2       | 3.95        | 2021-01-07 |                       | 正常     |
| 21 龙湖 02        | 10.00        | 10.00           | 5+2       | 4.40        | 2021-01-07 |                       | 正常     |
| 21 龙湖 03        | 15.00        | 15.00           | 3+2       | 3.50        | 2021-05-21 |                       | 正常     |
| 21 龙湖 04        | 15.00        | 15.00           | 5+2       | 3.93        | 2021-05-21 |                       | 正常     |

| 债项名称                        | 发行金额<br>(亿元) | 待偿还本金余额<br>(亿元) | 期限<br>(年)     | 发行利率<br>(%) | 起息日        | 注册额度/注册时间            | 本息兑付情况 |
|-----------------------------|--------------|-----------------|---------------|-------------|------------|----------------------|--------|
| 21 龙湖 05                    | 20.00        | 20.00           | 3+2           | 3.35        | 2021-08-11 |                      | 未到付息日  |
| 21 龙湖 06                    | 10.00        | 10.00           | 5+2           | 3.70        | 2021-08-11 |                      | 未到付息日  |
| 22 龙湖 01                    | 20.00        | 20.00           | 3+3           | 3.49        | 2022-01-14 |                      | 未到付息日  |
| 22 龙湖 02                    | 8.00         | 8.00            | 5+3           | 3.95        | 2022-01-14 |                      | 未到付息日  |
| 22 龙湖 03                    | 5.00         | 5.00            | 3+3           | 4.00        | 2022-05-19 |                      | 未到付息日  |
| 21 龙湖拓展<br>MTN001(项目收<br>益) | 10.00        | 10.00           | 3+3+3+<br>3+3 | 3.70        | 2021-12-09 | 20.00 亿元/2020 年 11 月 | 未到付息日  |
| 合计                          | 507.40       | 373.28          | -             | -           | -          | -                    | -      |

资料来源：Wind

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2022 年第一季度，全球疫情形势因变异毒株的高传染性而依然严峻，受通胀压力持续上升、货币政策收紧、地缘政治冲突进一步加剧等多因素影响，全球经济恢复节奏放缓，我国外部环境的复杂性和不确定性仍然较高。国内经济在年初的较好表现后再遭疫情冲击，经济发展存在较大压力。短期内，宏观政策将主要围绕“稳增长”开展，实现年度增长目标任重道远；从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

2022 年第一季度，新冠疫苗接种持续推进，病毒变异后的高传染性以及部分国家防疫措施放松导致全球疫情防控形势依然严峻。全球通胀压力保持高位，经济恢复节奏放缓；美联储已开启加息进程，美元强势及美债利率快速上升对全球的资本流动及金融市场运行带来挑战。俄乌军事冲突爆发，地缘政治局势进一步紧张，对全球经济产生的负面影响已逐步显现。总体上，疫情、通胀、美联储政策收紧、债务压力、俄乌冲突将继续影响全球经济修复，我国经济发展面临的外部环境的复杂性和不确定性依旧较高，而区域全面经济伙伴关系协定正式生效有利于我国应对这种不稳定的外部环境。

我国经济年初表现较好，但新冠变异毒株在全国较大范围的快速传播再次对经济发展造成冲击，“需求收缩、供给冲击、预期转弱”三重压力将进一步加大。失业率阶段性上升，消费者物价指数温和增长，而工业生产者出厂价格指数涨幅虽从高位回落但幅度仍较大。工业中高技术制造业生产活动增长相对较快，而与地产、教育、交通、餐饮、穿着相关的传统制造业普遍低迷；能源原材料、有色金属冶炼、化工等行业的经营绩效增长良好，其余工业行业在成本的大幅上升侵蚀下，盈利增长普遍承压。消费增长受疫情的影响波动明显，

汽车对商品零售形成较大拖累，餐饮与疫情前的差距扩大；固定资产投资中制造业投资与基建投资增长相对较快，而房地产投资则持续下行；在高基数、产业链优势逐步回归常态以及海外修复放缓等因素的影响下，出口增速有所回落。人民币汇率保持稳定，人民币资产对全球投资者的吸引力并未发生明显变化。

我国持续深入推进供给侧结构性改革，扩大高水平对外开放，提升创新能力、坚持扩大内需、推动构建“双循环”发展新格局、贯彻新发展理念等是应对国内外复杂局面的长期政策部署；宏观政策加大跨周期调节力度，与逆周期调节相结合，为短期内稳定经济大盘提供支持。我国财政政策保持积极，专项债额度提前下达，推出新的一系列减税降费措施对特定主体和薄弱领域提供精准支持，财政支出节奏显著加快；政策层面严禁新增地方政府隐性债务，强化监管监测，妥善化解存量债务，地方政府债务风险总体可控。央行加大灵活适度的稳健货币政策实施力度，运用总量和结构性货币政策工具，保持流动性合理充裕，引导金融机构加大对小微企业、科技创新、绿色发展的支持；地方政府债发行节奏加快，以及政策增强信贷总量增长的稳定性均有利于实体部门宽信用，而在保持宏观杠杆率基本稳定的基调下，实体融资增速回升空间有限。我国金融监管持续完善，切实且严肃地践行金融法治，并通过完善宏观审慎政策治理机制，提高防范化解系统性金融风险的能力，为金融市场健康发展夯实基础。

2022 年，“稳字当头、稳中求进”是我国经济工作的总基调，5.5%左右的增长目标在疫情的再度冲击下任重道远，短期内宏观政策将主要围绕“稳增长”开展：预计高质量发展与“双碳”目标将导致高技术制造业与高排放行业生产活动延续分化；疫情仍是导致消费波动的重要因素；制造业投资有基础保持较快增长，基建投资在适度超前基建以及前期政策成效显现带动下增速提升，房地产投资惯性下滑后才会逐步趋稳；出口增长仍有韧性，但外部需求恢复节奏放缓会导致增速回落。从中长期看，在强大的国家治理能力以及庞大的国内市场潜力的基础上，贯彻新发展理念和构建“双循环”发展新格局有利于提高经济发展的可持续性和稳定性，我国经济长期向好的基本面保持不变。

## （2）行业因素

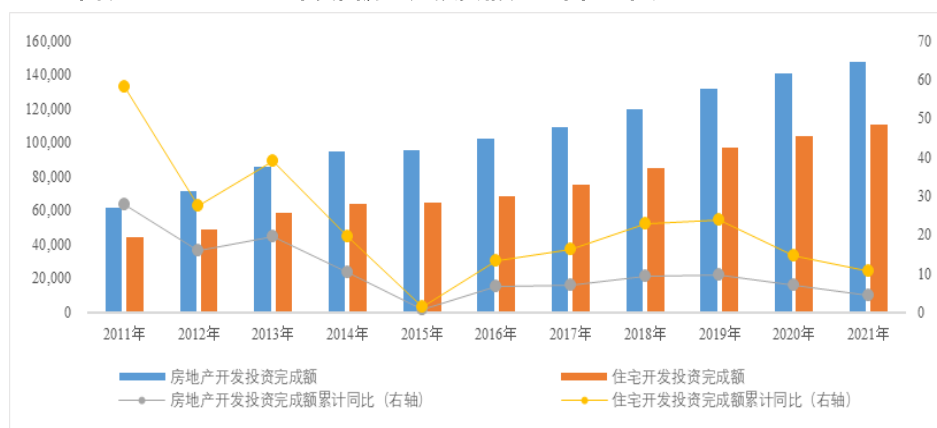
2021 年我国房地产政策调控总体持续，企业加快推进存量项目以加速资金回笼，全年房地产投资与销售保持增长但增速逐步放缓，土地市场则呈现供需双缩局面。2021 年底以来，房地产市场政策环境逐步得到改善，但部分大型民营房企前期因信用风险暴露而逐步退出，行业竞争格局发生改变，整体经营效率或将较明显弱化。

### A. 行业概况

房地产业是国民经济的支柱性产业之一。2011-2021 年我国房地产开发投资完成额从 6.18 万亿元升至 14.76 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 4.43

万亿元升至 11.12 万亿元。近三年我国房地产开发投资完成额同比增速分别为 9.9%、7.0%和 4.4%，放缓态势明显。2022 年前四个月，我国房地产开发投资完成额为 3.92 万亿元，同比增幅为-2.70%，其中住宅开发投资完成额为 2.95 亿元，同比增幅为-2.10%。

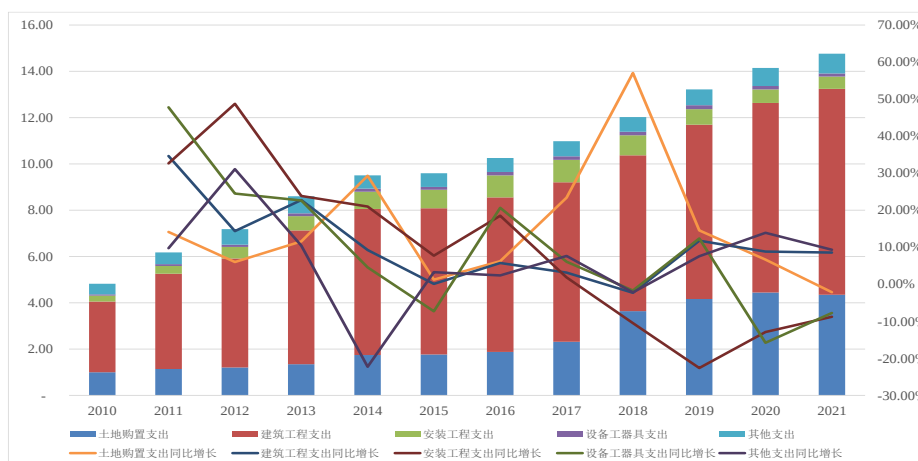
图表 2. 2011-2021 年我国房地产投资情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

房地产开发投资主要由土地购置支出和建筑工程支出构成。2011 年以来，我国房地产行业土地购置支出连续多年保持增长，从 1 万亿元增长至 2020 年的 4.45 万亿元，2021 年出现首次下滑，当年降幅为-2.13%；同期建筑工程支出从 3.06 万亿元增至 8.89 万亿元，其中 2021 年同比增长 8.55%，显著高于房地产开发投资增幅，反映出严格监管预售款以及融资持续收紧背景下房企加快存量项目建筑投资进度以加速回笼资金的紧迫性。

图表 3. 2011-2021 年我国房地产投资结构及变化情况（单位：亿元、%）

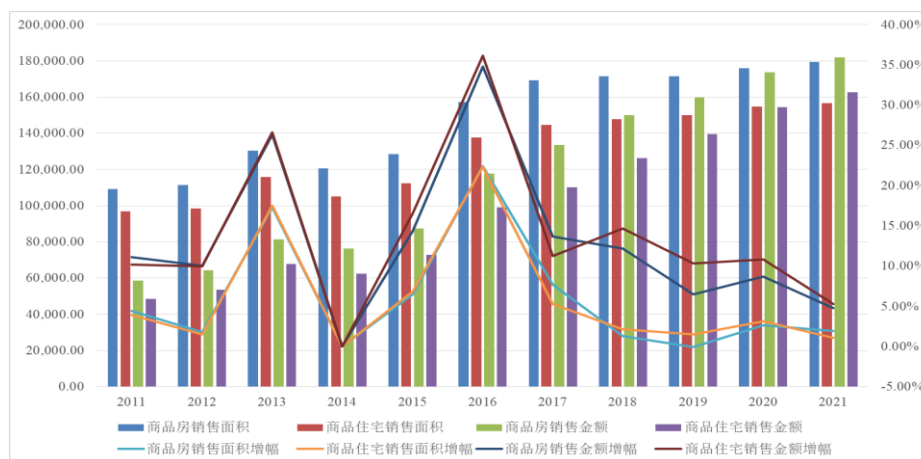


资料来源：Wind

2018 年以来我国商品房销售面积和商品住宅销售面积增长明显趋缓。2018-2021 年商品房销售面积分别为 17.17 亿平方米、17.16 亿平方米、17.61 亿平方米和 17.94 亿平方米，增速分别为 1.33%、-0.06%、2.64%和 1.90%；住宅销售面积分别为 14.79 亿平方米、15.01 亿平方米、15.49 亿平方米和 15.65 亿平方米，增速分别为 2.17%、1.50%、3.15%和 1.07%。同期商品房销售金额分别为 15.00 万亿元、15.97 万亿元、17.36 万亿元和 18.19 万亿元，增速分别为 12.17%、6.50%、8.69%和 4.79%；商品住宅销售金额分别为 12.64 万亿元、

13.94 万亿元、15.46 万亿元和 16.27 万亿元，增速分别为 14.65%、10.32%、10.85% 和 5.28%。在销售面积趋稳的情况下，销售金额增长相对较快，房价持续上涨但涨幅回落。同期我国商品房销售均价分别为 8,736.90 元/平方米、9,310.28 元/平方米、9,859.53 元/平方米和 10,139.13 元/平方米，涨幅分别为 10.70%、6.56%、5.90%和 2.84%；商品住宅销售均价分别为 8,544.11 元/平方米、9,287.06 元/平方米、9,979.89 元/平方米和 10,395.94 元/平方米，涨幅分别为 12.22%、8.70%、7.46%和 4.17%。

图表 4. 2011-2021 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

2022 年前 4 个月，受政策松绑效应存在时滞及部分主要城市疫情冲击等影响，我国房地产市场主要数据出现明显恶化。其中，房地产开发企业土地购置支出和建筑工程支出（累计数）均呈现负增长，分别为-2.70%和-3.84%；同期土地购置面积为 1,766.14 万平方米，同比降幅高达-46.50%，为 2012 年以来同期最大降幅。同期全国商品房销售面积、销售金额和均价分别为 3.98 万平方米、3.78 万亿元和 9,502.43 元/平方米，同比降幅分别为-20.95%、-29.51%和-10.83%；商品住宅销售面积、销售金额和均价分别为 3.37 万平方米、3.32 万亿元和 9,859.67 元/平方米，同比降幅分别为-25.40%、-32.16%和-9.06%。

土地市场方面，为缓解疫情对经济的影响，2020 年二季度起大部分城市增加了优质土地供应并带动全年住宅用地供应量和成交量均同比小幅增长。2021 年受土地新政及融资进一步收紧等因素影响，全年土地市场供需收缩，交易量下行。根据 CREIS 中指数据显示，2021 年全国 300 个城市共推出各类建设用地 13.81 亿平方米，同比减少 6.67%，其中住宅建设用地 5.44 亿平方米，同比下降 8.87%；全年各类建设用地成交 11.27 亿平方米，同比下降 12.79%，其中住宅建设用地成交 4.01 亿平方米，同比下降 22.31%。分城市能级来看，上述 300 个城市中一线城市住宅建设推地 2,534.08 万平方米，同比增长 36.17%，成交 1,988.70 万平方米，同比增长 17.63%；二线城市住宅建设推地 21,400.11 万平方米，同比下降 7.07%，成交 15,930.03 万平方米，同比下降 23.18%；三四线城市住宅建设推地 30,495.10 万平方米，同比下降 12.47%，成交 22,192.92 万平方米，同比下降 24.01%。

图表 5. 2019-2021 年我国 300 个大中城市土地供应及成交情况

| 指标                  | 2019 年   |        | 2020 年   |        | 2021 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）      | 13.97    | 1.06%  | 14.80    | 5.96%  | 13.81    | -6.67%  |
| 其中：住宅建设用地推出面积（亿平方米） | 5.75     | 6.22%  | 5.97     | 3.87%  | 5.44     | -8.87%  |
| 各类用地成交面积（亿平方米）      | 11.67    | 1.49%  | 12.93    | 10.78% | 11.27    | -12.79% |
| 其中：住宅建设用地成交面积（亿平方米） | 4.67     | 9.89%  | 5.16     | 10.49% | 4.01     | -22.31% |
| 各类用地成交出让金（万亿元）      | 5.22     | 20.40% | 6.14     | 17.84% | 5.72     | -6.97%  |
| 其中：住宅建设用地出让金（万亿元）   | 4.39     | 25.15% | 5.23     | 18.96% | 4.89     | -6.51%  |
| 各类用地成交楼面均价（元/平方米）   | 4,018.01 | 15.55% | 4,241.67 | 5.57%  | 4,897.54 | 15.46%  |
| 住宅建设用地成交楼面均价（元/平方米） | 4,120.50 | 14.22% | 4,456.51 | 8.15%  | 5,438.48 | 22.03%  |
| 各类用地成交溢价率           |          | 15.88% |          | 17.71% |          | 11.12%  |
| 住宅建设用地成交溢价率         |          | 14.13% |          | 15.31% |          | 11.02%  |

资料来源：CREIS 中指数据

注：住宅建设用地统计口径包括中指数据住宅用地与综合用地（含住宅）。

## B. 政策环境

2021 年以来我国房地产政策坚持“房住不炒”以及“稳地价、稳房价、稳预期”的主基调，国家及地方出台的政策组合拳覆盖了房地产行业各参与主体，强化资金流向监管，房地产开发企业融资环境进一步趋紧。在土地购置环节，22 个重点城市实施集中供地政策，同时要求房企投销比不高于 40%；在融资环节，央行执行房地产金融审慎管理制度，对金融机构提出贷款集中度限制，并通过“三道红线”分档对房企资产负债表进行监管，控制行业债务扩张速度；在销售环节，除限购、限售外，还强化了预售资金监管，同时限制金融机构的个人住房贷款放款比例。与此同时，各地方政府亦围绕中央相关政策方针并结合自身特点，通过行政、公积金、住房保障、市场监管及人口等政策层面进行房地产市场调控。如：年初北京、上海、武汉等地推出“房地联动”机制，在集中供地环节中，进一步对相应地块未来的房屋销售指导价设置上限；深圳、成都、西安等地则推出“二手房指导价”。

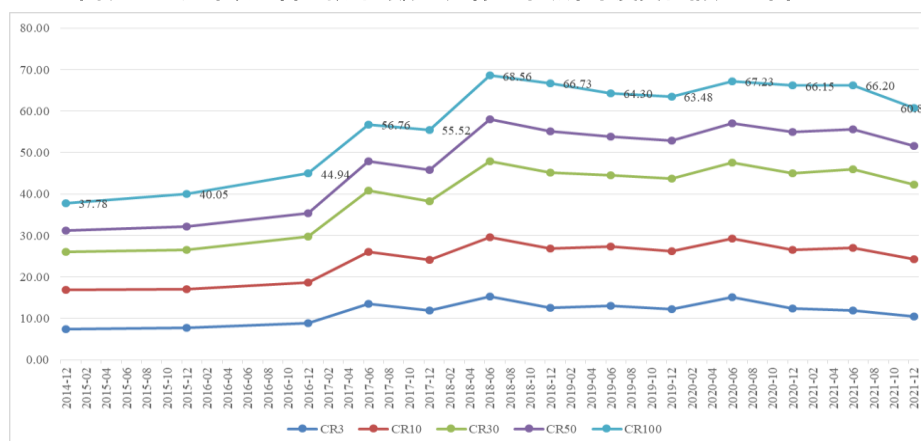
在多层次、全方位的政策调控下，我国住宅市场价格过快上涨的局面得到了有效遏制。但同时部分大型民营房地产开发企业的“高杠杆、高成本、高周转”模式难以为继，信用风险较集中暴露。为了确保房地产行业长效调控机制的政策框架逐步落地实施，2021 年 12 月以来在坚持不搞“大水漫灌”的前提下货币政策边际宽松，同时出台鼓励并购贷政策，近期更是应国内外形势重大变化，及时优化调整各项调控政策，采取了包括降准、下调 5 年期贷款市场报价利率（LPR）等手段，全力推动包括房地产在内的经济运行处于健康有序发展轨道。多个地方政府也陆续出台包括购房补助在内的各项支持政策。

## 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。受益于城市化进程及经济增长等长期因素，“高杠杆、高成本、高周转”模式获得有效支撑，偏高的财务杠杆及融资成本、土地成本等，通常都能够通过快速周转加以消化。众多民营企业也凭借相对更高的经营效率不断发展壮大，并在房地产

这一支柱性产业中获得一席之地。但近年来随着限售、限贷、限购乃至强化预售资金监管等一系列政策的落实，“高周转”策略逐步失灵，“高杠杆、高成本”失去支撑，部分民营房地产开发企业信用风险暴露。随着市场环境的变化，尤其是部分民营房地产企业的逐步退出，未来行业竞争格局将发生深刻变化，能够低成本获得土地和资金的大型企业或地方企业，或将在竞争中获得一定优势。随着部分民营房企信用风险的渐次暴露，房地产行业销售金额（CR）集中度于 2018 年达到峰值，其后总体上趋于下滑，其中 2021 年出现明显下降。根据 Wind 数据，2021 年 CR3/CR10/CR30 /CR100 比值由 2018 年的 12.58%/26.89%/55.10%/66.73%降至 10.45%/24.20%/42.35%/60.82%。

图表 6. 近年以销售金额计的房地产行业市场集中度变化情况（单位：%）



资料来源：Wind

图表 7. 行业部分企业基本数据概览（单位：亿元）

| 企业名称             | 主要经营及财务指标 |           |             |          |            |        |                           | 主要监管指标                                |          |           |
|------------------|-----------|-----------|-------------|----------|------------|--------|---------------------------|---------------------------------------|----------|-----------|
|                  | 权益销售<br>额 | 资产总额      | 所有者权<br>益总额 | 营业收入     | 毛利率        | 净利润    | 经营活动<br>产生的现<br>金流量净<br>额 | 剔除预<br>收账款及<br>合同负<br>债的资<br>产负<br>债率 | 净负债<br>率 | 现金短<br>债比 |
| 碧桂园控股有限公司        | 5,571.80  | 19,483.65 | 3,006.27    | 5,241.81 | 17.74%     | 409.82 | 108.55                    | 75.74%                                | 45.45%   | 2.29      |
| 万科企业股份有限公司       | 4,032.00  | 19,386.38 | 3,927.73    | 4,527.98 | 21.82%     | 380.70 | 41.13                     | 69.80%                                | 30.64%   | 2.40      |
| 保利发展控股集团股份有限公司   | 3,716.10  | 13,999.33 | 3,029.14    | 2,850.24 | 26.78%     | 371.89 | 105.51                    | 69.19%                                | 55.07%   | 2.65      |
| 中海企业发展集团有限公司     | 3,466.70  | 6,448.88  | 1,909.04    | 1,711.40 | 23.08%     | 264.79 | 293.07                    | 66.18%                                | 16.16%   | 2.73      |
| 绿地控股集团有限公司       | 2,612.70  | 14,690.98 | 1,638.83    | 5,447.56 | 11.67%     | 94.43  | 622.33                    | 83.68%                                | 93.76%   | 0.83      |
| 华润置地有限公司         | 2,174.00  | 9,498.04  | 2,920.76    | 2,121.08 | 26.97%     | 373.95 | 70.28                     | 60.37%                                | -17.88%  | 1.96      |
| 招商局蛇口工业区控股股份有限公司 | 2,043.00  | 8,562.03  | 2,767.55    | 1,606.43 | 25.47%     | 152.02 | 259.77                    | 60.88%                                | 33.08%   | 2.14      |
| 重庆龙湖企业拓展有限公司     | -         | 7,865.16  | 2,365.75    | 2,150.55 | 25.88<br>% | 316.21 | 139.38                    | 61.16<br>%                            | 22.20%   | 6.38      |

资料来源：公开资料，新世纪评级整理。

注：1）上表数据系 2021 年（末）数据；2）计量货币均为人民币；3）权益销售数据来源于克而瑞，口径与表内企业披露口径或存在差异；4）剔除预收账款及合同负债的资产负债率=（负债总额-预收款项及合约负债）/（资产总额-预收款项及合约负债）×100%；净负债率=（带息债务-货币资金）/所有者权益总额×100%；现金短债比=货币资金/短期带息债务；上述指标计算口径与表内企业披露口径或存在差异。

#### D. 风险关注

项目去化压力大。长期而言，房地产需求与经济发展水平及居民收入状况密切相关。我国在较短时间内完成了工业化与城市化进程的主要部分，房地产

需求相应较集中释放，行业得以快速发展。随着经济增速的逐步放缓以及房价的逐步高企，加之预期持有成本上升（房产税等），潜在需求或受到阶段性抑制。现阶段我国所处内外部环境更为复杂，经济发展面临多重挑战，居民就业与收入增长承压明显，房地产市场短期需求或将进一步弱化。而从主要房地产上市企业存货占款数据<sup>1</sup>看，2016-2021 年末存货余额合计数分别为 6.16 万亿元、8.08 万亿元、10.29 万亿元、12.53 万亿元、14.36 万亿元和 15.00 万亿元，2017-2021 年末同比增幅分别为 31.14%、27.28%、21.79%、14.56%和 4.47%。上述上市房企 2019-2021 年结转的营业收入合计数分别为 4.98 万亿元、5.62 万亿元和 6.25 万亿元<sup>2</sup>。此外，房产税改革尚待落地，也在一定程度上影响住宅去化。

**开发投资或放缓。**2021 年国内房地产开发企业土地购置意愿趋弱，2022 年以来更是出现大幅度下滑，预计短期内新房开工量承压；受信用风险暴露或资金链紧张等因素影响，部分民营企业加速存量项目出清，该类项目集中投入期之后，建筑工程等投资也将放缓。此外，随着行业竞争格局的调整，整体运营效率将逐步弱化，将进一步对开发投资增长形成约束。

**仍面临一定的流动性风险释放压力。**房地产行业资金驱动特征极其明显。在销售压力大、大额债务陆续到期的情境下，部分房地产开发企业流动性依然承压。尤其是短期内有大量境外债务到期的房企，承压更为明显。

## 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，并持续扩大商业物业租赁和长租公寓租赁业务。近年来，公司房地产销售规模持续提升。公司目前土地储备较充足，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，毛利率受销售结转项目构成等因素影响有所下滑，但期间费用率控制在较低水平，整体盈利能力仍较强。

该公司为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。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，在一定程度上提升了公司的经营业绩，同时为公司提供较为稳定的现金流来源。

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     |

<sup>1</sup> 以在沪、深、港证券交易所上市的 2021 年末存货占款金额排名前 100 的房地产开发企业为统计范围。其中中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布 2021 年度报告，其存货数据基准日为 2021 年 6 月 30 日。

<sup>2</sup> 中国恒大、融创中国、世茂集团、中国奥园、佳兆业集团和广宇发展尚未发布 2021 年度报告，其营业收入数据按照上年数据计算。

| 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 |
|------------|-------------|-----------|
| 物业租赁       | 全国          | 规模/资本/品牌  |

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         | 2019 年          | 2020 年          | 2021 年          |
|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>营业收入合计</b>   | <b>1,441.18</b> | <b>1,763.46</b> | <b>2,150.55</b> |
| 其中：核心业务营业收入（亿元） | 1,437.76        | 1,759.52        | 2,144.43        |
| 在营业收入中所占比重（%）   | 99.76           | 99.78           | 99.72           |
| 其中：（1）商品房销售     | 1,387.48        | 1,695.53        | 2,045.69        |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 96.50           | 96.36           | 95.40           |
| （2）物业出租         | 50.28           | 63.98           | 98.75           |
| 在核心业务收入中所占比重（%） | 3.50            | 3.64            | 4.60            |
| <b>毛利率（%）</b>   | <b>34.49</b>    | <b>29.23</b>    | <b>25.88</b>    |
| 其中：（1）商品房销售（%）  | 33.48           | 28.03           | 23.99           |
| （2）物业出租（%）      | 60.02           | 59.06           | 61.04           |

资料来源：龙湖拓展

2019-2021 年，该公司营业收入分别为 1,441.18 亿元、1,763.46 亿元和 2,150.55 亿元。其中，商品房销售结转收入分别为 1,387.48 亿元、1,695.53 亿元和 2,045.69 亿元，占营业收入的比重保持在 95%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 34.49%、29.23%和 25.88%，受商品房销售业务毛利率下降影响而有所下滑。

2022 年第一季度该公司营业收入为 165.40 亿元，同比增长 10.35%；综合毛利率为 20.46%。

#### A. 房地产开发销售业务

该公司执行快速周转策略，销售业绩持续提升。2019-2021 年公司房地产签约销售面积分别为 1,399 万平方米、1,605 万平方米和 1,696 万平方米，签约销售金额分别为 2,356 亿元、2,672 亿元和 2,880 亿元，均保持增长。依托于良好的项目布局和产品结构，公司签约销售均价处于较高水平，2019-2021 年分别为 1.68 万元/平方米、1.66 万元/平方米和 1.70 万元/平方米。

图表 10. 公司最近三年房地产开发经营情况

| 项目             | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 开（复）工面积（万平方米）  | 4,084  | 4,129  | 4,150  |
| 其中：新开工面积（万平方米） | 1,938  | 2,076  | 2,500  |
| 竣工面积（万平方米）     | 1,412  | 1,938  | 2,400  |
| 签约销售面积（万平方米）   | 1,399  | 1,605  | 1,696  |
| 签约销售金额（亿元）     | 2,356  | 2,672  | 2,880  |
| 平均售价（万元/平方米）   | 1.68   | 1.66   | 1.70   |

数据来源：龙湖拓展

该公司商品房开发业务呈全国性布局，近年来销售收入结转主要来源于江浙、山东、川渝等区域。2021 年，上述区域仍为公司核心销售结转收入贡献

地区，占比合计为 47.09%，其中江苏区域结转收入规模最大且同比大幅增长；山东及成都区域收入小幅增长；重庆区域和浙江区域收入结转金额同比有所减少。2019-2021 年，公司商品房销售毛利率分别为 33.48%、28.03%和 23.99%，因受结算项目的区域和类型构成等因素的影响，近年来毛利率有所下滑。

**图表 11. 公司商品房收入区域构成（单位：亿元、%）**

| 项目          | 2019 年          |               | 2020 年          |               | 2021 年          |               |
|-------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
|             | 收入              | 占比            | 收入              | 占比            | 收入              | 占比            |
| 重庆区域        | 250.45          | 18.05         | 230.35          | 13.59         | 177.54          | 8.68          |
| 成都区域        | 125.13          | 9.02          | 138.63          | 8.18          | 148.21          | 7.24          |
| 西安区域        | 27.87           | 2.01          | 85.36           | 5.03          | 84.71           | 4.14          |
| 北京区域（北京、保定） | 42.02           | 3.03          | 28.40           | 1.68          | 73.28           | 3.58          |
| 上海区域        | 24.08           | 1.74          | 105.29          | 6.21          | 71.46           | 3.49          |
| 江苏区域        | 140.71          | 10.14         | 169.99          | 10.03         | 272.42          | 13.32         |
| 浙江区域        | 166.25          | 11.98         | 252.60          | 14.90         | 190.69          | 9.32          |
| 沈阳区域        | 63.32           | 4.56          | 91.95           | 5.42          | 113.30          | 5.54          |
| 厦门区域（厦门、泉州） | 58.26           | 4.20          | 41.69           | 2.46          | 66.24           | 3.24          |
| 山东区域        | 250.15          | 18.03         | 167.80          | 9.90          | 174.38          | 8.52          |
| 长沙区域        | 44.60           | 3.21          | 46.11           | 2.72          | 95.63           | 4.67          |
| 广州区域        | 47.54           | 3.43          | 36.18           | 2.13          | 74.33           | 3.63          |
| 合肥区域        | 31.69           | 2.28          | 74.80           | 4.41          | 75.53           | 3.69          |
| 福州区域        | 14.81           | 1.07          | 55.72           | 3.29          | 81.20           | 3.97          |
| 其他          | 100.62          | 7.25          | 170.65          | 10.06         | 346.77          | 16.95         |
| <b>合计</b>   | <b>1,387.48</b> | <b>100.00</b> | <b>1,695.53</b> | <b>100.00</b> | <b>2,045.69</b> | <b>100.00</b> |

数据来源：龙湖拓展

2019-2021 年，该公司开（复）工面积分别为 4,084 万平方米、4,129 万平方米和 4,150 万平方米，其中新开工面积分别为 1,938 万平方米、2,076 万平方米和 2,500 万平方米，开发规模持续扩大。同期，竣工面积分别为 1,412 万平方米、1,938 万平方米和 2,400 万平方米。公司加快项目建设速度，保证项目交付，2020 年以来竣工面积与新开工面积逼近。近年来公司销售去化虽有所加速，但签约销售规模持续小于新开工规模，待售规模增长，关注去化压力。开发规模持续扩大的情况下，若后续项目销售去化不及预期，公司将面临一定的投融资压力。

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。2021 年，公司新进入 6 个城市，新增土地储备 122 宗；截至 2021 年末，公司土地储备分布于全国 67 个城市，持有的土地对应总建筑面积合计 7,354.04 万平方米，较上年末增加 56.69 万平方米。从城市能级方面看，2021 年公司新进入的城市包括盐城、湖州、鄂州、宁德、湛江等三、四线城市，但拿地规模相对公司土地储备总量而言不大，当年末公司一线和二线城市土地对应建筑面积占比超过 80%，其中直辖市及副省级城市占比约为 50%。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，截至 2021 年末上述地区土地对应建筑面积占比分别为 32.40%、25.10%和 18.10%。公司部分土地采用联合拿地方式获取，截至 2021 年末公司土地储备对应权益建筑面积合计为 5,047.21 万平方米，土地储备加权平均权益比为 68.63%，较上年

末下降 2.45 个百分点。价格方面，2021 年公司新增土地均价为 6,485 元/平方米，同比上涨 798 元/平方米；参考龙湖集团公告数据，截至 2021 年末存量土地储备均价为 5,215 元/平方米，较上年末下降 318.00 元/平方米，主要因部分高单价土地开工建设所致。整体看，近年来公司持续拓展土地储备，当前存量土地充足，后续房地产业务运营受保障程度较高。

## B. 物业租赁业务

该公司物业租赁收入主要来自商业物业及长租公寓经营。近年来，公司逐步提高物业保有比例，提升长期经营能力。随着投入运营物业规模的持续扩大，公司物业租赁收入增长较快，2019-2021 年分别为 50.28 亿元、63.98 亿元和 98.75 亿元。

该公司投资建设的商业物业主要为商场，主要包括龙湖天街、龙湖星悦荟两个系列。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。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。

截至 2021 年末，公司已开业商业地产项目共有 54 个，其中天街系列项目共计 45 个，2021 年新开业项目 10 个，分别为北京丽泽天街、长沙洋湖天街、武汉江宸天街、成都锦宸天街、南京河西天街、北京熙悦天街、杭州江东天街、苏州东吴天街、杭州丁桥天街、重庆公园天街；已开业商业地产项目建筑面积合计 535.03 万平方米，其中天街项目建筑面积为 504.71 万平方米，较上年末增加 102.24 万平方米。2021 年公司商业地产项目出租率保持在高水平，平均出租率达到 97.01%。

截至 2021 年末，该公司主要在建商业地产项目共有 26 个，规划建筑面积合计 256.47 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 2021 年末公司主要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    |
|-------------|--------------|-----------|
| 重庆时代天街 IV 期 | 7.47         | 2022 年    |
| 重庆龙兴核心区天街   | 7.57         | 2022 年    |
| 北京亦庄天街      | 11.47        | 2022 年    |
| 上海奉贤天街      | 10.42        | 2022 年    |
| 上海金汇天街      | 7.26         | 2022 年    |
| 青岛胶州天街      | 8.15         | 2022 年    |
| 南昌青山湖天街     | 7.59         | 2022 年    |
| 武汉白沙天街      | 3.60         | 2022 年    |
| 武汉烽胜路天街     | 10.03        | 2022 年    |
| 沈阳浑南天街      | 8.10         | 2022 年    |
| 南宁青秀天街      | 12.14        | 2022 年    |
| 成都蜀新天街      | 6.83         | 2022 年    |
| 宁波鄞州天街      | 10.61        | 2022 年    |
| 海口 TOD 天街   | 22.22        | 2023 年及以后 |
| 昆明时代天街      | 13.30        | 2023 年及以后 |
| 无锡锡山天街      | 4.35         | 2023 年及以后 |
| 长沙开福天街      | 9.65         | 2023 年及以后 |

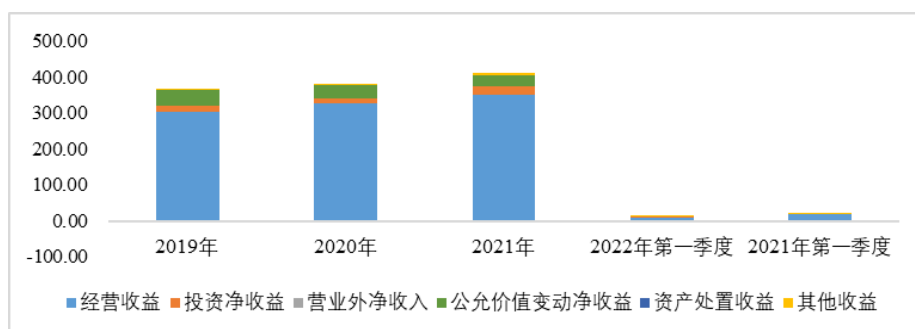
| 项目名称   | 规划建筑面积（万平方米） | 预计开业时间    |
|--------|--------------|-----------|
| 绍兴镜湖天街 | 12.60        | 2023 年及以后 |
| 宁波海曙天街 | 7.42         | 2023 年及以后 |
| 济南北宸天街 | 7.88         | 2023 年及以后 |
| 常州原山天街 | 6.55         | 2023 年及以后 |
| 杭州滨康天街 | 7.50         | 2023 年及以后 |
| 成都东安天街 | 12.46        | 2023 年及以后 |
| 南京雨山天街 | 14.04        | 2023 年及以后 |
| 长沙新姚天街 | 12.79        | 2023 年及以后 |
| 合肥高新天街 | 14.49        | 2023 年及以后 |
| 合计     | 256.47       | -         |

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。公司长租公寓运营模式包括轻、中、重资产三种；其中，轻资产运营指进行品牌输出，收取管理费的模式；中资产运营指租用或购买物业，对物业进行装修改造后对外出租的模式；重资产运营指公司自行拿地建设物业，并对外出租的模式。截至 2021 年末，公司已开业长租公寓增至约 10.6 万间（其中轻、中、重资产占比分别为 9%、72%和 19%），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 32 个城市；当年已开业 6 个月以上的长租公寓出租率为 94.3%。2019-2021 年，长租公寓实现租金收入分别为 11.70 亿元、18.10 亿元和 22.30 亿元，随着运营规模的扩大，租金收入保持增长；2021 年因自持商业物业投运增量较大，长租公寓租金收入占租赁业务总收入的比重较上年下降 5.71 个百分点至 22.58%。

## （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<sup>3</sup>

2019-2021 年，该公司营业毛利分别为 497.02 亿元、515.40 亿元和 556.55 亿元，随着房地产销售结转收入和租赁收入的增加而增加。公司利息支出绝大部分资本化，期间费用以销售及管理费用为主，随着业务规模及区域的扩大，期间费用逐年增加，2019-2021 年分别为 85.15 亿元、99.78 亿元和 137.46 亿元。

<sup>3</sup> 营业总成本包括资产减值损失及信用减值损失。

同期，销售费用分别为 40.66 亿元、50.56 亿元和 54.94 亿元，主要为销售人员薪酬、广告推广费用和咨询服务费，因业务规模扩大而增长；管理费用分别为 49.97 亿元、55.82 亿元和 84.04 亿元，主要系职工薪酬。2019-2021 年公司期间费用率分别为 5.91%、5.66%和 6.39%，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，2019-2021 年分别为 108.88 亿元、87.14 亿元和 68.33 亿元，以土地增值税为主，2021 年同比有所减少主要系受各地预征税率及项目累进税率差异的影响。同期，公司分别实现经营收益 302.98 亿元、328.47 亿元和 350.76 亿元，逐年扩大。

2022 年第一季度，该公司实现营业毛利 33.84 亿元，同比减少 18.66%，主要因结转项目毛利率同比下降所致；期间费用为 20.66 亿元，期间费用率为 12.49%；实现经营收益 10.07 亿元，同比减少 45.97%。

**图表 14. 公司营业利润结构分析**

| 公司营业利润结构       | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年   | 2022 年<br>第一季度 | 2021 年<br>第一季度 |
|----------------|----------|----------|----------|----------------|----------------|
| 营业收入合计（亿元）     | 1,441.18 | 1,763.46 | 2,150.55 | 165.40         | 149.89         |
| 营业毛利（亿元）       | 497.02   | 515.40   | 556.55   | 33.84          | 41.60          |
| 期间费用率（%）       | 5.91     | 5.66     | 6.39     | 12.49          | 12.92          |
| 其中：财务费用率（%）    | -0.38    | -0.37    | -0.07    | 0.45           | -1.45          |
| 全年利息支出总额（亿元）   | 50.81    | 60.25    | 60.89    | -              | -              |
| 其中：资本化利息数额（亿元） | 50.38    | 60.08    | 60.81    | -              | -              |

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

注：第一季度利息支出明细未统计。

2019-2021 年，该公司投资收益分别为 15.71 亿元、12.41 亿元和 23.21 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，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；2020 年公司对南京怡置江北房地产开发有限公司（简称“怡置江北房产”）、广州市振梁房地产有限公司（简称“振梁房产”）和宁波弘禄房地产信息咨询有限公司的长期股权投资确认投资收益金额较大，分别为 2.30 亿元、1.57 亿元和 1.40 亿元；2021 年公司对怡置江北房产、北京龙和信泰置业有限公司、成都首开晟奉置业有限公司、振梁房产的长期股权投资确认投资收益金额较大，分别为 3.71 亿元、3.49 亿元、1.87 亿元和 1.12 亿元。公司营业外收入金额小，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，2019-2021 年确认公允价值变动收益 43.47 亿元、35.33 亿元和 32.44 亿元。2022 年第一季度公司其他盈利影响因素金额均不大，投资收益和营业外收入分别为 1.32 亿元和 0.22 亿元。

图表 15. 影响公司盈利的其他因素分析（单位：亿元）

| 影响公司盈利的其他因素       | 2019 年度 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年<br>第一季度 | 2021 年<br>第一季度 |
|-------------------|---------|---------|---------|----------------|----------------|
| 投资收益（亿元）          | 15.71   | 12.41   | 23.21   | 1.32           | -0.81          |
| 其中：按权益法核算投资收益（亿元） | 15.32   | 12.54   | 21.92   | -              | -              |
| 营业外收入（亿元）         | 2.44    | 2.93    | 1.71    | 0.22           | 0.55           |
| 其中：政府补助（亿元）       | 0.41    | -       | -       | -              | -              |
| 公允价值变动损益（亿元）      | 43.47   | 35.33   | 32.44   | -              | -              |
| 其中：投资性房地产（亿元）     | 43.47   | 35.33   | 32.44   | -              | -              |

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2019-2021 年，该公司利润总额分别为 362.96 亿元、377.24 亿元和 408.98 亿元，净利润分别为 270.56 亿元、286.03 亿元和 316.21 亿元，净资产收益率分别为 16.20%、14.79%和 14.35%，公司盈利规模持续扩大，盈利能力强。2022 年第一季度，公司利润总额和净利润分别为 12.13 亿元和 9.80 亿元，主要因主业盈利规模缩减影响，同比分别减少 39.45%和 41.92%。

### （3）运营规划/经营战略

该公司未来仍将坚持地产开发、商业投资、租赁住房、空间服务等主航道业务协同发展。

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。公司计划推盘项目产品覆盖刚需、改善型、商业经营等细分需求，并践行差异化战略；此外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。

该公司有计划地稳步推进自持物业的投入。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，2021 年开启轻重并举模式，全年如期新开 10 座重资产天街及 1 座轻资产项目，2022 年计划新开业 13 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，长租公寓业务作为主航道业务之一，未来将根据市场需求增长稳步推进。

## 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。公司治理结构及组织结构未发生重大变化；董监高人员发生一定变动。因合作项目的开展，公司与关联方资金往来频繁，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占用风险。

截至 2021 年末，嘉逊发展直接和间接合计持有该公司 100%股权（其中直接持股 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 42.63%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，该公司治理结构和组织结构未发生重大变化。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、曹筱玲、张星不再担任公司董事职务，委派陈序平、黑鹏、陈欣出任公司董事职务，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，上述人事变动为公司正常人事变动，对公司日常管理生产经营及偿债能力无重大不利影响。

关联交易方面，2019-2021 年，该公司因销售商品、提供劳务产生的关联交易金额较小；关联采购主要体现于接受物业管理服务，金额分别为 7.11 亿元、18.49 亿元和 23.14 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。2021 年末，公司应收关联方款项（含应收账款、其他应收款和预付款项）合计 144.78 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 157.21 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 2022 年 3 月 11 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 2022 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

近年来，该公司负债规模随着业务规模扩大而持续增长，但得益于良好经营积累及合作项目的开展，资本实力逐年增强，财务结构仍较为稳健。公司刚性债务规模较大，但主要为中长期债务，期限结构与公司业务匹配度良好，即期偿付压力不大。公司销售回款情况良好，存量资金较为充裕且融资渠道通畅，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 2019 年至 2021 年财务报表进行了审计，并均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。

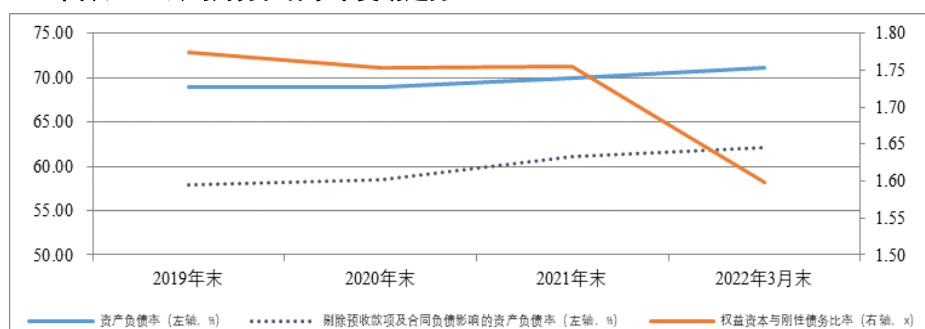
2019 年，该公司合并范围新增子公司 60 家（其中因并购新增子公司 5 家）；当年注销子公司 3 家，转让子公司 2 家。2020 年，公司新增子公司 39 家（其中因并购新增子公司 8 家）；当年注销子公司 3 家，转让子公司 4 家。2021 年，公司新增子公司 294 家（其中因并购新增子公司 20 家）；当年注销子公司 1 家，转让子公司 3 家。因分析开展需要，本评级报告所列示的“其

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。

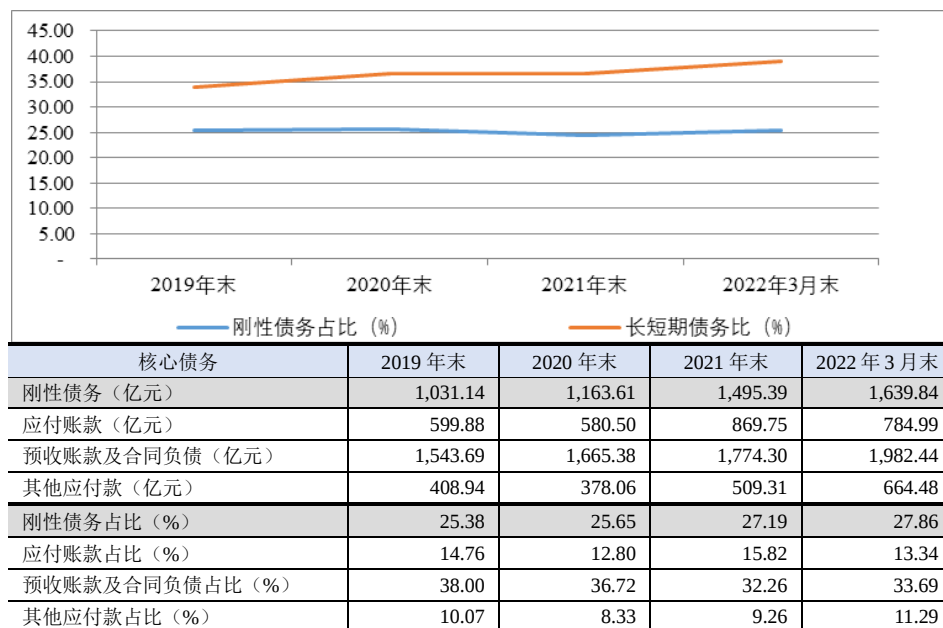
2019-2021 年末，该公司负债总额分别为 4,062.84 亿元、4,535.82 亿元和 5,499.41 亿元，规模逐年扩张。主要因盈利的留存和合作项目的开展，同期末公司未分配利润分别为 772.02 亿元、869.90 亿元和 936.69 亿元，少数股东权益分别为 989.12 亿元、1,102.26 亿元和 1,355.39 亿元。在上述科目带动下，公司所有者权益持续增长，分别为 1,829.07 亿元、2,039.91 亿元和 2,365.75 亿元。另外，同期末所有者权益中其他综合收益分别为 46.97 亿元、46.91 亿元和 46.92 亿元，主要来源于投资性房地产公允价值变动。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。2019-2021 年末，资产负债率分别为 68.96%、68.98%和 69.92%，剔除预收款项及合同负债影响后的资产负债率分别为 57.94%、58.46%和 61.16%，杠杆水平虽小幅上升，但财务结构仍较为稳健。同期末，权益资本与刚性债务比率分别为 1.77、1.75 和 1.58，覆盖情况良好。

2022 年 3 月末，该公司负债总额较上年末小幅增长 7.01%至 5,884.96 亿元，主要因刚性债务规模扩张，资产负债率小幅升至 71.18%，剔除预收款项及合同负债影响后为 62.09%，权益资本与刚性债务比率则下降至 1.45。

近年来该公司房地产项目开发规模持续扩大，预计未来中短期内开发支出仍将持续增加，债务融资需求或将加大，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“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 25%。除刚性债务外公司负债主要由应付账款、预收款项及合同负债和其他应付款构成。应付账款主要为应付未结算工程及材料款，2021 年末为 869.75 亿元，较上年末大幅增长 49.83%，主要因开发规模扩大，待结算工程款增加所致；账龄集中于一年以内，占比为 89.79%。预收款项及合同负债主要系预收购房款，2019-2021 年末分别为 1,543.69 亿元、1,665.38 亿元和 1,774.30 亿元，持续增加。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，2021 年末为 509.31 亿元，较上年末增长 34.72%，主要因往来款增加所致；其中往来款为 410.30 亿元，其中应付前五大债权人往来款项合计金额为 86.80 亿元，占比为 21.16%。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，2021 年末为 109.67 亿元。

2022 年 3 月末，该公司预收款项较上年末增加 208.14 亿元至 1,982.44 亿元，主要系预售房款增加所致；其他应付款较上年末增加 155.17 亿元至 664.48 亿元，主要系资金往来增加所致，其余除刚性债务外的负债科目较上年末变化不大。

从负债期限结构来看，2019-2021 年末及 2022 年 3 月末该公司长短期债务比分别为 33.80%、36.47%、36.69%和 38.99%，主要因应付账款、其他应付款和预收账款占比高，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           | 2019 年末       | 2020 年末         | 2021 年末         | 2022 年 3 月末     |
|------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| <b>短期刚性债务合计</b>  | <b>92.65</b>  | <b>43.89</b>    | <b>128.88</b>   | <b>98.52</b>    |
| 其中：短期借款          | 0.20          | -               | -               | -               |
| 一年内到期的非流动负债      | 76.88         | 42.77           | 128.88          | 98.35           |
| 应付票据             | 6.06          | 1.12            | 0.00            | 0.16            |
| 其他短期刚性债务         | 9.51          | -               | -               | -               |
| <b>中长期刚性债务合计</b> | <b>938.49</b> | <b>1,119.72</b> | <b>1,366.51</b> | <b>1,541.33</b> |
| 其中：长期借款          | 614.28        | 738.81          | 927.43          | 1,063.47        |
| 应付债券             | 324.21        | 380.90          | 291.50          | 329.80          |
| 其他中长期刚性债务        | -             | -               | 147.58          | 148.05          |

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为应付利息；其他中长期刚性债务核算内容为长期应付款及租赁负债。

2019-2021 年末，该公司刚性债务分别为 1,031.14 亿元、1,163.61 亿元和 1,495.39 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，2019-2021 年末占刚性债务总额比重分别为 91.02%、96.23%和 91.38%。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，2019-2021 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 34.64%、35.87%和 26.44%；公司银行借款以抵押借款和信用借款为主，2021 年末占比分别为 45.62%和 53.93%。

2022 年 3 月末，该公司刚性债务较上年末增加 144.46 亿元至 1,639.84 亿元，主要系长期借款增加所致。

## 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           | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年<br>第一季度 |
|-------------------|---------|---------|---------|----------------|
| 营业收入现金率（%）        | 137.92  | 121.08  | 109.21  | 231.67         |
| 业务现金收支净额（亿元）      | 420.70  | 463.98  | 488.02  | -95.09         |
| 其他因素现金收支净额（亿元）    | -252.09 | -249.17 | -348.65 | -3.03          |
| 经营环节产生的现金流量净额（亿元） | 168.61  | 214.81  | 139.38  | -98.12         |
| EBITDA（亿元）        | 367.63  | 384.05  | 426.54  | -              |
| EBITDA/刚性债务（倍）    | 0.38    | 0.35    | 0.32    | -              |
| EBITDA/全部利息支出（倍）  | 7.24    | 6.37    | 7.00    | -              |

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。2019-2021 年，公司营业收入现金率分别为 137.92%、121.08%和 109.21%，虽有所下降，但现金回笼情况整

体仍较为良好；业务现金收支净额分别为 420.70 亿元、463.98 亿元和 488.02 亿元，持续增加；其他因素现金收入净额分别为-252.09 亿元、-249.17 亿元和 -348.65 亿元，近年来因应收往来款增加，净流出规模持续扩大；公司经营环节产生的现金流量净额分别为 168.61 亿元、214.81 亿元和 139.38 亿元，保持大额净流入状态。2022 年第一季度，公司业务回款同比缩减，而开发支出有所增加，当期经营环节产生的现金流量净额转负，为-98.12 亿元。

2019-2021 年，该公司 EBITDA 分别为 367.63 亿元、384.05 亿元和 426.54 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                    | 2019 年  | 2020 年  | 2021 年  | 2022 年<br>第一季度 |
|----------------------------|---------|---------|---------|----------------|
| 回收投资与投资支付净额                | -16.22  | -19.95  | -78.36  | -16.84         |
| 取得投资收益净额                   | 11.25   | 1.45    | 2.92    | -              |
| 购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净额 | -124.48 | -131.98 | -115.23 | -70.74         |
| 其他因素对投资环节现金流量影响净额          | -63.73  | -13.63  | -6.02   | -              |
| 投资环节产生的现金流量净额              | -193.18 | -164.10 | -196.68 | -87.58         |

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

该公司自持物业投资力度较大，2019-2021 年购建与处置固定资产、无形资产和其他长期资产现金净流出额分别为 124.48 亿元、131.98 亿元和 115.23 亿元。回收投资与投资支付净额分别为-16.22 亿元、-19.95 亿元和-78.36 亿元，近年来金额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-63.73 亿元、-13.63 亿元和-6.02 亿元，其中 2019 年净流出规模较大主要因收购取得子公司所致。2019-2021 年，公司投资环节现金流净额分别为-193.18 亿元、-164.10 亿元和-196.68 亿元，持续呈净流出状态。2022 年第一季度，公司主要因购建固定资产、无形资产和其他长期资产导致当期投资环节现金净流出 87.58 亿元。

## (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          | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年<br>第一季度 |
|------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 权益类净融资额          | 68.36  | 28.57  | 71.28  | 6.94           |
| 债务类净融资额          | 100.69 | 62.98  | 119.05 | 130.62         |
| 其中：现金利息支出        | -50.17 | -57.88 | -60.69 | -18.37         |
| 其他因素对筹资环节现金流量的影响 | -0.38  | -5.15  | -25.11 | -              |
| 筹资环节产生的现金流量净额    | 168.66 | 86.39  | 165.23 | 137.56         |

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

注：现金利息支出以负值填列。

2019-2021 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 109.30 亿元、114.67 亿元和 206.35 亿元；发放现金

股利分别为 40.94 亿元、86.11 亿元和 135.07 亿元，权益类净融资额分别为 68.36 亿元、28.57 亿元和 71.28 亿元。同期，借款及发行债券融入资金合计金额分别为 492.78 亿元、719.92 亿元和 756.42 亿元；偿还债务支付的现金分别为 341.93 亿元、599.07 亿元和 576.67 亿元，债务性本金分别净增加 150.85 亿元、120.85 亿元和 179.74 亿元，扣除现金利息支出后债务性融资净额分别为 100.69 亿元、62.98 亿元和 119.05 亿元。2022 年第一季度，公司筹资环节现金净流入 137.56 亿元，主要因新增借款所致。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。

#### 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          |         | 2019 年末  | 2020 年末  | 2021 年末  | 2022 年 3 月末 |
|------------------|---------|----------|----------|----------|-------------|
| 流动资产             | 金额（亿元）  | 4,715.20 | 5,136.20 | 5,981.61 | 6,338.25    |
|                  | 在总资产中占比 | 80.03%   | 78.11%   | 76.05%   | 76.66%      |
| 其中：货币资金（亿元）      |         | 572.94   | 715.74   | 822.63   | 774.50      |
| 其他应收款（亿元）        |         | 678.46   | 681.19   | 994.53   | 1,095.77    |
| 预付款项（亿元）         |         | 117.25   | 115.21   | 104.18   | 116.80      |
| 存货（亿元）           |         | 3,178.17 | 3,426.18 | 3,798.79 | 4,092.03    |
| 其他流动资产（亿元）       |         | 134.98   | 170.55   | 244.16   | 245.66      |
| 非流动资产            | 金额（亿元）  | 1,176.71 | 1,439.54 | 1,883.55 | 1,929.88    |
|                  | 在总资产中占比 | 19.97%   | 21.89%   | 23.95%   | 23.34%      |
| 其中：投资性房地产（亿元）    |         | 899.21   | 1,126.76 | 1,310.07 | 1,320.42    |
| 长期股权投资（亿元）       |         | 147.28   | 149.88   | 227.94   | 252.33      |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） |         | 1,135.00 | 1,025.18 | 1,103.14 | -           |
| 受限资产账面余额/总资产（%）  |         | 19.26    | 15.59    | 14.03    | -           |

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2019-2021 年末，该公司总资产分别为 5,891.91 亿元、6,575.73 亿元和 7,865.16 亿元；以房地产项目待开发产品及开发成本为主，同期末流动资产占比分别为 80.03%、78.11%和 76.05%。

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。2021 年末货币资金为 822.63 亿元，其中预售监管资金余额为 318.10 亿元，因作为保证金使用而受限部分为 7.16 亿元。其他应收款为 994.53 亿元，其中应收往来款为 950.03 亿元，较上年末大幅增加 311.05 亿元，主要系对合作项目少数股东分红增加所致。预付款项主要为预付地价款、工程款和材料款，2021 年末为 104.18 亿元。存货为 3,798.79 亿元，较上年末增加 372.61 亿元；存货中已完工开发产品、在开发产品及拟开发土地账面价值分别为 494.81 亿元、3,099.55 亿元和 199.95 亿元。其他流动资产为 244.16 亿元，主要包括 177.44 亿元的预交及待抵扣增值税和 45.66 亿元的预交土地增值税。

2021 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 227.94 亿元，系公司持有的合营及联营公司股权，较上年末增加 78.06 亿元，主要系新增对杭州美赢企业管理咨询有限公司、沈阳铎欣置业有限公司、温州景耀置业有限公司及安徽汇筑置业有限公司等

的股权投资。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 1,310.07 亿元，较上年末增加 183.31 亿元，当年由存货转入投资性房地产计量的物业成本为 150.87 亿元，当年公允价值变动增加额为 32.44 亿元；投资性房地产初始成本为 935.78 亿元，整体增值率<sup>4</sup>为 40.00%，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  | 2021 年年初数 | 2021 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 | 2021 年期末数 | 2021 年末持股比例 |
|--------------------|-------|-----------|------------|-------------|-----------|-----------|-------------|
| 北京昭泰房地产开发有限公司      | 12.50 | 17.45     | -          | -0.23       | -         | 17.22     | 25.00%      |
| 厦门首泰股权投资合伙企业（有限合伙） | 11.84 | 11.49     | -          | -0.03       | -         | 11.46     | 33.33%      |
| 杭州美赢企业管理咨询有限公司     | 11.09 | -         | 11.09      | -0.009      | -         | 11.08     | 30.00%      |
| 厦门莹泰置业有限公司         | 11.06 | 10.94     | -          | -0.12       | -         | 10.82     | 51.00%      |
| 北京知泰房地产开发有限责任公司    | 10.20 | 10.95     | -          | -0.11       | -         | 10.84     | 34.00%      |
| 北京龙和信泰置业有限公司       | 10.00 | 9.95      | -          | 3.49        | -         | 13.44     | 50.00%      |
| 南京怡置江北房地产开发有限公司    | 7.50  | 9.73      | -          | 3.71        | 5.00      | 8.44      | 50.00%      |
| 广州市振梁房地产有限公司       | 8.50  | 9.26      | -          | 1.13        | -         | 10.38     | 50.00%      |
| 沈阳铎欣置业有限公司         | 8.11  | -         | 8.11       | -0.002      | -         | 8.11      | 49.00%      |
| 成都首开晟泰置业有限公司       | 7.50  | 7.33      | -          | 1.87        | -         | 9.21      | 50.00%      |
| 杭州龙孜投资管理有限公司       | 7.28  | 6.97      | -          | 0.93        | -         | 7.90      | 26.00%      |
| 青岛万毅置业有限公司         | 4.64  | 6.28      | -          | 0.06        | -         | 6.34      | 25.10%      |
| 宁波弘禄房地产信息咨询有限公司    | 4.00  | 5.14      | -          | 0.20        | 0.90      | 4.43      | 50.00%      |

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2021 年末，该公司受限资产合计 1,103.14 亿元，占总资产的 14.03%。其中，除 7.16 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 580.11 亿元和 515.88 亿元，对应受限比率分别为 15.27%和 39.38%。

2022 年 3 月末，该公司资产总额较上年末增长 5.12%至 8,268.13 亿元，仍以流动资产为主。流动资产较上年末增长 5.96%至 6,338.25 亿元，其中货币资金较上年末减少 48.13 亿元至 774.50 亿元（其中预售监管资金余额为 267.10 亿元）；其他应收款较上年末增加 101.24 亿元至 1,095.77 亿元，主要系往来款增加所致；因拿地及项目建设投入，存货较上年末增加 293.24 亿元至 4,092.03 亿元。非流动资产较上年末增长 2.46%至 1,929.88 亿元，其中长期股权投资较上年末增加 24.39 亿元至 252.33 亿元，主要系对合、联营企业投资增加所致。其余资产科目变化不大。

<sup>4</sup> 公允价值变动/初始成本\*100%

## 5. 流动性/短期因素

图表 24. 公司资产流动性指标

| 主要数据及指标                      | 2019 年末 | 2020 年末  | 2021 年末 | 2022 年 3 月末 |
|------------------------------|---------|----------|---------|-------------|
| 流动比率 (%)                     | 155.28  | 154.54   | 148.68  | 149.70      |
| 短期刚性债务现金覆盖率 <sup>5</sup> (%) | 623.27  | 1,640.85 | 638.89  | 786.91      |

资料来源：根据龙湖拓展所提供数据整理。

2019-2021 年末及 2022 年 3 月末，该公司流动比率分别为 155.28%、154.54%、148.68%及 149.70%，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，短期刚性债务现金覆盖率分别为 623.27%、1,640.85%、638.89%和 786.91%，整体看，公司货币现金较为充足，对即期债务偿付保障能力强。

## 6. 表外事项

根据审计报告所载，2021 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 115.99 亿元，此部分担保代偿风险较小。当期末，公司担保比率为 4.90%。

## 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。2021 年末，公司本部资产总计 984.38 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 12.02 亿元、642.37 亿元、253.19 亿元和 62.00 亿元。其中，其他应收款包括应收股利 304.60 亿元，其余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 660.10 亿元，资产负债率 68.01%；负债中刚性债务为 444.59 亿元，其中短期刚性债务为 104.13 亿元。2021 年，公司营业收入为 6.34 亿元，确认投资收益 159.40 亿元，实现净利润 161.73 亿元；经营性现金净流量为 165.01 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，但鉴于公司本部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 2021 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

<sup>5</sup> 短期刚性债务现金覆盖率=（货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票）/短期刚性债务\*100%。其中，应收银行承兑汇票包含应收款项融资中的银行承兑汇票。

集团授信总额度合计为 3,384 亿元，其中已使用授信额度 1,149.20 亿元，未使用授信余额 2,234.80 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 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。

2020 年 6 月 9 日，该公司发布 15 龙湖 03 债券调整票面利率选择权行使的公告，将票面利率下调至 3.30%，投资者回售后 15 龙湖 03 待偿还本金余额为 16.95 亿元。

### 2. 17 龙湖绿色债 02：发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

17 龙湖绿色债 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 17 龙湖绿色债 02 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 17 龙湖绿色债 02 按票面金额全部或部分回售给公司。

2022 年 1 月 12 日，该公司发布 17 龙湖绿色债 02 债券调整票面利率选择权行使的公告，将票面利率下调至 3.48%，投资者回售金额为 7.30 亿元，公司对回售债券全部进行转售，故 17 龙湖绿色债 02 待偿还本金余额仍为 14.40 亿元。

### 3. 17 龙湖绿色债 03：发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

17 龙湖绿色债 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 17 龙湖绿色债 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本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择在公告的投资者回售登记期内进行登记，将持有的 17 龙湖绿色债 03 按票面金额全部或部分回售给公司。

2022 年 1 月 27 日，该公司发布 17 龙湖绿色债 03 债券调整票面利率选择权行使的公告，将票面利率下调至 3.28%，投资者回售金额为 6.92 亿元，公

司对回售债券全部进行转售，故 17 龙湖绿色债 03 待偿还本金余额仍为 10.00 亿元。

#### 4.21 龙湖 MTN001（项目收益）：发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权

21 龙湖 MTN001（项目收益）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 21 龙湖 MTN001（项目收益）存续期的第 3、6、9、12 年末上调或下调后 3 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 21 龙湖 MTN001（项目收益）按票面金额全部或部分回售给公司。

### 跟踪评级结论

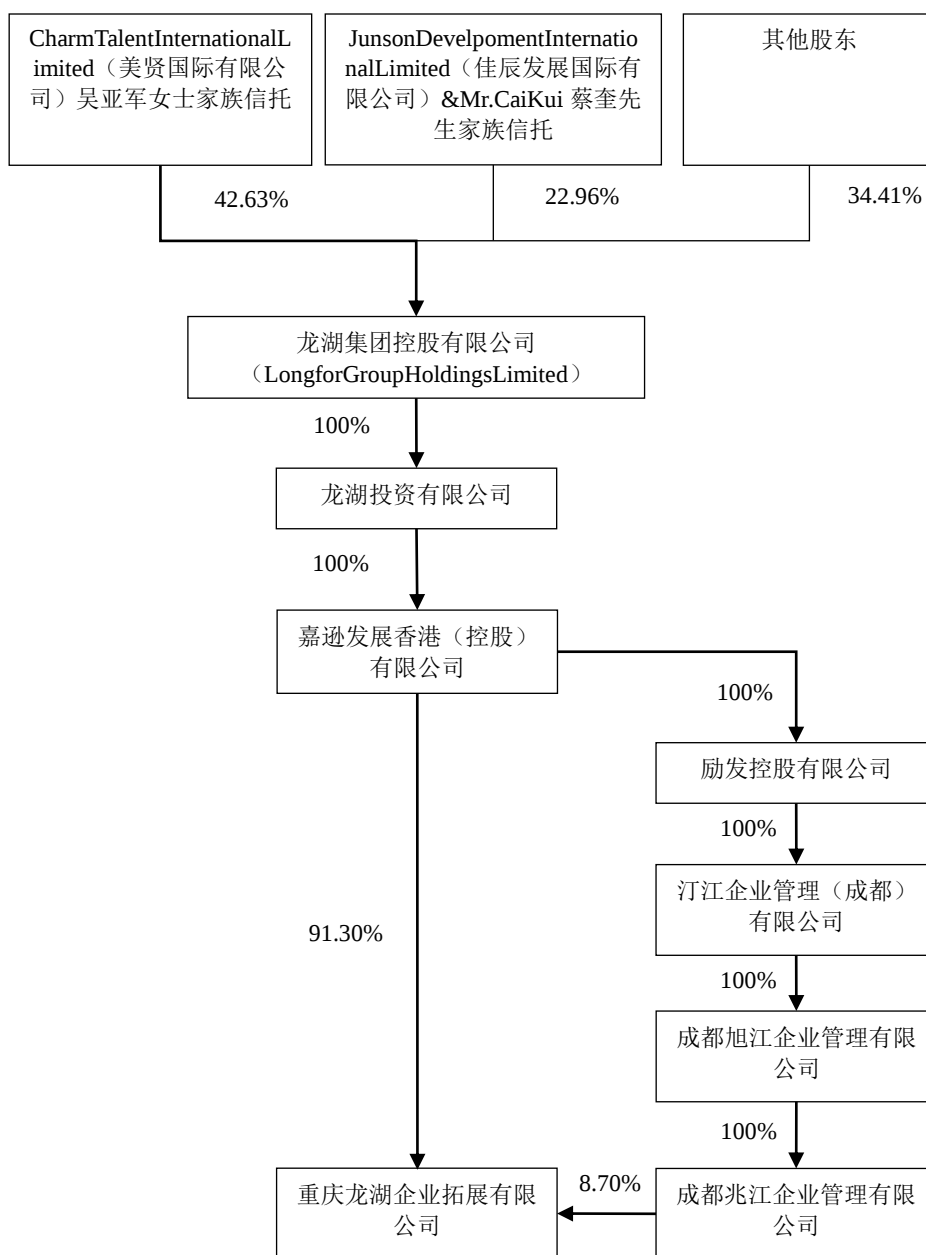
该公司为龙湖集团旗下核心经营主体，以住宅开发为核心主业，并持续扩大商业物业租赁和长租公寓租赁业务。近年来，公司房地产销售规模持续提升。公司目前土地储备较充足，为业务的持续发展提供良好支撑。租赁业务收入持续稳定增长，可为公司提供稳定的现金流来源。公司营业毛利主要来自商品房销售业务，毛利率受销售结转项目构成等因素影响有所下滑，期间费用率控制在较低水平，整体盈利能力仍较强。

近年来，该公司负债规模随着业务规模扩大而持续增长，但得益于良好经营积累及合作项目的开展，资本实力逐年增强，财务结构仍较为稳健。公司刚性债务规模较大，但主要为中长期债务，期限结构与公司业务匹配度良好，即期偿付压力不大。公司销售回款情况良好，存量资金较为充裕且融资渠道通畅，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：

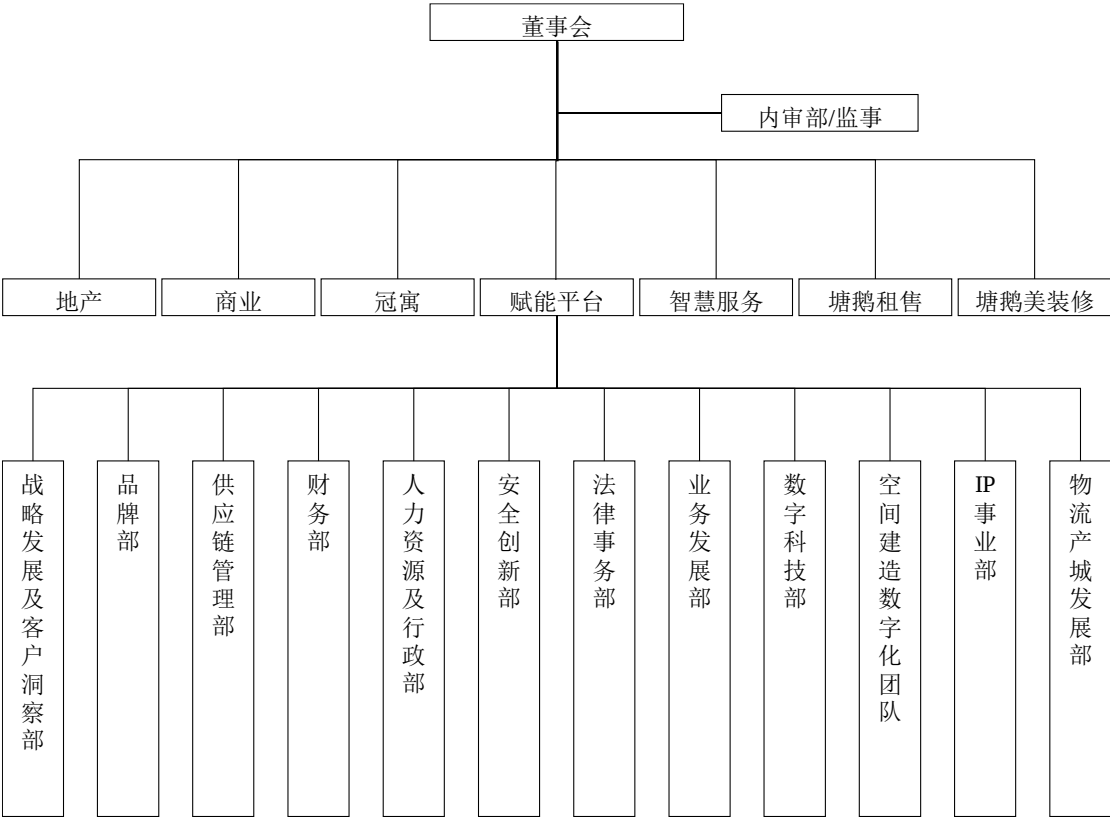
公司与实际控制人关系图



注：根据龙湖拓展提供的资料绘制（截至 2021 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 2021 年末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

| 全称           | 简称   | 与公司关系 | 母公司<br>持股比例(%) | 主营业务  | 2021 年（末）主要财务数据（亿元） |          |          |        |                | 备注   |
|--------------|------|-------|----------------|-------|---------------------|----------|----------|--------|----------------|------|
|              |      |       |                |       | 刚性债务余额              | 所有者权益    | 营业收入     | 净利润    | 经营环节现金净<br>流入量 |      |
| 龙湖集团控股有限公司   | 龙湖集团 | 母公司   | 100.00         | 房地产开发 | 2,100.14            | 2,218.78 | 2,233.75 | 317.88 | 285.32         | 合并口径 |
| 重庆龙湖企业拓展有限公司 | 龙湖拓展 | 本级    | -              | 房地产开发 | 1,495.39            | 2,365.75 | 2,150.55 | 316.21 | 139.38         | 合并口径 |
| 重庆龙湖企业拓展有限公司 | 龙湖拓展 | -     | -              | 房地产开发 | 444.59              | 310.44   | 6.34     | 161.73 | 165.01         | 本部口径 |

注：根据龙湖拓展 2021 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

**附录四：**
**主要数据及指标**

| 主要财务数据与指标[合并口径]      | 2019 年   | 2020 年   | 2021 年   | 2022 年第一季度 |
|----------------------|----------|----------|----------|------------|
| 资产总额[亿元]             | 5,891.91 | 6,575.73 | 7,865.16 | 8,268.13   |
| 货币资金[亿元]             | 572.94   | 715.74   | 822.63   | 774.50     |
| 刚性债务[亿元]             | 1,031.14 | 1,163.61 | 1,495.39 | 1,639.84   |
| 所有者权益[亿元]            | 1,829.07 | 2,039.91 | 2,365.75 | 2,383.17   |
| 营业收入[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   | —          |
| 经营性现金净流入量[亿元]        | 168.61   | 214.81   | 139.38   | -98.12     |
| 投资性现金净流入量[亿元]        | -193.18  | -164.10  | -196.68  | -87.58     |
| 资产负债率[%]             | 68.96    | 68.98    | 69.92    | 71.18      |
| 权益资本与刚性债务比率[%]       | 177.38   | 175.31   | 158.20   | 145.33     |
| 流动比率[%]              | 155.28   | 154.54   | 148.68   | 149.70     |
| 现金比率[%]              | 19.02    | 21.67    | 20.47    | 18.31      |
| 利息保障倍数[倍]            | 7.15     | 6.26     | 6.72     | —          |
| 担保比率[%]              | 5.64     | 5.16     | 4.90     | —          |
| 营业周期[天]              | 1,111.11 | 971.09   | 830.55   | —          |
| 毛利率[%]               | 34.49    | 29.23    | 25.88    | 20.46      |
| 营业利润率[%]             | 25.12    | 21.38    | 19.15    | 7.37       |
| 总资产报酬率[%]            | 6.90     | 6.05     | 5.67     | —          |
| 净资产收益率[%]            | 16.20    | 14.79    | 14.35    | —          |
| 净资产收益率*[%]           | 22.38    | 22.38    | 23.31    | —          |
| 营业收入现金率[%]           | 137.92   | 121.08   | 109.21   | 231.67     |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%]  | 6.38     | 6.75     | 3.79     | —          |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | -0.68    | 1.18     | -1.14    | —          |
| EBITDA/利息支出[倍]       | 7.24     | 6.37     | 7.00     | —          |
| EBITDA/刚性债务[倍]       | 0.38     | 0.35     | 0.32     | —          |

注：根据龙湖拓展经审计的 2019-2021 年及未经审计的 2022 年第一季度财务数据整理、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

## 附录五：

## 公司土地储备区域构成情况

| 地区    | 城市        | 总建筑面积           | 占比            | 权益建筑面积          | 占比            |
|-------|-----------|-----------------|---------------|-----------------|---------------|
| 环渤海地区 | 北京        | 119.47          | 1.62%         | 45.00           | 0.89%         |
|       | 沈阳        | 317.84          | 4.32%         | 192.58          | 3.82%         |
|       | 青岛        | 358.46          | 4.87%         | 237.76          | 4.71%         |
|       | 烟台        | 768.01          | 10.44%        | 768.01          | 15.22%        |
|       | 济南        | 265.19          | 3.61%         | 209.78          | 4.16%         |
|       | 大连        | 34.19           | 0.46%         | 21.23           | 0.42%         |
|       | 天津        | 139.19          | 1.89%         | 111.50          | 2.21%         |
|       | 保定        | 52.07           | 0.71%         | 36.45           | 0.72%         |
|       | 石家庄       | 63.77           | 0.87%         | 47.85           | 0.95%         |
|       | 威海        | 16.45           | 0.22%         | 11.51           | 0.23%         |
|       | 太原        | 33.48           | 0.46%         | 33.48           | 0.66%         |
|       | 长春        | 167.48          | 2.28%         | 129.69          | 2.57%         |
|       | 唐山        | 32.99           | 0.45%         | 18.19           | 0.36%         |
|       | 晋中        | 18.35           | 0.25%         | 18.35           | 0.36%         |
|       | <b>小计</b> | <b>2,386.94</b> | <b>32.46%</b> | <b>1,881.38</b> | <b>37.28%</b> |
| 华中地区  | 长沙        | 215.33          | 2.93%         | 127.79          | 2.53%         |
|       | 武汉        | 452.86          | 6.16%         | 227.30          | 4.50%         |
|       | 南昌        | 43.33           | 0.59%         | 32.25           | 0.64%         |
|       | 郑州        | 64.75           | 0.88%         | 34.39           | 0.68%         |
|       | 常德        | 2.18            | 0.03%         | 2.18            | 0.04%         |
|       | 赣州        | 22.62           | 0.31%         | 13.81           | 0.27%         |
|       | 鄂州        | 177.53          | 2.41%         | 62.14           | 1.23%         |
|       | <b>小计</b> | <b>978.59</b>   | <b>13.31%</b> | <b>499.86</b>   | <b>9.90%</b>  |
| 西部地区  | 重庆        | 581.86          | 7.91%         | 383.88          | 7.61%         |
|       | 成都        | 320.11          | 4.35%         | 225.50          | 4.47%         |
|       | 西安        | 200.55          | 2.73%         | 155.93          | 3.09%         |
|       | 玉溪        | 64.09           | 0.87%         | 64.09           | 1.27%         |
|       | 贵阳        | 251.60          | 3.42%         | 150.93          | 2.99%         |
|       | 昆明        | 165.05          | 2.24%         | 104.86          | 2.08%         |
|       | 咸阳        | 154.60          | 2.10%         | 88.98           | 1.76%         |
|       | 兰州        | 109.84          | 1.49%         | 82.56           | 1.64%         |
|       | <b>小计</b> | <b>1,847.71</b> | <b>25.13%</b> | <b>1,256.73</b> | <b>24.90%</b> |
| 长三角地区 | 上海        | 79.10           | 1.08%         | 44.50           | 0.88%         |
|       | 无锡        | 80.10           | 1.09%         | 54.59           | 1.08%         |
|       | 常州        | 57.45           | 0.78%         | 34.77           | 0.69%         |
|       | 杭州        | 181.11          | 2.46%         | 119.46          | 2.37%         |
|       | 南通        | 30.03           | 0.41%         | 16.07           | 0.32%         |
|       | 绍兴        | 52.09           | 0.71%         | 26.05           | 0.52%         |
|       | 温州        | 91.78           | 1.25%         | 56.11           | 1.11%         |
|       | 宁波        | 121.35          | 1.65%         | 84.22           | 1.67%         |
|       | 苏州        | 143.08          | 1.95%         | 90.09           | 1.78%         |
|       | 南京        | 142.59          | 1.94%         | 114.62          | 2.27%         |
|       | 合肥        | 191.24          | 2.60%         | 165.61          | 3.28%         |
|       | 嘉兴        | 21.95           | 0.30%         | 10.97           | 0.22%         |
|       | 徐州        | 5.42            | 0.07%         | 2.77            | 0.05%         |
|       | 扬州        | 11.26           | 0.15%         | 11.26           | 0.22%         |
|       | 台州        | 53.39           | 0.73%         | 24.94           | 0.49%         |
|       | 盐城        | 23.28           | 0.32%         | 12.92           | 0.26%         |
|       | 金华        | 24.71           | 0.34%         | 7.41            | 0.15%         |
|       | 湖州        | 18.03           | 0.25%         | 9.20            | 0.18%         |
|       | <b>小计</b> | <b>1,327.98</b> | <b>18.06%</b> | <b>885.58</b>   | <b>17.55%</b> |
| 华南地区  | 厦门        | 56.05           | 0.76%         | 23.44           | 0.46%         |
|       | 泉州        | 34.49           | 0.47%         | 23.54           | 0.47%         |

| 地区        | 城市        | 总建筑面积           | 占比             | 权益建筑面积          | 占比             |
|-----------|-----------|-----------------|----------------|-----------------|----------------|
|           | 广州        | 59.65           | 0.81%          | 42.12           | 0.83%          |
|           | 深圳        | 7.37            | 0.10%          | 7.37            | 0.15%          |
|           | 福州        | 104.43          | 1.42%          | 71.75           | 1.42%          |
|           | 佛山        | 32.93           | 0.45%          | 25.95           | 0.51%          |
|           | 珠海        | 44.05           | 0.60%          | 11.01           | 0.22%          |
|           | 东莞        | 57.98           | 0.79%          | 41.61           | 0.82%          |
|           | 南宁        | 57.26           | 0.78%          | 32.43           | 0.64%          |
|           | 中山        | 14.60           | 0.20%          | 5.84            | 0.12%          |
|           | 茂名        | 9.80            | 0.13%          | 9.80            | 0.19%          |
|           | 惠州        | 78.08           | 1.06%          | 60.82           | 1.21%          |
|           | 海口        | 77.45           | 1.05%          | 77.45           | 1.53%          |
|           | 江门        | 28.56           | 0.39%          | 14.28           | 0.28%          |
|           | 肇庆        | 23.75           | 0.32%          | 16.63           | 0.33%          |
|           | 清远        | 25.03           | 0.34%          | 12.66           | 0.25%          |
|           | 莆田        | 58.06           | 0.79%          | 20.27           | 0.40%          |
|           | 三亚        | 6.72            | 0.09%          | 6.72            | 0.13%          |
|           | 湛江        | 29.54           | 0.40%          | 15.07           | 0.30%          |
|           | 宁德        | 6.99            | 0.09%          | 4.89            | 0.10%          |
|           | <b>小计</b> | <b>812.83</b>   | <b>11.05%</b>  | <b>523.66</b>   | <b>10.38%</b>  |
| <b>合计</b> |           | <b>7,354.04</b> | <b>100.00%</b> | <b>5,047.21</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：龙湖拓展（截至 2021 年末）

附录六：

公司投入运营的商业物业出租情况

| 项目名称          | 建筑面积（万平方米） | 出租率（%） |
|---------------|------------|--------|
| <b>天街系列</b>   |            |        |
| 重庆北城天街        | 12.08      | 99.70  |
| 重庆西城天街        | 7.60       | 98.60  |
| 重庆时代天街 I 期    | 16.02      | 98.30  |
| 重庆时代天街 II 期   | 15.45      | 98.00  |
| 重庆时代天街 III 期  | 7.38       | 93.80  |
| 成都三千集天街       | 3.80       | 92.70  |
| 成都北城天街        | 21.55      | 84.30  |
| 成都时代天街 I 期    | 6.20       | 96.40  |
| 北京长楹天街        | 22.13      | 99.40  |
| 成都金楠天街        | 9.16       | 99.00  |
| 北京大兴天街        | 14.46      | 99.90  |
| 上海虹桥天街        | 17.05      | 97.00  |
| 重庆 U 城天街 I 期  | 1.55       | 100.00 |
| 重庆 U 城天街 II 期 | 9.64       | 96.90  |
| 重庆源著天街        | 9.32       | 99.90  |
| 杭州滨江天街 I 期    | 15.81      | 98.80  |
| 常州龙城天街        | 11.93      | 96.70  |
| 北京房山天街        | 10.37      | 100.00 |
| 成都西宸天街        | 15.26      | 97.50  |
| 杭州滨江天街 II 期   | 2.26       | 97.30  |
| 北京长安天街        | 5.26       | 100.00 |
| 杭州西溪天街        | 13.01      | 97.40  |
| 合肥瑶海天街        | 9.83       | 90.70  |
| 南京六合天街        | 10.80      | 91.90  |
| 杭州紫荆天街        | 8.30       | 96.10  |
| 成都滨江天街        | 14.00      | 97.30  |
| 南京龙湾天街        | 12.04      | 96.30  |
| 南京江北天街        | 14.63      | 95.60  |
| 西安香醍天街        | 7.90       | 99.40  |
| 重庆金沙天街        | 20.41      | 97.70  |
| 成都上城天街        | 11.42      | 96.10  |
| 成都时代天街 II 期   | 6.32       | 98.50  |
| 苏州星湖天街        | 11.25      | 97.20  |
| 重庆礼嘉天街        | 11.05      | 97.60  |
| 济南奥体天街        | 7.76       | 95.50  |
| 北京丽泽天街        | 9.20       | 99.50  |
| 长沙洋湖天街        | 10.16      | 98.70  |
| 武汉江宸天街        | 13.86      | 99.50  |
| 成都锦宸天街        | 8.30       | 98.90  |
| 南京河西天街        | 11.21      | 97.70  |
| 北京熙悦天街        | 10.53      | 100.00 |
| 杭州江东天街        | 10.71      | 100.00 |
| 苏州东吴天街        | 11.42      | 100.00 |
| 杭州丁桥天街        | 12.52      | 99.50  |
| 重庆公园天街        | 13.80      | 92.40  |
| <b>其他系列</b>   |            |        |
| 重庆紫都城         | 2.94       | 100.00 |
| 重庆晶郛馆         | 1.62       | 92.90  |
| 重庆 MOCO 家悦荟   | 2.91       | 90.80  |
| 重庆春森星悦荟       | 5.46       | 96.40  |
| 北京颐和星悦荟       | 0.63       | 100.00 |
| 西安大兴星悦荟       | 4.42       | 96.10  |

| 项目名称         | 建筑面积（万平方米）    | 出租率（%）       |
|--------------|---------------|--------------|
| 西安曲江星悦荟      | 6.32          | 98.20        |
| 上海闵行星悦荟      | 2.47          | 86.30        |
| 成都武侯星悦荟      | 3.12          | 99.90        |
| <b>合计/均值</b> | <b>534.60</b> | <b>97.01</b> |

资料来源：龙湖拓展（截至 2021 年末）

## 附录七：

### 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<br>资<br>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<br>机<br>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）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<br>资<br>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<br>机<br>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。

**附录八：**
**发行人本次评级模型分析表及结果**

|            | 一级要素     | 二级要素      | 风险程度 |
|------------|----------|-----------|------|
| 个体信用       | 业务风险     | 宏观环境      | 1    |
|            |          | 行业风险      | 4    |
|            |          | 市场竞争      | 1    |
|            |          | 盈利能力      | 1    |
|            |          | 公司治理      | 1    |
|            | 财务风险     | 财务政策风险    | 1    |
|            |          | 会计政策与质量   | 1    |
|            |          | 现金流状况     | 1    |
|            |          | 负债结构与资产质量 | 1    |
|            |          | 流动性       | 3    |
|            | 个体风险状况   |           | 1    |
| 个体调整因素调整方向 |          | 不调整       |      |
| 调整后个体风险状况  |          | 1         |      |
| 外部支持       | 支持因素调整方向 |           | 不调整  |
| 主体信用等级     |          |           | AAA  |

**附录九：**
**发行人历史评级情况**

| 评级类型        | 评级情况分类 | 评级时间             | 评级结果   | 评级分析师     | 所使用评级方法和模型的名称及版本                                                                                                            | 报告（公告）链接             |
|-------------|--------|------------------|--------|-----------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| 主体评级        | 历史首次评级 | 2008 年 12 月 31 日 | AA/稳定  | 刘婷婷、戴志刚   | -                                                                                                                           | <a href="#">报告链接</a> |
|             | 评级结果变化 | 2010 年 6 月 4 日   | AA/稳定  | 刘婷婷、戴志刚   | -                                                                                                                           | <a href="#">报告链接</a> |
|             |        | 2013 年 6 月 28 日  | AA+/稳定 | 戴志刚、叶晓明   | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a>                                                                                             | <a href="#">报告链接</a> |
|             |        | 2015 年 7 月 6 日   | AAA/稳定 | 叶晓明、王飞、张佳 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>                 | <a href="#">报告链接</a> |
|             | 前次评级   | 2021 年 11 月 24 日 | AAA/稳定 | 杨亿、钱源     | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|             | 本次评级   | 2022 年 6 月 24 日  | AAA/稳定 | 杨亿、钱源     | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | -                    |
| 15 龙湖 03    | 历史首次评级 | 2015 年 7 月 20 日  | AAA    | 王飞、陈溢文    | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">通用版评级模型（参见注册文件）</a>                 | <a href="#">报告链接</a> |
|             | 前次评级   | 2021 年 6 月 15 日  | AAA    | 杨亿、吴晓丽    | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|             | 本次评级   | 2022 年 6 月 24 日  | AAA    | 杨亿、钱源     | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | -                    |
| 17 龙湖绿色债 02 | 历史首次评级 | 2017 年 1 月 5 日   | AAA    | 覃斌、周文哲    | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">房地产开发行业评级模型（参见注册文件）</a>             | <a href="#">报告链接</a> |
|             | 前次评级   | 2021 年 6 月 15 日  | AAA    | 杨亿、吴晓丽    | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |

| 评级类型                 | 评级情况分类 | 评级时间             | 评级结果 | 评级分析师  | 所使用评级方法和模型名称及版本                                                                                                             | 报告（公告）链接             |
|----------------------|--------|------------------|------|--------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
|                      | 本次评级   | 2022 年 6 月 24 日  | AAA  | 杨亿、钱源  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | -                    |
| 17 龙湖绿色债 03          | 历史首次评级 | 2017 年 2 月 24 日  | AAA  | 覃斌、周文哲 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">房地产开发行业评级模型（参见注册文件）</a>             | <a href="#">报告链接</a> |
|                      | 前次评级   | 2021 年 6 月 15 日  | AAA  | 杨亿、吴晓丽 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|                      | 本次评级   | 2022 年 6 月 24 日  | AAA  | 杨亿、钱源  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | -                    |
| 20 龙湖拓展 MTN001A      | 历史首次评级 | 2020 年 5 月 12 日  | AAA  | 吴晓丽、杨亿 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|                      | 前次评级   | 2021 年 6 月 15 日  | AAA  | 杨亿、吴晓丽 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|                      | 本次评级   | 2022 年 6 月 24 日  | AAA  | 杨亿、钱源  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | -                    |
| 20 龙湖拓展 MTN001B      | 历史首次评级 | 2020 年 5 月 12 日  | AAA  | 吴晓丽、杨亿 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|                      | 前次评级   | 2021 年 6 月 15 日  | AAA  | 杨亿、吴晓丽 | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|                      | 本次评级   | 2022 年 6 月 24 日  | AAA  | 杨亿、钱源  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | -                    |
| 21 龙湖拓展 MTN001（项目收益） | 历史首次评级 | 2021 年 11 月 24 日 | AAA  | 杨亿、钱源  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | <a href="#">报告链接</a> |
|                      | 本次评级   | 2022 年 6 月 24 日  | AAA  | 杨亿、钱源  | <a href="#">新世纪评级方法总论（2012）</a><br><a href="#">房地产开发行业信用评级方法（2015 版）</a><br><a href="#">工商企业评级模型（房地产开发）MX-GS020（2019.8）</a> | -                    |

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅。

## 评级声明

本评级机构不存在子公司、控股股东及其控制的其他机构对该评级对象提供非评级服务的情形。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。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。