



正兴隆房地产(深圳)有限公司2021年面向 专业投资者公开发行公司债券(第一 期)(品种一)、(品种二)2022年跟踪评级报 告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



正兴隆房地产(深圳)有限公司2021年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)(品种一)、(品种二)2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
21 绿景 01	AA+	AA+
21 绿景 02	AA+	AA+

评级观点

- 中证鹏元维持正兴隆房地产(深圳)有限公司(以下简称“正兴隆”)的主体信用等级为 AA, 维持评级展望为稳定, 维持“21 绿景 01”、“21 绿景 02”的信用等级为 AA+。
- 该评级结果是考虑到: 公司储备项目及在售楼盘可持续性较好; 物业投资与经营业务状况能够为公司带来持续稳定的现金流, 绿景(中国)地产投资有限公司(简称“绿景中国”)提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券信用水平。同时中证鹏元也关注到, 公司部分城市旧改项目的实施进度和收益实现时间存在一定的不确定性, 公司销售面临一定压力, 未来营业收入会受到一定的影响, 在建及拟建房地产项目存在较大的资金压力, 面临一定的偿债压力及或有负债等风险因素。

未来展望

- 公司项目区域布局较好, 未来随着房地产项目销售, 能够为公司带来持续稳定的现金流, 收入较有保障。综合考虑, 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 29 日

联系方式

项目负责人: 陈刚
cheng@cspengyuan.com

项目组成员: 陈洪
chenhong@cspengyuan.com

联系电话: 0755-82872897

公司主要财务数据及指标(单位: 亿元)

项目	2021	2020	2019
总资产	355.20	331.67	331.76
归母所有者权益	141.96	125.66	114.19
总债务	101.39	115.53	125.83
剔除预收款项的资产负债率	59.01%	60.62%	63.84%
净负债率	51.31%	29.92%	48.30%
营业收入	39.94	52.73	66.86
EBITDA 利息保障倍数	2.13	2.42	3.35
净利润	5.72	8.86	15.99
经营活动现金流净额	13.53	29.27	-2.52
OCF/净债务	18.57%	77.89%	-4.58%
销售毛利率	49.33%	55.20%	65.09%
EBITDA 利润率	37.07%	39.78%	43.13%
总资产回报率	3.68%	6.05%	9.31%
速动比率	1.09	1.01	1.02
现金短期债务比	1.52	1.53	2.33

资料来源: 公司 2019-2021 年审计报告及公司提供, 中证鹏元整理

优势

- 公司商品房储备项目及在售楼盘总体量较大，可持续性较好。截至 2021 年末公司在售楼盘剩余可售面积达 22.01 万平方米，并在深圳、茂名有储备项目，总体量较大，房地产开发业务可持续性较好。
- 公司物业投资与经营业务经营状况良好。公司自持物业主要位于深圳市，地理位置优越，出租率较高且租金较高，2021 年公司实现租金收入 4.64 亿元，同比实现增长。
- 绿景中国提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平。经中证鹏元综合评定，绿景中国主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注

- 公司部分城市旧改项目的实施进度和收益实现时间存在一定的不确定性。公司部分城市旧改项目如绿景红树湾壹号二期等受拆迁进度、城市规划等因素影响，实施进度相对较慢，未来收益实现时间存在一定不确定性。
- 公司销售面临一定压力，未来营业收入会受到一定的影响。截至 2021 年末，公司在售及在建项目主要位于化州和珠海，且三四线城市受到整个市场销售低迷影响较大，未来营业收入将受到一定的影响。
- 公司房地产项目开发存在较大的资金压力。截至 2021 年末，公司在建及拟建房地产项目后续资金需求为 134.17 亿元，后续项目开发面临较大的资金压力。
- 公司面临一定的偿债压力。截至 2021 年末，公司总债务规模为 101.85 亿元，面临一定的债务偿还压力。
- 公司对外担保存在一定的或有负债风险。截至 2021 年末，公司对外担保金额为 5.00 亿元，被担保对象均为民企，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	格力地产	广西荣和	美好置业	正兴隆
全口径合同销售金额	41.46	--	--	27.88
总资产	327.94	357.58	247.83	355.20
营业收入	71.33	71.41	35.60	39.94
净利润	3.15	8.47	-32.09	5.72
销售毛利率	25.91%	24.23%	15.49%	49.33%
剔除预收款项的资产负债率	71.32%	51.62%	77.05%	59.01%

注：上表数据均为 2021 年数据。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
房地产行业评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	很小
	经营状况	强		净债务/EBITDA	7

经营规模	4	EBITDA 利息保障倍数	5
产品、服务和技术	6	剔除预收款项的资产负债	6
品牌形象和市场份额	4	OCF/净债务	6
经营效率	5	杠杆状况调整分	0
业务多样性	4	盈利状况	非常强
		盈利趋势与波动性	优秀
		盈利水平	4
业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	最小
指示性信用评分			aa+
调整因素	重大特殊事项	调整幅度	-1
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2016-5-5	易美莲、魏榆峻	公司债券评级方法 (py_ff_2007V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA+	2021-7-16	陈洪、陈刚	房地产行业评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)、外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
21 绿景 01	14.00	14.00	2021-7-16	2026-8-17
21 绿景 02	2.00	2.00	2021-7-16	2026-8-17

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2021年8月分别发行5年期14亿元和2亿元的公司债，募集资金扣除发行费用后计划用于偿还到期或回售公司债券。截至2022年5月31日，“21绿景01”和“21绿景02”的募集资金专项账户余额为80,746.93元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、实收资本、控股股东、实际控制人均未发生变更，截至2021年末，公司注册资本和实收资本仍为4,000万港币，控股股东绿景控股有限公司持有公司100%的股权，实际控制人为自然人黄康境。公司主要从事房地产开发与销售、自有房地产租赁、物业管理服务、酒店经营和机动车停放服务等业务。跟踪期内公司合并报表范围变动具体情况见表1。

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
深圳市绿景官湖实业有限公司	100%	1,000	其他金融业	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
广州市友展物业租赁有限公司	--	38	房屋租赁;场地租赁	出售

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021 年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37 万亿元，同比增长 8.1%，两年平均增长 5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长 18.3%、7.9%、

4.9%、4.0%，GDP 增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021 年全国固定资产投资同比增长 4.9%，两年平均增长 3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长 12.5%，两年平均增长 3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长 21.4%，其中出口增长 21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021 年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021 年全国一般公共预算收入 20.25 万亿元，同比增长 10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出 24.63 万亿元，同比增长 0.3%。

2021 年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至 0.4%，两年平均增速为 0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业及区域经济环境

中央层面“房住不炒”总基调延续，长效机制持续完善，2022 年以来地方房地产调控政策优化节奏及调整力度有所加大

2021 年以来全国房地产政策全面收紧后迎来边际放松。2021 年年初央行和自然资源部相继出台“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”和“22 城住宅用地集中供地”政策，分别从融资端和投资端限制房地产行业扩张。3 月，政府工作报告再次强调房住不炒，银保监等多部门联合出台《关于防止经营用途贷款违规流入房地产领域的通知》。6 月，国务院办公厅出台“关于加快发展保障性租赁住房的意见”。7 月，住房和城乡建设部等 8 部门联合发布《关于持续整治规范房地产市场秩序的通知》，重申“房住不炒”和“三稳”目标。7 月 22 日，电视电话会议中重申房地产调控长效机制，

并提出建立有效的企业购地资金审查制度。8月9日，央行发布《2021年第二季度中国货币政策执行报告》，再次强调坚持“房住不炒”，明确提出要保持房地产金融政策的连续性。随着多家房企陆续出现流动性危机，自9月以来房地产行业调控迎来边际放松。9月27日，央行货币政策委员会第三季度例会召开，会议提出“维护房地产市场的健康发展，维护住房消费者的合法权益”。9月29日，人民银行、银保监会联合召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。12月8-10日，中央经济工作会议召开，会议指出“要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，加强预期引导，探索新的发展模式。支持商品房市场更好满足购房者的合理住房需求，因城施策促进房地产业良性循环和健康发展”。2022年2月，全国性商品房预售资金监管办法出台，管理办法明确预售资金监管实行“重点额度管理”，当账户内资金达到监管额度后，超过额度可由房企提取自由使用。全国性预售资金监管办法可有效补足部分省市预售资金监管长期缺位的政策短板，并在一定程度上缓解房企现金流周转压力。2022年4月，中共中央政治局召开会议，会议指出“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管，促进房地产市场平稳健康发展”。

地方政策方面，2021年上半年部分房价涨幅较大的城市限购限贷政策再度升级，上海、北京、广东多地监管摸底经营贷资金流向，严防违规流入房地产市场；住建部约谈广州、合肥、宁波、东莞、南通等5个城市政府，要求坚决遏制投机炒房；除新房限价限购外，深圳、上海等多个城市相继对二手房出台了指导价，以抑制部分城市的房价上涨压力。随着房地产市场热度回落，为维护行业平稳健康发展，自2021年12月以来，青岛、济南、宁波、南宁、珠海等多个城市陆续通过给予购房补贴、放宽公积金贷款政策等方式促进购房需求释放。2022年以来，各城市房地产调控政策优化节奏及调整力度进一步加大。2022年3月，郑州出台“楼市政策19条”，放宽限购、限贷并鼓励棚改货币化安置，成为全国首个放宽限购、限贷的城市。2022年4月以来，以长沙、杭州、合肥、苏州等为代表的强二线城市及部分三四线城市陆续通过调整限购区域或限购门槛、放宽个人贷款额度、降低首套房最低首付比例等方式提振购房需求。中证鹏元认为，为促进合理购房需求释放，未来三、四线城市房地产市场调控力度有望继续放宽，而核心一、二线城市调控政策可能适时微调以稳定市场预期。

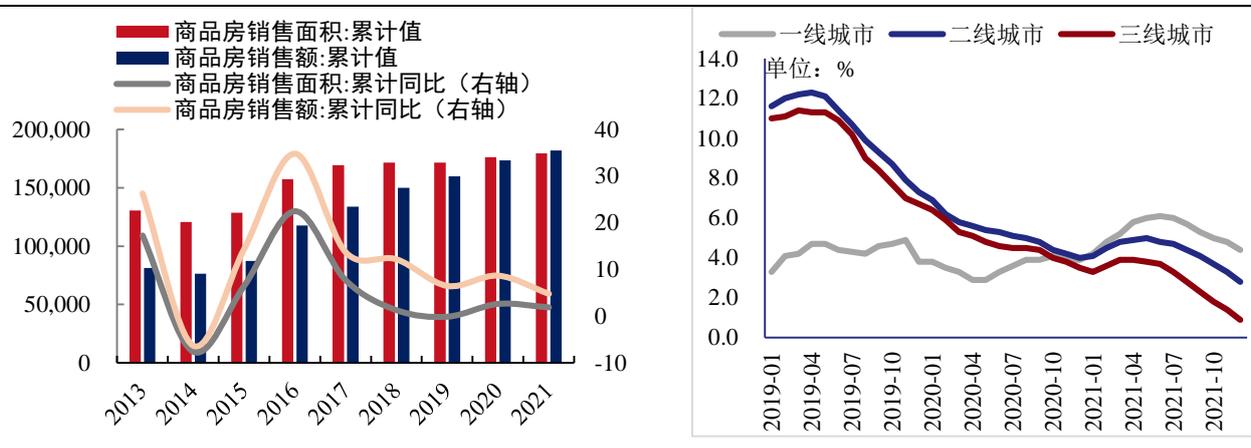
销售收紧政策效果显现，房企暴雷及房地产税试点影响消费者购房意愿，2021年房地产行业销售端受到一定抑制，不同能级城市商品房销售情况持续分化

随着销售端收紧政策显现，叠加房企暴雷及房地产税试点影响消费者购房意愿，2021年下半年以来销售增速持续放缓。自2021年7月以来，全国商品房销售面积及销售额单月同比增速均由正转负，单月商品房销售面积及销售额同比降幅持续扩大，2021年全国商品房累计销售面积及销售额同比增速分别下滑至1.90%、4.80%，政策加码效果逐步显现。2022年1-4月，全国商品房累计销售面积合计39,768万平方米，同比下降20.90%；商品房销售额合计37,789.40亿元，同比下降29.50%，行业需求端仍处于筑底阶段。

从不同类别城市表现来看，各能级城市成交变动情况分化显著。2021年以来高能级城市表现优于低

能级城市，根据 30 大中城市商品房成交数据，2021 年一线、二线和三线城市商品房成交面积同比增速分别为 13.89%、15.52%、-15.35%，三线城市热度明显下降。新建商品房住宅价格方面，不同能级城市分化明显，一线城市热度不减，仍具韧性，二三线城市呈现下滑趋势。

图1 商品房销售情况（单位：万平方米、亿元、%） **图2 70城住宅价格指数同比变化情况**



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

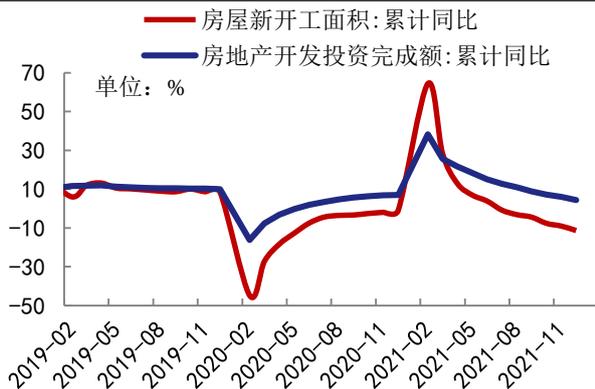
综合来看，目前购房者信心尚未明显修复，房地产市场仍处于政策传导期，预计短期内行业销售端仍处于筑底阶段。此外，不同能级城市房地产市场表现将持续分化。长期来看，受益于较强的经济恢复能力和人口吸附能力，一线城市销售面积及房价均有较好支撑；二线城市成交面积和价格变动持续分化，虹吸效应城市圈层外扩，长三角、粤港澳大湾区为代表的成熟都市圈价格支撑较强；三四线城市在地产调控持续加码及中长期不可逆的人口流出的背景下，整体缺乏房价上涨动力。

在建安投资支撑下，2021 年房地产开发投资维持一定韧性，但在销售端疲软背景下，自 2021 年下半年以来土地市场热度持续回落，预计未来房地产开发投资仍面临一定下行压力

房屋新开工方面，一方面受“三条红线”等融资端收紧政策影响，部分房企削减非必要开工；另一方面，宅地“两集中”供应政策导致市场节奏变化，压制房企开工进度。自 2021 年 7 月起，房屋新开工面积累计同比增速由正转负，全年房屋新开工面积累计同比增速进一步下降至-11.40%，较 2019 年同期下降 19.9%。2021 年房地产投资同比增长 4.40%，增速持续收窄，较 2019 年同期下降 2.60%，在新开工及土地投资走弱的情况下，高强度建安投资形成一定支撑。展望后市，在流动性压力下房企优先保障存量项目交付，短期内新开工数据仍然承压。此外，销售端疲软背景下，房企补库意愿不强，预计土地市场总投热度将持续回落，未来房地产投资同比增速仍面临一定下行压力。

土地市场方面，受调控政策和宅地“两集中”供应政策的影响，2021 年房企拿地整体有所下滑。2021 年房地产开发企业土地购置面积 21,589.86 万平方米，同比下降 15.50%，土地成交价款 17,756.28 亿元，同比增长 2.80%。从重点城市三轮集中供地情况来看，首轮集中供地热度较高，但随着行业销售端走弱、房企流动性压力加剧，自第二轮集中土拍以来，各城市土地成交溢价率较首次均有不同程度的下滑，土地流拍率亦有所走高，第二轮集中供地中长沙、北京、沈阳、杭州、广州等城市流拍率超过 50%。第三轮集中供地中参拍规则有适度放宽，如南京降低拍地企业资质要求、苏州降低保证金缴纳门槛、深

圳降低竞自持（公共住房）上限等，但效果并不显著。在三个批次集中供地中，民企参与拿地积极性显著下降，国企托底占比进一步提升。从 2022 年首轮集中供地情况来看，本轮集中供地中，多个城市降低房企参拍门槛，并优化竞拍规则以提高地块利润空间。从已完成首批集中供地城市的土拍结果来看，相较于 2021 年第三批集中供地，本次集中供地中整体溢价率有所回升，流拍现象亦有所好转；各城市土地市场分化较为明显，深圳、合肥、重庆、厦门等热点城市溢价率环比增幅较大。从拿地企业来看，央企、国企及本地城投依旧是市场拿地主体，民营房企参与拿地积极性仍不高。

图3 房屋新开工及房地产开发投资情况


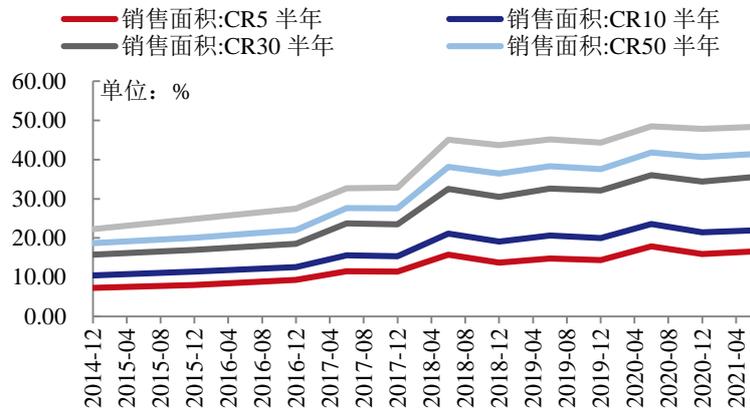
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

图4 百城成交土地情况


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

行业内竞争格局分化，杠杆结构稳健的大中型房企资源优势更加集中，具备更强的竞争优势

截至 2021 年底，TOP10、TOP50、TOP100 房企销售面积占比分别为 21.96%、41.36%和 48.30%，近年来行业集中度持续提升。房地产行业规模效应显著，强者恒强态势加剧，行业兼并整合的马太效应愈加明显。在集中供地制度下，密集的供地对房企的资金考验将会上升，因为房企需要在短时间内参与大量的土地竞拍，需要冻结更多的资金，对房企的现金流提出了更高要求。坚持高周转经营策略、杠杆结构稳健的大中型房企在销售、融资、拿地等方面竞争优势更强，资源优势更加集中，信用风险相对较低；高杠杆房企一旦融资不畅、销售去化不佳，很有可能面临流动性危机；中小民营房企不能够效仿此前的加杠杆冲规模方式，未形成规模的再难弯道超车，由于品牌影响力、融资能力有限，拿地能力较弱，若在重点城市业务持续性不足，将会导致偿付债务能力趋弱。

图5 房地产行业集中度持续提升


资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2021年深圳市楼市调控再升级，严厉打击投机炒房，稳定市场预期

2021年深圳楼市调控再升级，2月份出台“二手房指导价政策”，严厉打击投机炒房，5月份将指导价政策一并落实到新房及商务公寓的销售上，同时启动商品房定价评估系统，8月份出台“禁止小产权房禁止交易”政策，进一步遏制深圳楼市乱象，11月份深圳二手房交易系统投入使用，在国内首次引用了“单边代理”模式，买卖双方通过独立委托，与受托中介机构形成单边委托关系，中介方只向自己的委托人负责，以争取委托方在实际交易中的合法利益最大化。以上一系列的政策出台，使得二手市场在政策强压下持续冷清，新房市场上半年保持平稳运行，下半年在供应放量刺激下有所回暖，且新房市场分化较明显，红盘仍非常抢手，其他房产项目则去化不佳。土地出让方面，2021年7月9日深圳挂牌22块宅地，于8月6日宣布中止出让，再于8月29日重新挂牌，重新挂牌后各土地商品住房销售限价均有不同程度下调。

表2 2020-2021年深圳市楼市主要调控政策梳理

时间	文件名称	文件内容
2021.9.6	《全面深化前海深港现代服务业合作区改革开放方案》	前海合作区总面积由 14.92 平方公里扩展至 120.56 平方公里。
2021.8.12	《深圳市农村城市化历史遗留违法建筑处理试点工作方案》	禁止炒作小产权房及回迁房，物业权利人需要核实确认，未经核实确认的不予备案。
2021.5.20	《深圳市住房和建设局关于进一步规范新建商品住房和商务公寓销售价格指导工作的通知》	进一步规范新建商品住房和商务公寓销售价格指导工作，并启用商品房定价评估系统。
2021.2.8	《关于建立二手住房成交参考价格发布机制的通知》	首次公布了全市 3595 个小区的参考价格，加大二手房交易信息公开力度，引导市场理性交易。

2020.12.30	《深圳经济特区城市更新条例》	取消双百，签约面积与签收人数双 95%后就可征收
2020.7.31	《深圳市规划和自然资源局、市住建局关于停止商务公寓审批的通知》	在全市范围停止新的商务公寓项目的规划审批和用地出让方案审批。已经通过的商务公寓项目，可按原规定办理后续审批手续。
2020.7.15	《关于进一步促进我市房地产平稳健康发展的通知》	1、入户满 3 年且社保满 3 年才有购房资格，非深户要 5 年社保；2、离婚买房受限：3 年内购按离异前家庭总套数计算；3、首付提高：无房有贷款首付 50%，豪宅要首付 60%。已有 1 首付 70%，豪宅要 80%；4、增值税二改五才免；5、重新设定豪宅线，超过 750 万就不是普通住宅；6、新房摇号规则：新房抽签要优先无房、个税或者社保年限长。
2020.4.7	《关于坚决打击房地产开发企业和中介机构收取“喝茶费”“更名费”等价外费用违法行为的通知》	房地产中介机构及从业人员参与恶意炒作、哄抬房价的，主管部门将联合相关执法部门依法严格查处，暂停楼盘网签并将惩戒。

资料来源：中证鹏元根据公开资料整理

根据克尔瑞数据统计，2021年深圳全年新房成交均价为6.17万元/m²，同比上涨15.67%，主要系受到区域一些高价盘和热点盘的影响，带动整体区域价格提升。交易量方面，2021年深圳成交商品住宅面积518万平方米，同比上涨17%，其中宝安区占比23%，南山区占比14%；其中1-4月受供应不足影响叠加，新房总体呈现供不应求的态势，5-8月受到房贷利率上调及新房指导价政策的影响，市场进入平稳期，9-12月，新房市场供应持续放量，成交量较稳定。

2021年深圳房地产市场共有八家房企销售额超过100亿元，其中前十名房企分别为华润置地、招商蛇口、万科、龙光集团、华侨城、深圳地铁、佳兆业、星河地产。前十名共计销售金额达到1,935.04亿元，较上年增长24.91%，2021年末市场占有率为49.6%，行业销售规模集中度较高。

五、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，仍为房地产开发与销售、物业投资与经营和综合服务业务。2021年公司实现营业收入同比大幅下降24.26%，系商品房结转收入规模较上年减少所致。商品房销售为公司最重要的收入来源，2021年在营业收入中所占比重达76.42%，租金收入及综合服务为营业收入的重要补充。

毛利率方面，2021年公司商品房销售毛利率为45.60%，较上年下降8.28个百分点，主要原因是毛利率较高的深圳项目销售减少所致；公司物业出租业务毛利率小幅升至92.34%，毛利率水平较高；综合服务业务毛利率较上年上升6.37个百分点。综合而言，2021年公司毛利率同比下降5.87个百分点至49.33%，整体盈利水平有所下降但仍保持较高水平。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
商品房销售收入	305,221.83	45.60%	448,858.49	53.88%
租金收入	46,417.13	92.34%	44,885.20	91.00%
综合服务收入	47,751.09	31.40%	33,574.72	25.03%
合计	399,390.06	49.33%	527,318.41	55.20%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年公司开盘项目销售有所下降，未来储备项目及在售楼盘可持续性较好，但部分城市旧改项目的实施进度和收益实现时间存在一定的不确定性

2021年公司结转收入的房地产项目主要包括绿景美景广场、绿景喜悦荟商务中心、绿景红树湾壹号 and 绿景化州国际花城等，全年结算金额合计30.52亿元，同比下降11.02%，原因系深圳项目的结转面积减少、化州项目每平方米单价与深圳差异大所致。绿景美景广场、绿景化州国际花城和绿景喜悦荟商务中心是公司2020年商品房销售收入主要来源，2021年结算金额分别占商品房总结算金额的比重分别为30.22%、31.90%和29.82%。公司商品房销售收入毛利率为45.60%，较上年有所下降，主要系占比较高的绿景化州国际花城毛利率较低所致，但公司土地获取模式以城市更新为主，毛利率在同行业中仍处于较高水平。

表4 公司房地产项目结算情况（单位：万元、平方米）

项目	2021年		2020年	
	金额	面积	金额	面积
绿景美景广场	92,231.98	13,302.17	174,080.68	27,224.87
绿景喜悦荟商务中心	91,015.45	32,412.91	118,495.85	43,411.47
绿景红树湾壹号	18,892.65	2,505.40	63,240.98	8,993.66
绿景化州国际花城（A区）	4,938.49	4,515.47	4,943.05	3,527.79
绿景化州国际花城（B区）	23,541.77	33,299.84	27,682.23	40,433.52
绿景化州国际花城（D区）	67,784.89	120,233.70	54,278.69	95,358.30
绿景化州国际花城（E区）	1,105.93	1,951.48	2,633.50	4,713.89
绿景虹湾	4,420.61	580.81	2,797.10	541.36
公馆 1866 花园	1,290.06	222.06	--	--
城市立方花园	--	--	706.41	271.40
合计	305,221.83	209,023.84	448,858.49	224,476.26

资料来源：公司提供

2021年公司主要销售的项目为绿景喜悦荟商务中心南区、绿景美景广场和绿景化州国际花城。当期房地产项目合同销售面积17.13万平方米，合同销售金额为27.88亿元，分别同比下降24.81%和36.74%，原因系均价较高的深圳存量销售项目减少所致。

绿景喜悦荟商务中心南区位于珠海市香洲区，主要为住宅、酒店式公寓及商业。绿景化州国际花城项目位于广东茂名化州市老城核心区的边缘，紧邻橘洲生态公园，开盘销售情况较好，是公司短期内商品房销售的重要来源。绿景美景广场项目位于深圳市南山区侨城北路，占地面积为1.09万平方米，业态为产业中心，系2020年的主要销售来源之一。绿景红树湾壹号位于深圳市福田区沙嘴路与金地一路交汇处东南侧，项目周边区域交通发达，地理位置优越，绿景虹湾位于深圳市福田区下梅林片区，南临北环大道辅道，东、西两面分别与梅华路、梅林路相邻，均仅有少量尾盘在售。

表5 公司房地产项目销售情况（单位：万元、平方米）

项目	位置	2021年		2020年	
		合同销售金额	合同销售面积	合同销售金额	合同销售面积
绿景美景广场	深圳南山	86,087.60	11,072.92	196,186.51	28,998.33
绿景喜悦荟商务中心南区	珠海香洲	78,302.70	25,292.30	110,597.02	36,949.77
绿景红树湾壹号	深圳福田	6,499.18	984.18	24,784.96	2,776.67
绿景化州国际花城 A 区	广东茂名	7,011.91	5,203.21	3,072.62	3,128.75
绿景化州国际花城 B 区	广东茂名	16,752.42	22,897.21	37,906.47	52,115.95
绿景化州国际花城 C 区	广东茂名	27,767.34	33,693.25	11,088.78	14,060.97
绿景化州国际花城 D 区	广东茂名	23,435.35	33,922.15	51,501.45	84,911.75
绿景化州国际花城 E 区	广东茂名	--	--	2,599.20	4,244.32
绿景化州国际花城 G 区	广东茂名	27,315.98	37,464.92	--	--
绿景虹湾	深圳福田	4,314.54	531.49	2,936.96	541.36
公馆 1866 花园	深圳福田	1,354.57	222.06	--	--
城市立方花园	深圳福田	--	--	120.27	80.18
合计	--	278,841.58	171,283.69	440,794.24	227,808.05

注：绿景喜悦荟商务中心分为绿景喜悦荟商务中心南区和绿景喜悦荟商务中心北区。

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司主要在售房地产项目包括绿景红树湾壹号、绿景化州国际花城、绿景喜悦荟项目南区和绿景美景广场。绿景红树湾壹号剩余可售面积4.34万平方米，参照往年开盘销售情况，销售前景可期，但受到限价影响暂不推盘；绿景喜悦荟商务中心南区位于珠海市香洲区，主要为住宅、酒店式公寓及商业，剩余可售面积16.88万平方米；绿景化州国际花城主要在售房地产项目集中在C、G区，剩余可售面积分别为1.27万平方米和8.15万平方米，绿景美景广场系新型产业用地，剩余可售面积0.52万平方米。总的来看，截至2021年公司剩余可售面积合计22.01万平方米，公司在售楼盘主要分布于珠海和茂名，由于三四线城市受到整个市场销售低迷影响较大，且均价与深圳相比较低，未来营业收入将受到一定的影响。

表6 截至 2021 年末公司主要在售房地产项目基本情况（单位：平方米）

项目名称	位置	建筑面积	可售面积	已售面积	剩余可售面积	已结算面积	已售待结算面积
绿景红树湾壹号	深圳福田	307,747.87	129,011.38	85,643.50	43,367.88	85,006.96	636.54

绿景化州国际花城 A 区	广东茂名	250,456.22	170,245.07	167,336.44	2,908.63	163,186.37	4,150.07
绿景化州国际花城 B 区	广东茂名	574,640.27	395,643.70	393,539.82	2,103.88	391,655.96	1,883.86
绿景化州国际花城 C 区	广东茂名	165,606.95	61,142.22	48,406.93	12,735.29	0.00	48,406.93
绿景化州国际花城 D 区	广东茂名	344,910.60	261,554.66	258,041.91	3,512.75	223,296.44	34,745.47
绿景化州国际花城 E 区	广东茂名	187,548.95	129,813.33	129,813.33	0.00	129,813.33	0.00
绿景化州国际花城 G 区	广东茂名	178,576.04	120,488.68	39,025.24	81,463.44	0.00	39,025.24
绿景喜悦荟商务中心南区	珠海香洲	231,884.90	146,419.99	77,610.19	68,809.80	75,826.42	1,783.77
绿景美景广场项目	深圳南山	97,432.49	47,301.99	42,120.00	5,181.99	40,527.04	1,592.96
合计	--	2,096,374.63	1,461,621.02	1,241,537.36	220,083.66	1,109,312.52	132,224.84

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司主要在建房产包括绿景化州国际花城C、D、G区、绿景喜悦荟商务中心北区和绿景红树湾壹号二期。绿景喜悦荟商务中心北区总占地面积2.23万平方米，总建面积为21.37万平方米，主要为写字楼，截至2021年末完工进度为47%，暂未进行销售。绿景化州国际花城C、D、G区占地面积11.29万平方米，目前完工进度为26%。截至2021年末，公司主要在建房产计划总投资71.19亿元，已完成投资额22.85亿元，后续资金需投入48.33亿元。

表7 截至 2021 年末公司重大在建房产情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	已投资	尚需投资	占地面积	完工进度	开发周期
绿景化州国际花城 C、D、G 区	28.76	7.57	21.19	11.29	26%	2018-2022
绿景喜悦荟商务中心北区	22.49	10.57	11.92	2.23	47%	2018-2023
绿景红树湾壹号二期	19.94	4.71	15.22	1.76	24%	2021-2024
合计	71.19	22.85	48.33	15.28	--	--

资料来源：公司提供

储备项目方面，公司主要以城市改造的方式取得土地，然而部分城市更新项目受拆迁进度、政府规划等影响，实施进度存在一定的不确定性。截至2021年末，公司主要储备的房地产项目有黎光项目、绿景化州国际花城（未开发部分）。黎光项目位于深圳市宝安区观澜镇黎光村，占地面积8.60万平方米，目前所涉及的集体用地、黎光土地整备利益统筹留用地及股份合作公司所有的非农建设用地指标于2020年1月已成交确认由子公司深圳市黎盛实业有限公司为合作主体，与村民的搬迁补偿协议的签订尚在推进中，未来收益尚未明确。

上述项目计划总投资97.44亿元，截至2021年末已投资11.60亿元，仍需投资85.84亿元，尚需投资规模较大，公司将面临较大的开发资金压力。

表8 截至 2021 年末公司主要的储备房地产项目情况（单位：平方米、亿元）

项目名称	位置	土地性质	土地用途	计划总投资	已投资	尚需投资	占地面积
黎光项目	深圳宝安	住宅	住宅	64.02	4.92	59.10	85,987.30

绿景化州国际花城 (未开发部分)	茂名化州	住宅	住宅	33.43	6.69	26.74	415,879.00
合计	--	--	--	97.44	11.60	85.84	501,866.30

资料来源：公司提供

公司自持物业主要位于深圳市，地理位置较好，能够为公司带来持续稳定的现金流入

公司持有并运营大部分自身开发的商业物业，该类商业物业包括香颂佐岭中心、NEO都市商务综合体、公馆1866佐岭中心、佐岭虹湾购物中心和其他商铺等。公司持有上述商业物业可带来一定规模的资本增值，并通过出租以获得稳定的现金流入。此外，公司还向特定租户收取推广费、场地使用费及广告位使用费。公司与客户签订租赁合同有效期一般为三年，每年租金的递增比例基本为3%-5%，2021年公司实现租金收入4.64亿元，较上年有小幅上升。

表9 公司持有的物业取得收入情况（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	收入	占比	收入	占比
绿景 NEO 都市商务综合体	27,916.02	60.14%	28,512.51	63.52%
绿景佐岭香颂购物中心	3,379.49	7.28%	3,466.92	7.72%
绿景 1866 佐岭荟	5,513.98	11.88%	5,058.28	11.27%
绿景佐岭虹湾购物中心	4,936.82	10.64%	5,330.23	11.88%
绿景佐邻国际花城购物中心	1,899.29	4.09%	1,349.60	3.01%
其他商业物业	2,771.54	5.97%	1,167.65	2.60%
合计	46,417.13	100%	44,885.20	100%

资料来源：公司提供

NEO都市商务综合体位于深圳福田区深南大道与香蜜湖路交汇处，公司于2011年5月开始运营。截至2021年末，公司合计拥有NEO都市商务综合体总建筑面积为13.45万平方米。NEO都市商务综合体所处地理位置优越，截至2021年末出租率为93%，实现租金收入为2.79亿元，较上年同比下降2.09%，主要系受到疫情影响，公司给予续租客租金折扣所致。

表10 公司持有的 NEO 都市商务综合体物业运营情况（单位：平方米、万元）

指标名称	2021年	2020年
总建筑面积	134,457	134,457
出租率	93%	87%
租金收入	27,916.02	28,512.51

资料来源：公司提供

公司佐岭中心为一系列小区生活及购物中心，包括商铺和停车位，主要为周边小区提供日用品和满足其社交、休闲、健康及文化需要。公司佐岭中心位于发展成熟的小区，与公司开发的都市精品住宅相邻。截至2021年末，公司佐岭中心项目包括绿景佐岭香颂购物中心、东莞绿景佐邻购物中心、绿景1866佐岭荟、绿景佐岭虹湾购物中心、绿景国际花城购物中心和绿景佐岭红树湾壹号购物中心，总建筑面积

达27.92万平方米，商铺数量合计达609间，较上年增加132间商铺，主要系绿景佐邻国际花城购物中心新增了部分商铺。

表 11 截至 2021 年公司佐岭中心情况（单位：平方米）

项目	位置	建筑面积	可出租面积	商铺数量（间）	出租率
绿景佐岭香颂购物中心	深圳龙华	36,887.47	22,792.40	94	97%
绿景 1866 佐岭荟	深圳龙华	54,361.43	41,811.72	80	98%
绿景佐岭虹湾购物中心	深圳福田	52,878.48	21,595.61	84	93%
绿景佐邻国际花城购物中心	茂名化州	55,558.04	43,254.80	308	90%
绿景佐岭红树湾壹号购物中心	深圳福田	20,505.01	19,274.29	0	--
绿景佐岭香颂购物中心	东莞樟木头	59,056.04	4,757.37	43	81%
合计	--	279,246.47	153,486.19	609	--

资料来源：公司提供

综上所述，公司自持物业主要位于深圳市，地理位置优越，租金收入较稳定，仍需关注疫情及经济增速放缓对物业经营的影响。

公司提供的综合服务主要为物业管理、酒店运营和精品房装修，物业服务对象较为固定，收入来源稳定

公司向其住宅客户及商业物业租户提供综合服务，包括物业管理、酒店运营及精品房装修等。2021年公司实现综合服务收入4.78亿元，同比增长8.24%，毛利率为31.40%。公司物业管理项目以自身开发的房地产项目为主，服务对象较为固定，收入来源稳定。2021年公司物业管理、酒店运营收入和其他服务收入均有所上升，主要系疫情受到控制而有所恢复所致。

表 12 公司综合服务收入明细（单位：万元）

指标名称	2021 年	2020 年
物业管理	21,005.62	19,406.71
酒店运营	9,236.35	5,274.81
其他服务	17,509.12	8,893.20
合计	47,751.09	33,574.72

资料来源：公司提供

公司酒店运营收入来自于全资持有的绿景锦江酒店。绿景锦江酒店位于福田区新洲路3099号与福强路交汇处，酒店开业时间为2011年4月10日，楼高27层，客房总数338间（套）。绿景锦江酒店2021年平均入住率为72.99%，平均入住单价为528.16元，较上年均有所提升，2021年实现收入为0.92亿元，整体收入规模大幅上升，主要系因为随着疫情总体可控，酒店运营已基本恢复正常。

表 13 公司绿景锦江酒店运营情况

指标名称	2021 年	2020 年
平均入住单价（元）	528.16	516.01

入住率	72.99%	61.40%
平均每间客房单日收入（元）	385.39	316.83

资料来源：公司提供

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2020-2021年审计报告，报告均采用新会计准则编制。

公司整体资产质量较好，但抵押资产比率较高，资产流动性一般

2021年公司货币资金同比下降39.83%，其中使用权受限的货币资金为18.13亿元，主要是公司借款监管资金及保证金。公司预付款项主要为预付土地款、工程款，其账龄主要在两年内。其他应收款主要为与关联方之间的往来款，2021年末账面价值同比大幅增长96.75%至49.62亿元，主要系应收深圳市绿景企业管理集团有限公司、深圳市绿景天盛实业有限公司和深圳市振亚实业发展有限公司的款项，其占比合计为73.52%，回收时间存在不确定性。公司存货主要为拟开发产品（主要为土地储备）9.38亿元、在建开发产品28.22亿元和已完工开发产品24.67亿元，随着红树华府一期、绿景美景广场及绿景喜悦荟逐步结算，2021年已完工开发产品同比大幅下降38.52%，2021年末公司存货账面价值小幅下降至62.28亿元，其中账面价值47.79亿元用于借款抵押和收益权留置，抵押比率为76.73%。

2021年末公司长期应收款系应收关联公司深圳市安元实业发展有限公司（以下简称“安元实业”，公司持股比例为40%）5.20亿元，系支持安元实业开展深圳市龙岗区官湖旧城改造项目而拆出的资金。随着对联营公司珠海市绿景东桥投资有限公司（以下简称“珠海东桥”）的投入，2021年公司长期股权投资增至6.55亿元。截至2021年末，投资性房地产账面价值同比增长16.32%，其中尚未办妥产权证书的投资性房地产账面价值为5.52亿元。公司投资性房地产包括NEO都市商务综合体和佐岭中心等用于出租的写字楼和商铺，主要位于深圳市核心地段，资产质量高。公司将大部分投资性房地产进行抵押以满足融资需要，截至2021年底已抵押的投资性房地产账面价值105.02亿元，抵押比率高达70.14%。

总体来看，公司资产主要由开发的房地产项目、持有用于出租的物业及货币资金组成，且主要项目均位于深圳市核心地段，资产质量较好。但公司货币资金、存货、投资性房地产和固定资产中使用受限或抵押资产占比达到65.31%，资产流动性一般。

表 14 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	47.40	13.34%	78.78	23.75%

预付款项	8.82	2.48%	8.95	2.70%
其他应收款	49.62	13.97%	25.22	7.61%
存货	62.28	17.53%	64.11	19.33%
流动资产合计	172.91	48.68%	180.47	54.41%
长期应收款	5.22	1.47%	5.22	1.57%
长期股权投资	6.55	1.84%	2.30	0.69%
投资性房地产	149.72	42.15%	128.71	38.81%
非流动资产合计	182.29	51.32%	151.20	45.59%
资产总计	355.20	100.00%	331.67	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

盈利能力

公司营业收入及综合毛利率均有所下降，未来收入将会受到一定影响

受到商品房结转进度的影响，2021年末公司营业收入、营业利润和净利润均有所下降。公司土地储备、在建及拟建房地产项目较充足，但受到整体行业环境的影响，公司合同负债较少，未来收入可能存在一定波动。由于公司2021年商品房结转得项目主要为绿景化州国际花城、绿景美景广场和绿景喜悦荟商务中心，其毛利率均较低，因此2021年公司EBITDA利润率和总资产回报率均有所下降。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）

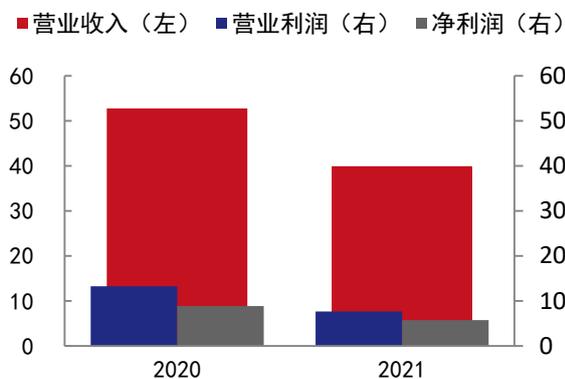
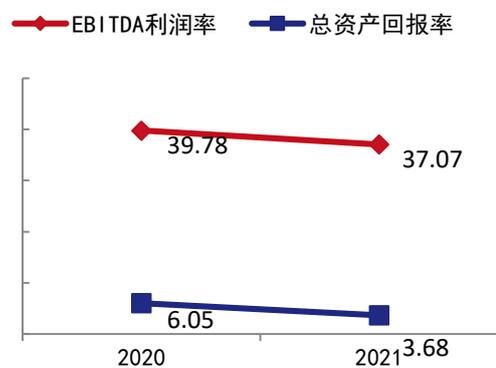


图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

现金流

公司项目资金需求量较大，后续开发存在较大的资金压力

经营活动方面，公司主要受到房地产项目销售回款状况、开发投入规模和往来款规模的影响，2021 年公司经营活动现金流量净额实现净流入 13.53 亿元，表现尚可，但较上年下降幅度较大，主要系房地产项目销售规模大幅下降所致。同年公司投资活动流量净额为 -7.58 亿元，原因系新增对珠海东桥的投资

款以及定期存单增加所致。

筹资活动方面，由于公司偿还债务较多，2021年筹资活动产生的现金流量净流出25.79亿元。同期，EBITDA和FFO分别下降至14.81亿元和4.22亿元。截至2021年末公司在建及拟建房地产项目尚需投资规模为134.17亿元（不含未确定投资额的拟建项目），后续资金需求量仍较大，公司将面临较大的开发资金压力。

图 8 公司现金流结构

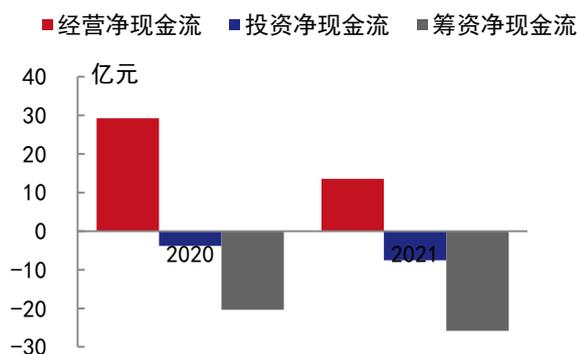
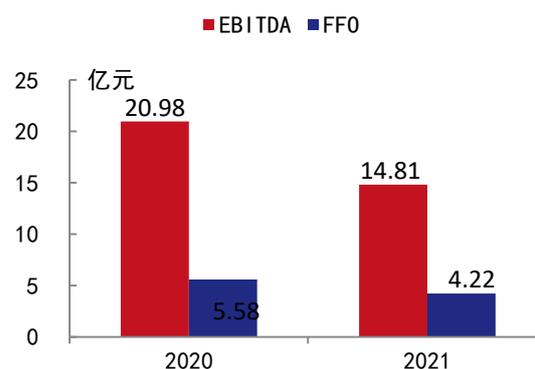


图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况



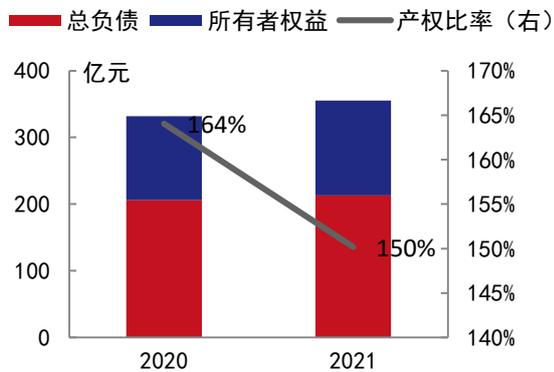
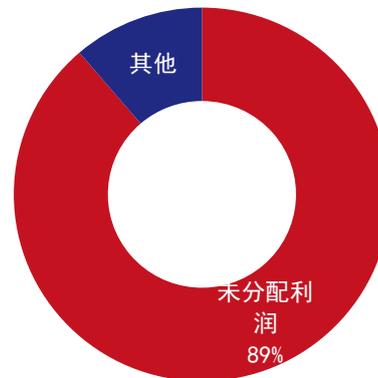
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总规模仍较大，面临一定的偿债压力

2021年公司负债总额为213.23亿元，同比下降3.47%；同期所有者权益为141.96亿元，同比增长3.47%，2021年公司产权比率降至150%，所有者权益对负债的覆盖程度有所好转但仍较弱。公司所有者权益中有89%由未分配利润构成，所有者权益稳定性欠佳。

图 10 公司资本结构

图 11 2021 年末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末合同负债主要系预收绿景国际花城的售房款。2021年公司应交税费变化不大，主要仍系增值税和土地增值税准备金所致。截至2021年末，公司其他应付款同比大幅上升153.10%至31.03亿元，主要系新增应付珠海东桥、深圳市振亚实业发展有限公司和深圳市绿晟投资发展有限公司等关联以及第三方公司的往来款。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券。

长期借款主要系与中国光大银行民塘支行、上海银行深圳分行营业部、招商银行股份有限公司深圳分行等银行间的抵押借款、质押借款和保证借款，2021年末余额为64.83亿元。应付债券即本期债券。公司递延所得税负债主要来自投资性房地产账面价值与计税基础之间产生的暂时性差异，2021年末余额为29.20亿元，同比增长12.65%，主要系按公允价值计量的投资性房地产账面价值增加所致。

表 15 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

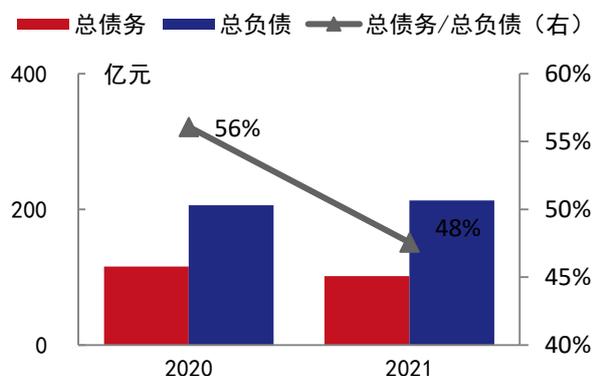
项目	2021 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	2.20	1.03%	0.45	0.22%
合同负债	8.75	4.10%	12.65	6.14%
应交税费	26.58	12.46%	26.71	12.96%
其他应付款	31.03	14.55%	12.26	5.95%
一年内到期的非流动负债	14.70	6.89%	50.33	24.42%
流动负债合计	101.85	47.77%	115.10	55.85%
长期借款	64.83	30.41%	64.15	31.13%
应付债券	15.94	7.48%	0.00	0.00%
递延所得税负债	29.20	13.70%	25.92	12.58%
非流动负债合计	111.37	52.23%	90.97	44.15%
负债合计	213.23	100.00%	206.07	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2020年总债务占总负债比重由56%下降至48%，截至2021年末，公司总债务为101.39亿元，同比下

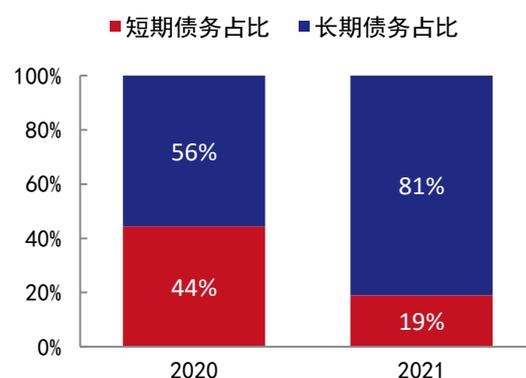
降12.24%，公司平均融资成本为6.47%，随着2021年“16绿景01”的兑付，一年内到期的债务同比大幅下降62.59%至19.22亿元，占总债务的19%。

图 12 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 13 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

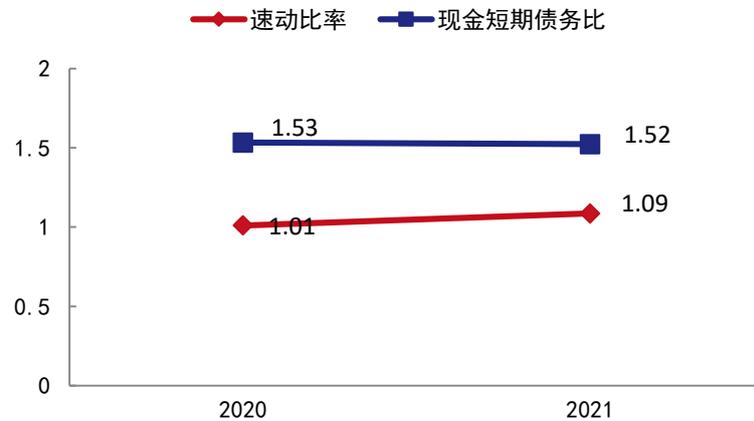
从偿债能力指标来看，2021年公司剔除预收款项的资产负债率为59.01%，同比下降1.61个百分点，但受货币资金大幅下降影响，同期净负债率升至51.31%，随着利润减少，EBITDA利息保障倍数2021年降至2.13，对利息支出的保障程度尚可。由于2021年公司经营活动现金流净流入规模大幅下降，OCF/净债务指标降至18.57%，表现较弱。

表 16 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年	2020 年
剔除预收款项的资产负债率	59.01%	60.62%
净负债率	51.31%	29.92%
EBITDA 利息保障倍数	2.13	2.42
OCF/净债务	18.57%	77.89%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

短期偿债指标方面，随着总债务和短期债务的同时下降，现金短期债务比变化不大，2021年小幅降至1.52。截至2021年底，公司尚未使用的银行授信额度27.26亿元；同期公司速动比率为1.09，短期偿债能力尚可。

图 14 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年3月24日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开市场债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至2021年12月31日，公司对外担保金额共计5.00亿元，被担保对象均是民营企业，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表 17 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	是否有反担保
	7,000.00	2022-11-30	否
深圳市裕盛金业有限公司	10,000.00	2022-12-7	否
	10,000.00	2022-12-22	否
深圳市渭诚金业有限公司	23,000.00	2022-12-15	否
合计	50,000.00	--	--

资料来源：公司 2021 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司为客户提供银行按揭贷款的金额较大，但该类担保未来发生代偿风险较低，发生代偿时承受的损失较小

公司按房地产企业经营惯例为商品房承购人向银行提供按揭抵押贷款担保，担保类型为阶段性担保，担保期限自保证合同生效之日起至商品房承购人所购住房的《房屋所有权证》办出及抵押登记手续办妥

后并交银行执管之日止。截至2021年12月31日，公司承担阶段性担保金额为人民币17.29亿元。由于有商品房作反担保，公司为商品房承购人提供银行按揭贷款担保未来发生代偿的风险较低，发生代偿时损失较小。

八、抗风险能力分析

公司作为绿景中国旗下综合地产开发平台，业务范围涵盖住宅地产、商业地产、酒店、写字楼等多种业态。公司的资产主要位于以深圳为中心的粤港澳大湾区，布局较好，其持有的“佐岭中心”生活小区及购物中心，主要位于深圳市黄金地段，在当地有一定的品牌知名度及影响力，每年能获得稳定的现金流。。

公司与多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，截至2021年末，公司尚未使用的银行授信额度27.26亿元，授信额度较为充足。股东绿景中国综合实力较强，必要时可在融资方面给予公司一定的支持。

同时中证鹏元注意到，近年来公司房产开发业务收入持续下滑，部分城市旧改项目的实施进度和收益实现时间存在一定的不确定性，在建及拟建房地产项目资金需求较大，后续项目开发存在较大的资金压力，同时面临一定的偿债压力及或有负债压力。

总体来看，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

绿景中国提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券信用水平

绿景中国作为本期债券担保人出具了《担保函》，为本期债券到期兑付提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保人对本期债券的担保范围包括债券本金及其利息，违约金、损害赔偿金、实现债权的费用及其他应支付的合理费用，担保责任的期间为债券存续期及债券到期之日起两年。

绿景中国前身为新泽控股有限公司（以下简称“新泽控股”），新泽控股于2005年12月在香港联合交易所有限公司主板上市，股份代码为0095.HK。2014年5月，中国绿景地产控股有限公司完成收购新泽控股有限公司的有关事宜，中国绿景地产控股有限公司、黄康境先生及与其任何一方一致行动之人士合计拥有858,800,792股股份，占当日全部已发行股本的64.83%。2014年8月7日，中国绿景地产控股有限公司持有绿景中国股权73.19%。2014年9月，绿景中国名称变更为现名。2015年11月，黄康境先生将绿景中国及其下属子公司注入上市公司，从而将其于中国的全部物业开发权益并入同一实体。截至2020年末，绿景中国控股股东为kinson group limited，实际控制人为自然人黄康境。

2021年绿景中国主营业务未发生改变，依然为房地产开发及销售、商业物业投资与经营、综合服务。2021年绿景中国实现营业收入43.78亿元，同比下降19.3%，主要系深圳楼盘销售减少所致。房地产开发及销售业务为绿景中国最重要的收入来源；商业物业投资与经营收入及综合服务为营业收入的重要补充。毛利率方面，2021年小幅回升至49.99%，整体盈利能力保持在较高水平。

表 18 绿景中国营业收入及毛利率构成（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
房地产开发及销售	33.92	44.18%	45.13	44.88%
商业物业投资与经营	6.43	90.56%	6.20	91.26%
综合服务	3.43	31.35%	2.92	25.50%
合计	43.78	49.99%	54.25	49.14%

资料来源：绿景中国 2020-2021 年独立核数师报告，中证鹏元整理

表 19 绿景中国主要财务指标（单位：万元）

项目	2021年	2020年	2019年
总资产	8,494,205.30	7,426,699.80	4,873,628.30
权益总额	2,944,078.90	2,788,562.30	1,303,483.30
总债务	3,121,395.40	3,076,212.60	2,619,866.60
资产负债率	65.34%	62.45%	73.25%
净负债率	83.11%	76.57%	136.95%
现金短期债务比	0.68	0.93	0.76
收益（营业收入）	437,801.70	542,482.70	690,244.80
除税前盈利	244,978.60	431,608.20	336,713.10
年度盈利	133,491.70	345,107.50	174,996.30
综合毛利率	49.99%	49.14%	64.19%
总资产回报率	5.23%	9.51%	10.03%
EBITDA	423,412.00	591,609.80	466,069.50
EBITDA 利息保障倍数	1.94	2.86	2.62
经营活动现金流净额	-202,143.00	50,696.70	114,013.30

资料来源：绿景中国 2020-2021 年独立核数师报告，中证鹏元整理

十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21绿景01”、“21绿景02”的信用等级为AA+。

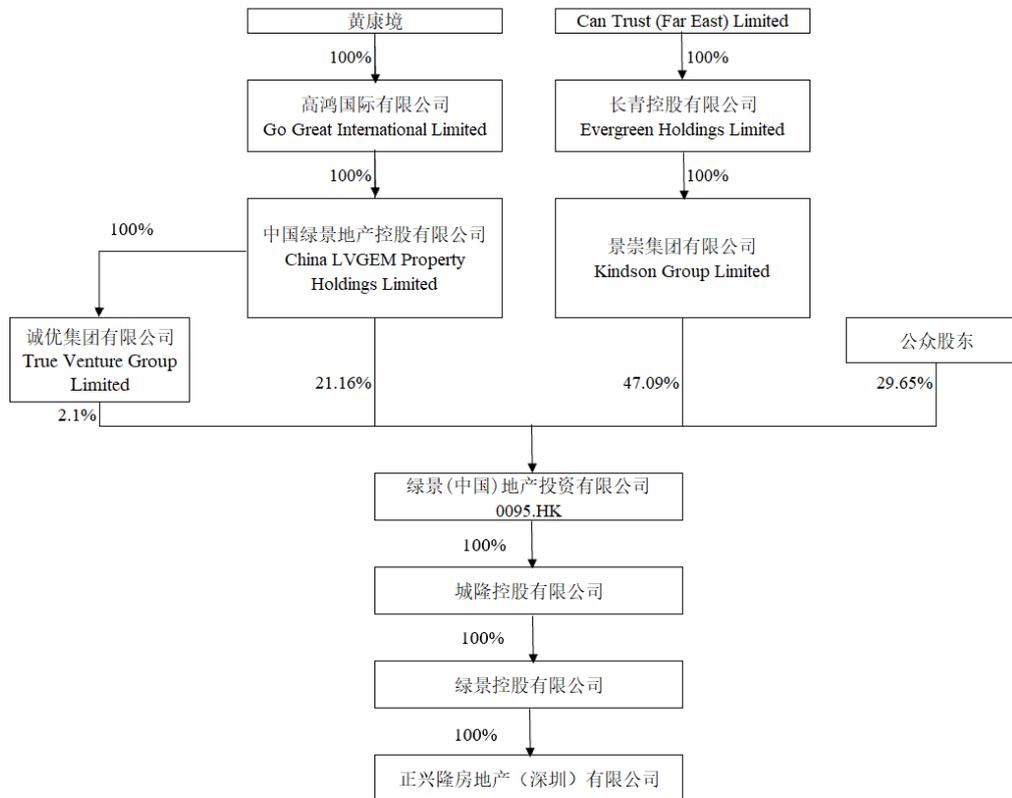
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021年	2020年	2019年
货币资金	47.40	78.78	71.54
其他应收款（合计）	49.62	25.22	87.32
其他应收款	49.62	25.22	185.68
存货	62.28	64.11	123.42
流动资产合计	172.91	180.47	146.08
投资性房地产	149.72	128.71	331.76
非流动资产合计	182.29	151.20	0.10
资产总计	355.20	331.67	24.46
短期借款	2.20	0.45	30.56
应交税费	26.58	26.71	96.40
其他应付款（合计）	31.03	12.71	73.60
其他应付款	31.03	12.26	21.57
一年内到期的非流动负债	14.70	50.33	0.00
流动负债合计	101.85	115.10	25.03
长期借款	64.83	64.15	121.25
应付债券	15.94	0.00	217.65
长期应付款	0.00	0.00	125.83
递延所得税负债	29.20	25.92	114.19
非流动负债合计	111.37	90.97	66.86
负债合计	213.23	206.07	15.99
总债务	101.39	115.53	-2.52
归属于母公司的所有者权益	141.96	125.66	2.25
营业收入	39.94	52.73	-0.17
净利润	5.72	8.86	71.54
经营活动产生的现金流量净额	13.53	29.27	87.32
投资活动产生的现金流量净额	-7.58	-3.86	185.68
筹资活动产生的现金流量净额	-25.79	-20.37	123.42
财务指标	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	49.33%	55.20%	65.09%
EBITDA 利润率	37.07%	39.78%	43.13%
总资产回报率	3.68%	6.05%	9.31
产权比率	150.18%	164.06%	190.73%
剔除预收款项的资产负债率	59.01%	60.62%	63.84%
净负债率	51.31%	29.92%	48.30%
OCF/净债务	18.57%	77.89%	-4.58%
EBITDA 利息保障倍数	2.13	2.42	3.35

速动比率	1.09	1.01	1.02
现金短期债务比	1.52	1.53	2.33

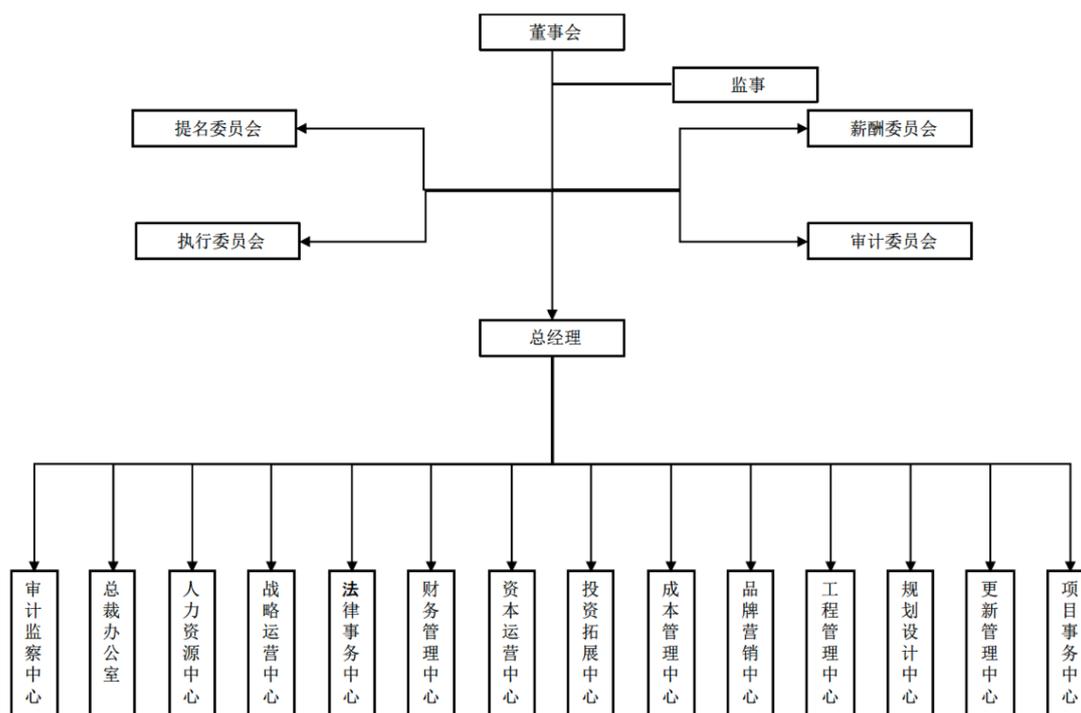
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 12 月）



资料来源：公司提供

附录四 2021年12月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
深圳市绿景房地产开发有限公司	15,000	100%	物业发展、停车场服务及管理租赁
深圳市绿景浩辉投资发展有限公司	1,000	100%	房地产咨询
化州市绿景房地产开发有限公司	21,000	100%	物业发展与销售
正兴隆房地产（珠海）有限公司	189,500	100%	房地产开发
广州市粤景房地产开发有限公司	1,000	93%	物业开发
深圳市绿景资产管理有限公司	1,600	100%	投资顾问、酒店投资及租赁
深圳市龙康弘投资发展有限公司	27,000	100%	物业发展、停车场服务及租赁
深圳市绿景物业管理有限公司	3,000	100%	物业管理及停车场服务
化州市绿景物业管理有限公司	300	100%	物业管理及停车场服务
深圳市绿景酒店有限公司	1,000	100%	酒店经营及餐饮
深圳市绿景纪元物业管理服务有限公司	50	100%	物业管理及停车场服务
益阳缙香名苑物业管理有限公司	50	100%	物业管理；房屋租赁；房屋中介、停车场管理服务
深圳市绿景房地产策划有限公司	100	100%	房地产经纪、策划、信息咨询
深圳市福景电子商务管理有限公司	50	100%	租赁和商务服务业
深圳市绿景官湖实业有限公司	1,000	100%	其他金融业
珠海市绿景翔投资有限公司	1,000	51%	商务服务
绿景（深圳）酒店管理有限公司	100	100%	酒店管理服务
深圳市绿景恩歌源实业投资有限公司	5,000	52%	租赁和商务服务业
深圳市绿墅投资有限公司	3,000	70%	批发和零售业
东莞市绿景房地产开发有限公司	2,000	100%	房地产开发经营；物业管理
东莞市景荣房地产开发有限公司	2,000	100%	房地产开发经营；房地产中介服务
深圳市景智楼宇科技有限公司	100	100%	批发和零售业
深圳市黎盛实业有限公司	22,000	100%	投资兴办实业
化州市美景清洁服务有限公司	50	100%	其他服务

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入 × 100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入 × 100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2] × 100%
产权比率	总负债/所有者权益合计 × 100%
资产负债率	总负债/总资产 × 100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
净负债率	净债务/所有者权益

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	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	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	不能偿还债务。

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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。