



深圳市龙光控股有限公司 2021 年面向 专业投资者公开发行公司债券（第一 期）、（第二期）跟踪评级报告 （2023）

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 2153 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 28 日

本次跟踪发行人及评级结果	深圳市龙光控股有限公司	AAA/稳定
--------------	-------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“H 龙债 02”、“H 龙债 03”	AAA
-------------	---------------------	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”或“公司”）积累了丰富的房地产项目开发经验等方面的优势。同时中诚信国际也关注到房地产行业风险、公司境内债券债务重组及控股股东境外美元债逾期未兑付、销售业绩大幅下滑，融资渠道受阻，流动性紧张、存货去化压力、盈利能力大幅下滑等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级观察

中诚信国际认为，深圳市龙光控股有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：签约销售金额的下跌趋势未发生明显改善，融资渠道受阻情况未有实质性改变，盈利能力无明显回升。

正面

- 公司积累了丰富的房地产项目开发经验

关注

- 房地产行业政策变化对公司经营提出更高挑战
- 跟踪期内，公司境内债券债务重组，控股股东境外美元债逾期未兑付
- 销售业绩大幅下滑，融资渠道受阻，流动性紧张
- 存货去化压力
- 盈利能力大幅下滑，2022年出现大额亏损

项目负责人：蒋 贻 tjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：李 昂 ali@ccxi.com.cn

彭俊贤 jxpeng@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(010)66428877
传真：(010)66426100

财务概况

龙光控股(合并口径)	2020	2021	2022
资产总计(亿元)	2,179.41	2,559.68	2,557.29
所有者权益合计(亿元)	570.88	652.31	527.28
负债合计(亿元)	1,608.53	1,907.37	2,030.01
总债务(亿元)	452.55	575.71	595.01
营业总收入(亿元)	693.60	711.38	380.96
净利润(亿元)	131.74	99.58	-76.97
EBITDA(亿元)	167.72	119.70	-69.23
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	15.88	23.02	69.65
营业毛利率(%)	30.16	23.19	10.16
净负债率(%)	17.28	57.53	95.65
总债务/EBITDA(X)	2.70	4.81	-8.59
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.99	4.17	-2.16

注: 1、中诚信国际根据龙光控股提供的其经利安达会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2020~2022 年度审计报告。其中, 2020 年和 2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数, 2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数; 2、本报告中所引用数据除特别说明外, 均为中诚信国际统计口径, 特此说明。

同行业比较(2022 年数据)

部分房地产开发企业主要指标对比表								
公司名称	总资产(亿元)	净负债率(%)	非受限货币资金/短期债务(X)	签约销售金额(亿元)	营业总收入(亿元)	净利润率(%)	存货周转率(X)	总债务/销售商品、提供劳务收到的现金(X)
时代控股	1,460.17	94.13	0.19	397.91	247.08	-36.08	0.25	1.31
龙光控股	2,557.29	95.65	0.43	424.56	380.96	-20.21	0.27	1.64

中诚信国际认为, 龙光控股在房地产项目开发方面积累了丰富的经验, 但受市场环境的影响, 龙光控股和时代控股 2022 年以来销售业绩均大幅下滑, 财务杠杆水平推升, 偿债指标表现很弱。

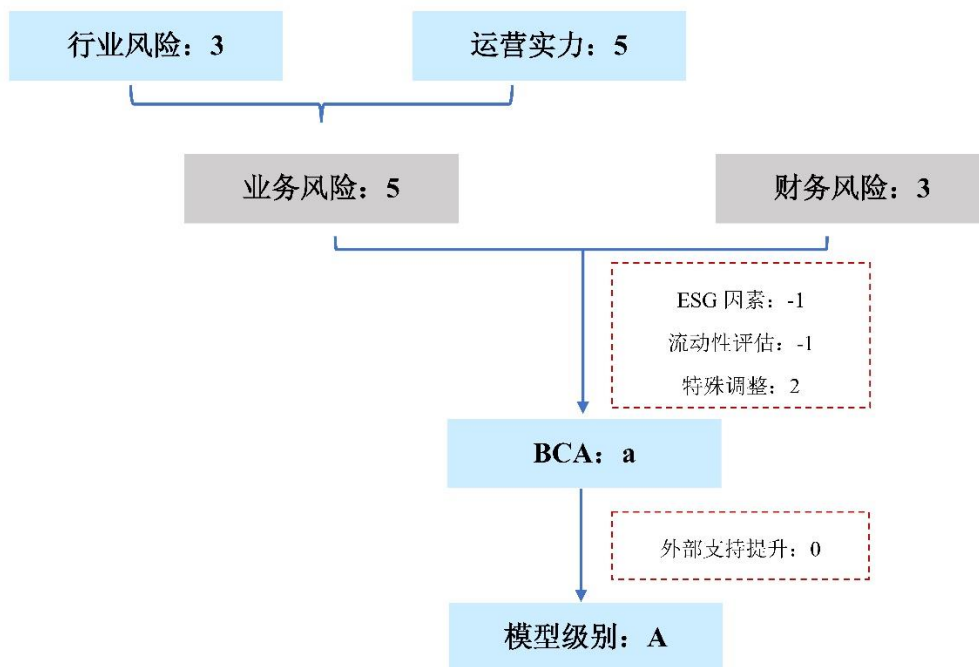
注: “时代控股”为“广州市时代控股集团有限公司”简称。

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额(亿元)	截至 2023/6/8 债项余额(亿元)	存续期	特殊条款
H 龙债 02 (原“21 龙控 02”)	AAA	AAA	2022/6/28	13.47	13.24	2021/6/24~2025/6/24 (展期后到期日调整为 2026/11/10)	回售, 调整票面利率
H 龙债 03 (原“21 龙控 03”)	AAA	AAA	2022/6/28	15.00	14.76	2021/8/23~2025/8/23 (展期后到期日调整为 2026/11/10)	回售, 调整票面利率

评级模型

深圳市龙光控股有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际房地产开发行业评级方法与模型 C200100_2022_05

■ 业务风险:

龙光控股属于房地产行业，行业风险评估为中等；龙光控股积累了较强规模优势，维持了较大规模的土地储备，考虑到其当前融资渠道受阻，整体经营稳健度很低，业务风险评估为较低。

■ 财务风险:

龙光控股盈利能力较弱，财务杠杆大幅上升，非受限货币资金对短期债务覆盖能力较弱，EBITDA 无法对利息形成有效覆盖，财务风险评估为较高。

■ 模型级别:

模型级别仅作为信用评级委员会评定最终信用等级的重要参考，模型级别与最终级别之间可能存在差异。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，龙光控股具有 a 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较高的财务风险以及 ESG 和流动性调整的不利影响和特殊调整的有利影响。

■ 外部支持:

公司是实际控制人核心资产，实际控制人支持意愿很强，但其除公司以外的可用资源有限，对公司提供的额外支持对公司信用水平无影响。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

深圳市龙光控股有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)(债券简称:债券简称:“H 龙债 02”、原“21 龙控 02”、债券代码:“188305.SH”)于 2021 年 6 月 24 日完成发行,发行规模为 13.47 亿元,票面利率为 4.80%,发行年限为 4 年期,附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权,回售日为 2023 年 6 月 24 日,到期日为 2025 年 6 月 24 日。2022 年 12 月,该债券展期议案获得持有人会议表决通过,展期后到期日调整为 2026 年 11 月 10 日。截至 2022 年末,上述公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

深圳市龙光控股有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券(第二期)(债券简称:“H 龙债 03”、原“21 龙控 03”、债券代码:“188619.SH”)于 2021 年 8 月 23 日完成发行,发行规模为 15.00 亿元,票面利率为 4.70%,发行年限为 4 年期,附第 2 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权,回售日为 2023 年 8 月 23 日,到期日为 2025 年 8 月 23 日。2022 年 12 月,该债券展期议案获得持有人会议表决通过,展期后到期日调整为 2026 年 11 月 10 日。截至 2022 年末,上述公司债券募集资金的使用与募集说明书的约定一致。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期,GDP 同比增长 4.5%,环比增长 2.2%,第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升,微观主体预期边际改善,产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为,当前经济修复呈现出一定结构分化特征,服务业修复好于工业,消费恢复以接触型消费回暖为主,基建投资高位运行,房地产投资降幅收窄但延续下降,出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时,在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看,地缘冲突及大国博弈风险持续,科技等领域的竞争压力或加大;从增长动能看,消费虽有所回暖但“明强实弱”,投资仍较为依赖政策性因素的驱动,全球经济走弱下出口下行压力仍存;从微观预期看,居民谨慎性动机下消费动力不足,企业预期改善尚未转化为民间投资的回升;从债务压力看,高债务压力加剧经济金融脆弱性,制约政策稳增长空间,尤其是地方政府债务压力上扬,结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为,随着经济修复进入关键期,中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”,准财政政策或有所延续,发挥稳增长的主力作用,并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”,结构性货币政策重要性继续提升,并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署,宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7%左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致房地产销售及投资规模降至近年来低水平，行业内竞争格局亦发生改变。短期来看，随着房地产行业政策效果的显现，房企信用质量进一步恶化、信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，房地产行业景气度有望触底回升。长期来看，在“房住不炒”政策基调下，调控政策、信贷政策及融资环境的变化都将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

2022 年以来，积极的政策环境助力房地产市场筑底，8 月以来全国商品房销售额累计同比降幅持续收窄，但由于市场下行具有较大惯性，全年商品房销售金额同比大幅回落 26.7%。房地产投资方面，受行业持续下行影响，2022 年房地产行业投资活动减弱，全年房地产新开工面积及房地产开发投资金额分别同比下降约 39%和 10%，房地产开发投资额自 2020 年首次出现同比下降并回落至近 5 年的低点。**中诚信国际认为**，房地产政策频出有效引导需求合理释放，2023 年房地产销售及投资活动有望触底回升，行业景气度有望复苏。行业竞争格局方面，2022 年行业下行叠加信用风险出清导致行业竞争格局发生改变，不同企业性质间销售业绩分化明显，央企普遍能保持较强的规模优势，当年销售金额同比降幅优于行业平均水平；但民营企业对外部不利因素抵御能力普遍偏弱，当年销售金额同比降幅高于行业平均水平。此外，目前国有背景开发商已成为土地市场主要参与者，叠加行业利润空间收窄，未来房地产行业投资活动有望回归理性。融资方面，为了满足房地产合理融资需求，目前已形成支持房企融资的“三支箭”格局，“三箭齐发”对房地产行业再融资环境改善起到重要作用，随着政策效果不断释放，行业融资环境有望得到改善。**中诚信国际认为**，目前行业信用风险出清已进入尾声，行业信用基本面触底，房企信用质量进一步恶化以及信用风险进一步蔓延并引发新一轮信用风险危机的可能性很小，短期内房地产行业处于底部修复期；长期来看，“房住不炒”政策基调并未改变，中国房地产市场仍将处于较为严格的监管环境之中，各项政策都将以维护房地产市场平稳健康发展为目标，在此行业政策背景之下调控政策、信贷政策及融资环境的变化均将对房地产企业资金平衡能力提出更高要求。

详见《中国房地产行业展望，2023 年 3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9852?type=1>

中诚信国际认为，2022 年以来受市场环境及资本市场负面事件影响，公司销售业绩大幅下滑，拿地停滞，其土地储备中位于三四线城市项目的后续去化情况有待观察；跟踪期内，公司发生境内债券的债务重组事项，控股股东境外美元债逾期未兑付，融资渠道严重受阻，经营稳健度很低。

跟踪期内，公司销售业绩大幅下滑，房地产项目开发节奏同比下降，需关注公司面临的项目履约交付压力以及签约销售金额下降对其现金流平衡产生的不利影响。

公司项目主要集中在粤港澳大湾区¹、广西及长三角等区域，经过多年发展，其在深圳、汕头及

¹ 粤港澳大湾区由香港、澳门两个特别行政区和广东省广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆九个珠三角城市组成。

南宁等地,积累了较为丰富的项目开发经验,具有一定规模优势。房地产项目运作方面,2022 年公司开发节奏进一步放缓,新开工面积同比大幅下降 93.51%,当期新开工面积小于竣工面积,竣工面积同比减少 18.85%。截至 2022 年末,公司在建项目总建筑面积虽较上年末有所下降但仍保持很大体量,需对其项目工程建设进度及产品交付履约义务等方面情况保持关注。

表 1: 公司房地产业务运营情况(万平方米)

	2020	2021	2022
新开工面积	1,120	924	60
竣工面积	828	573	465
期末在建面积	2,321	2,672	2,267

注:上表为全口径数据。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

房地产销售方面,2022 年以来,房地产市场进一步下滑,加之公司及控股股东龙光集团境内外信用债已发生展期或逾期未兑付事项,引发购房人担忧,其销售规模大幅下降,对公司现金流平衡产生不利影响。

表 2: 近年来公司销售情况(万平方米、亿元、元/平方米)

	2020	2021	2022
销售面积	724.62	780.64	269.62
销售金额	1,159.73*	1,362.09*	424.56
销售均价	16,005	17,448	15,329

注:2020~2021 年销售统计口径为权益口径,2022 年统计口径为全口径。

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

从销售区域分布来看,2022 年公司销售金额主要来自粤港澳大湾区²和长三角区域项目,分别占比达 37.80%和 31.66%。除上述区域外,南宁作为公司长期深耕区域,依然对业绩形成较大贡献。根据克而瑞数据中心的统计显示,2022 年公司在南宁权益销售金额排名第五,在佛山权益销售金额排名第九。

表 3: 2022 年公司房地产业务全口径销售分布情况(亿元)

城市	销售金额	占比
上海	60.06	14.15%
佛山	48.05	11.32%
南宁	39.66	9.34%
深圳	28.21	6.64%
汕头	28.03	6.60%
南京	27.21	6.41%
惠州	22.34	5.26%
苏州	21.47	5.06%
珠海	19.97	4.70%
广州	18.03	4.25%
宁波	14.54	3.42%
成都	14.42	3.40%
河源	11.11	2.62%
中山	10.53	2.48%
长沙	9.89	2.33%
柳州	7.89	1.86%
温州	7.62	1.79%
潮州	7.22	1.70%
江门	6.97	1.64%

² 粤港澳大湾区由香港、澳门两个特别行政区和广东省广州、深圳、珠海、佛山、惠州、东莞、中山、江门、肇庆九个珠三角城市组成。

其他	21.32	5.02%
合计	424.56	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司维持了较大规模的土地储备，需对位于三四线城市项目的后续实际去化情况保持关注。

从土地储备³存量上看，截至 2022 年末公司权益口径土地储备总建筑面积为 2,296.82 万平方米。从区域分布来看，粤港澳大湾区居首位，该区域建筑面积占比 51.01%；广西区域⁴、汕头区域⁵和长三角区域占比分别为 19.54%、9.81%和 7.00%。从 2022 年的销售情况来看，公司于南宁、汕头等传统优势区域的竞争优势已不凸显，需对公司土地储备中三四线城市项目的后续实际去化情况保持关注。

表 4：截至 2022 年末公司项目剩余可售部分区域分布情况（万平方米）

城市	土地储备可售面积	占比
惠州	465.50	20.27%
南宁	388.68	16.92%
肇庆	191.65	8.34%
佛山	180.60	7.86%
汕头	161.41	7.03%
中山	117.13	5.10%
深圳	100.08	4.36%
河源	83.25	3.62%
珠海	65.27	2.84%
成都	51.13	2.23%
柳州	50.61	2.20%
陵水	47.34	2.06%
潮州	45.72	1.99%
温州	44.53	1.94%
上海	39.53	1.72%
清远	31.56	1.37%
眉山	30.96	1.35%
江门	27.90	1.21%
嘉兴	27.32	1.19%
揭阳	20.89	0.91%
苏州	19.95	0.87%
宁波	18.58	0.81%
汕尾	18.11	0.79%
广州	17.91	0.78%
长沙	15.02	0.65%
桂林	9.42	0.41%
南通	6.67	0.29%
东莞	5.62	0.24%
南京	4.31	0.19%
阳江	3.86	0.17%
昆明	3.71	0.16%
海口	2.60	0.11%
合计	2,296.82	100.00%

³ 公司土地储备口径=拟建面积+在建未售面积+竣工未售面积

⁴ 广西区域包括南宁、柳州、桂林。

⁵ 汕头地区包括汕头、潮州和汕尾。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受市场环境及自身资金情况影响，2022 年以来公司未获取新项目；此外，公司于 2022 年发生境内债券债务重组，控股股东境外美元债发生逾期未兑付事项，公司融资渠道尚未恢复，整体经营稳健度很低。

受市场环境及自身资金情况影响，公司投资全面收缩，跟踪期内公司未获取新项目。

表 4：近年来公司土地储备情况（个、万平方米、亿元、元/平方米）

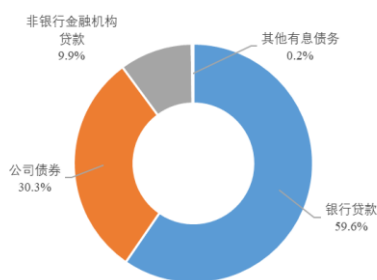
指标	2020	2021	2022
新拓展项目	37	29	--
新增土地建筑储备	634.37	549.28	--
新增土地支出金额	457	434	--
新增土地楼面均价	7,761	7,903	--

注：上表数据不含城市更新部分，统计口径为全口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

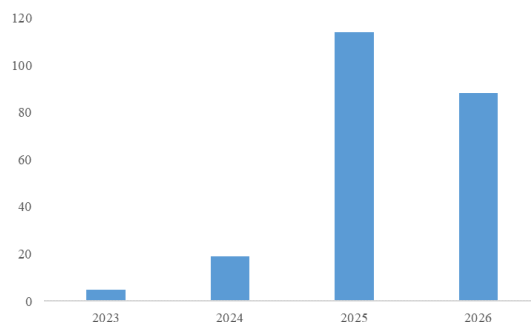
自 2022 年 3 月 21 日起至年末，公司先后通过了 19 龙控 01 等 13 只公开市场产品的展期方案，后续于 2022 年 12 月，通过了 21 只公开市场直融产品本金合计为 223.63 亿元的整体重组方案。跟踪期内，公司控股股东龙光集团境外美元债亦发生违约事件，暴露出龙光集团和公司很大的流动性压力。融资渠道方面，公司存量债务以银行借款和公开市场债券融资为主，同时包含部分非银行金融机构借款。债务期限结构方面，由于境内公开市场直融产品整体展期方案通过，公司债务期限结构得到暂时性改善，考虑到公司目前公开市场融资渠道尚未恢复，房地产项目销售回款大幅减少，其未来债务重组方案的实际执行情况仍有待观察。

图 1：截至 2022 年末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2：截至 2023/6/8 公司公开市场直融产品⁶期限结构（单位：亿元）



资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，龙光控股营业收入下滑，初始盈利空间大幅收窄，大额存货跌价损失对公司利润造成较大侵蚀，整体盈利能力严重弱化；受此影响，公司所有者权益下降，同时由于销售下滑、融资渠道收紧，期末货币资金大幅减少，叠加表外债务回表推升债务规模，公司财务杠杆明显上升；跟踪期内，公司再融资受限，筹资活动净现金呈大幅流出态势，期末非受限货币资金无法对短期债务形成覆盖。

2022 年公司营业收入下滑，初始盈利空间大幅收窄；同时，大额存货跌价损失对公司利润造成

⁶ 含公司债、供应链 ABS、购房尾款 ABS、供应链 ABN，截至 2023 年 6 月 8 日余额（含次级）为 225.73 亿元。

较大侵蚀，处置合作项目亦产生投资损失，当年利润大幅亏损。

受行业景气度下行影响，公司融资渠道收窄叠加交付进度延缓，2022 年公司房地产项目结算规模下滑，营业收入大幅减少 46.45%；受销售限价等行业调控政策及结转项目土地成本较高影响，公司综合毛利率水平同比下滑 13.03 个百分点至 10.16%，处于行业内较低水平。

期间费用方面，公司严格控制费用支出并主动进行人员精简，2022 年销售费用及管理费用均有所下降，债务规模增长叠加当期利息支出资本化金额下降，当期财务费用由负转正，综合来看，营业收入大幅下滑使得公司期间费用率上升，叠加毛利率下降影响，经营性业务利润转负。此外，因处置合作项目产生投资损失，当期投资收益转负；由于售价不及预期，公司当期计提 79.74 亿元的存货跌价损失，对利润造成较大侵蚀；受市场环境的影响，公司对投资性房地产确认公允价值变动收益 15.44 亿元。在上述因素的综合作用下，公司 2022 年利润大幅亏损，整体盈利能力严重弱化。

表 5：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售	524.30	27.52	591.92	21.72	341.84	9.35
一级土地开发	60.19	79.80	29.04	60.61	--	--
租赁收入	1.10	66.54	1.53	78.38	2.43	77.75
建筑工程收入及装饰收入	108.01	14.95	82.47	16.53	36.69	13.19
其他	--	--	6.42	61.68	--	--
营业总收入/营业毛利率	693.60	30.16	711.38	23.19	380.96	10.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2020	2021	2022
期间费用率	4.81%	4.28%	9.19%
经营性业务利润	158.47	117.73	-2.37
投资收益	0.45	0.18	-3.59
资产减值损失	-0.11	-0.01	79.74
公允价值变动收益	15.02	10.25	15.44
EBITDA	167.72	119.70	-69.23
利润总额	174.03	128.60	-70.00
净利润率	18.99%	14.00%	-20.21%

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期限内，公司资产规模仍较大，但销售下滑、债务偿还等原因使得货币资金大幅下降，且受限比例高，加之当期利润大额亏损侵蚀权益，同时表外债务回表推升债务规模，公司财务杠杆大幅上升。

从资产结构来看，存货、其他应收款、投资性房地产和货币资金是其主要构成，近年合计占比保持在 89%以上。具体来看，随着在建项目开发的持续投入，2022 年末公司存货余额较上年末有所增长，同时随着结转项目规模下降，存货周转率同比下降，其中开发产品占比小幅提升，公司亦于当年对存货计提 79.74 亿元跌价准备，需对公司开发产品去化情况及存货价值的稳定性保持关注；2022 年以来，随整体业务规模收缩，合作项目减少，公司应收合联营企业往来款减少带动其他应收款同比下降，在行业景气度偏低背景下，需对上述资金的回笼情况保持关注；长期股权

投资规模较上年末基本持平；由于公司将部分存货/固定资产/在建工程转为自持型物业，投资性房地产规模小幅增长。此外，由于公司销售回款减少、偿还债务等原因，2022 年末货币资金余额较上年末大幅下降 63.60%，受限货币资金占比为 29.46%，加之预售监管资金及合作项目资金调用灵活度较低，公司可动用货币资金大幅缩减。

负债方面，合同负债（含预收款项，下同）、其他应付款、应付账款和债务是公司负债的最主要构成。2022 年公司融资渠道收窄叠加交付进度延缓，房地产项目结转规模有所减少，期末公司合同负债同比小幅增长，需对公司的项目交付履约情况保持关注；同期末其他应付款规模增长较快，主要系对关联方应付款项增长所致。跟踪期内，由于公司收购表外合作项目股权，表外债务回表推升 2022 年末公司总债务同比小幅增长，其中短期债务占比小幅下降。

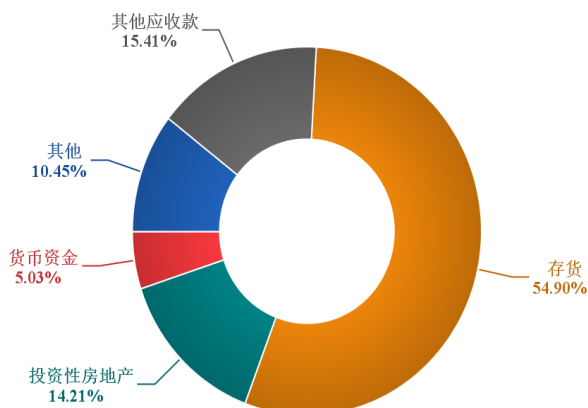
所有者权益方面，由于公司当年利润亏损，以及部分表内合作项目合作方退出使得少数股东权益规模下降，期末公司所有者权益有所下降。财务杠杆方面，在债务规模增长、所有者权益下降以及非受限货币资金大幅减少的共同影响下，2022 年末公司净负债率较上年末上升 38.12 个百分点至 95.65%，财务杠杆大幅提升。

表 7：近年来公司资产质量相关指标（亿元、X）

	2020	2021	2022
货币资金	360.93	353.22	128.57
其他应收款	295.28	514.52	394.10
存货	1,003.78	1,094.76	1,403.83
开发产品/存货	13.22%	15.91%	17.42%
存货周转率（次/年）	0.54	0.52	0.27
长期股权投资	35.99	56.20	59.41
投资性房地产	288.35	339.96	363.45
流动资产占比	84.38%	83.94%	82.69%
总资产	2,179.41	2,559.68	2,557.29
其他应付款	287.28	379.58	472.04
合同负债（含预收款项）	464.80	507.52	547.77
应付账款	211.65	216.56	220.55
总债务	452.55	575.71	595.01
短期债务/总债务	30.08%	41.84%	35.79%
净负债率	17.28%	57.53%	95.65%
少数股东权益	126.41	167.67	119.94
所有者权益	570.88	652.31	527.28

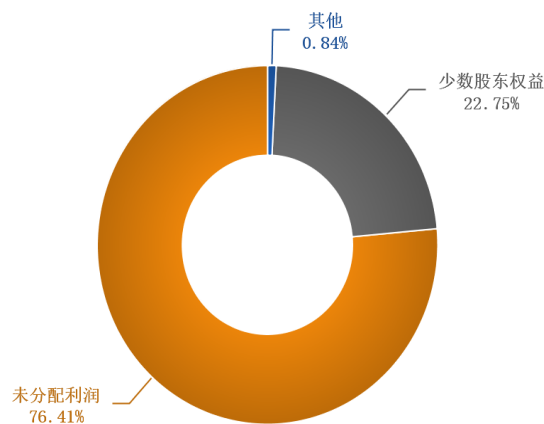
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年末公司总资产构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

由于再融资渠道严重受限，公司 2022 年筹资活动净现金大幅净流出，经营获现对债务本息的保障能力大幅弱化，可动用货币资金对短期债务的覆盖能力严重不足。

2022 年销售回款同比大幅下滑导致公司销售商品提供劳务收到的现金同比下降 37.67%，且销售商品、提供劳务收到的现金中的受限资金比例较高，公司经营获现能力显著弱化；但公司大幅放缓投资力度，经营活动净现金流净流入规模增长。由于公司加速合联营项目资金回流表内速度，且主动处置合作项目，当期投资活动净现金流转为净流入；由于公司公开市场融资渠道收紧，公司债务持续净偿还使得 2022 年筹资活动净现金流转为大幅净流出状态。

偿债指标方面，2022 年公司销售业绩下滑削弱其经营获现能力，销售回款对总债务保障能力随之降低。同时，盈利能力弱化使得 EBITDA 对债务本息的保障能力严重弱化。由于货币资金大幅下降且受限比例很高，实际可用于偿债的资金量极少，公司非受限货币资金对短期债务的覆盖能力严重不足。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022
经营活动净现金流	15.88	23.02	69.65
销售商品、提供劳务收到的现金	757.30	582.08	362.82
投资活动净现金流	-62.62	-195.27	45.63
筹资活动净现金流	30.57	18.81	-225.04
总债务/EBITDA	2.70	4.81	-8.59
EBITDA 利息保障倍数	4.99	4.17	-2.16
非受限货币资金/短期债务	2.60	0.83	0.43
总债务/销售商品提供劳务收到的现金	0.60	0.99	1.64

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产合计 1,403.44 亿元，其中受限存货、投资性房地产和货币资金账面价值分别为 1,076.97 亿元、288.60 亿元和 37.88 亿元，受限资产占总资产的比重为 54.88%，受限比例很高。

截至 2022 年末，公司为关联方提供的担保余额为 75.02 亿元，占期末净资产比重为 14.23%；为银行向购房客户发放的抵押贷款提供的阶段性担保余额为 540.21 亿元。

公司股东龙光集团于 2022 年 11 月 7 日发布公告,首次披露了清盘呈请事项,收到 Citicorp International Limited 清盘呈请。2023 年 5 月 22 日,龙光集团发布公告,宣布香港呈请的聆讯日期已延期至 2023 年 7 月 17 日。此外,截至本报告出具日,公司涉及 1 起重大未决诉讼⁷,公司或有负债风险仍值得关注。

过往债务履约情况: 根据公司提供的《企业信用报告》,截至 2023 年 3 月末,公司本部存在一定规模的未结清关注类贷款。2022 年以来,公司多只公司债券及 ABS 本息展期,截至 2022 年 12 月 31 日,公司境内债券已完成整体债务重组。

假设与预测⁸

假设

- 2023 年,预计龙光控股全年销售规模约 400 亿元。
- 2023 年,预计龙光控股不获取新项目。
- 2023 年,预计龙光控股收入规模同比下降 5%左右,全年毛利率预计略低于上年水平。

预测

表 9: 预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
净负债率(%)	57.53	95.65	100.1~122.4
总债务/销售商品提供劳务收到的现金(X)	0.99	1.64	1.2~1.5

资料来源:中诚信国际整理

调整项

流动性评估

中诚信国际认为,龙光控股未来一年流动性来源有限,整体流动性很弱。

2022 年以来公司签约销售规模大幅下降且预计短期内难有实质性转变,加之销售回款多沉淀在项目监管账户,较难调拨回集团层面用于债务偿付,经营活动产生的流动性来源显著弱化,同时公司公开市场融资渠道严重受阻,融资能力有限。2022 年下半年以来,在“保交楼、稳民生”的背景下,房地产项目纾困专项基金可一定程度纾解公司项目层面流动性困难,但无法对集团整体流动性进行有益补充。总体来看,公司流动性来源有限。

公司资金流出主要用于偿付债务本息、项目工程建设、各项税费支出及员工工资等。尽管近期公司境内发行的信用债已通过债务重组方案,可在一定程度缓释其短期流动性压力,但公司 1 年内到期的债务规模仍很大,且公司在项目层面面临很大的工程建设支出压力。综合来看,公司当前

⁷ 根据公司于 2023 年 2 月 6 日收到的《执行通知书》和《执行裁定书》,因金融合同纠纷,该笔诉讼的申请执行人申请强制执行,北京市高级人民法院以(2023)京执 3 号执行裁定书指定北京市第三中级人民法院执行,北京市第三中级人民法院于 2023 年 1 月 30 日立案执行,将公司、深圳市龙光骏博房地产有限公司、珠海市顺兴置业有限公司、潮州市诚悦房地产有限公司列为被执行人,执行标的金额为 52.71 亿元。

⁸ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时,中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设,可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素,该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响,因此,前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

流动性状况很弱。

ESG 分析⁹

中诚信国际认为，公司贯彻绿色发展理念，坚持公益事业；但员工稳定性较弱，考虑到公司因流动性压力导致子公司被列入失信被执行人名单，对其品牌造成伤害，其战略实施和持续经营面临较大挑战，公司 ESG 表现对信用产生负面影响。

环境方面，2022 年公司绿色建筑项目达 6 个，总建筑面积超 114.7 万平方米。此外，公司对区域内的 44 个住宅项目做了节能降耗改善措施。

社会方面，公司延续零因工死亡的安全表现，龙光的公益事业遍布全国 9 省，开展公益项目 560 余个，联合龙光慈善基金会在捐资助学、乡村振兴、产业扶贫、环境保护、社区服务等领域已累计捐赠 10 亿元，获中华慈善突出贡献奖、广东扶贫济困红棉杯金杯等两百余个奖项。2022 年受行业景气度偏低以及公司负面舆情事件影响，公司销售业绩大幅下滑，其采取了一系列减员控费措施，员工数量较上年大幅降低，员工稳定性较弱。

治理方面，公司治理结构较为健全，内控制度较为完善，但因流动性压力，公司本部于跟踪期内被列入被执行人名单，部分下属子公司被列入失信被执行人名单，对其持续经营产生负面影响；同时，公司现阶段将致力于“保交付”和化解债务风险，考虑到公司因负面舆情、资金压力等问题导致品牌形象及信用受损，其战略实施亦面临较大的挑战。

特殊事项

2022 年底一系列行业支持政策出台，鼓励银行对房地产合理信贷投放，支持开发贷款、信托贷款等存量融资合理展期，有助于保交楼工作的顺利推进，一定程度上缓解了流动性困难房企的项目经营压力。

外部支持

公司实际控制人对其支持意愿强，但考虑到实际控制人除公司以外可用资源有限，外部支持因素对公司信用水平无影响。

公司实际控制人为纪海鹏先生。公司是纪海鹏先生的核心资产，战略地位很高，纪海鹏先生对公司具有很强的实际控制力和支持意愿，但考虑到纪海鹏先生除公司以外的可用资源有限，其对公司提供的额外支持对公司信用水平无影响。

同行业比较

中诚信国际选取了广州市时代控股集团有限公司（以下简称“时代控股”）作为龙光控股的可比公司。

中诚信国际认为，龙光控股在房地产项目开发方面积累了丰富的经验，但受市场环境影响，龙光控股和时代

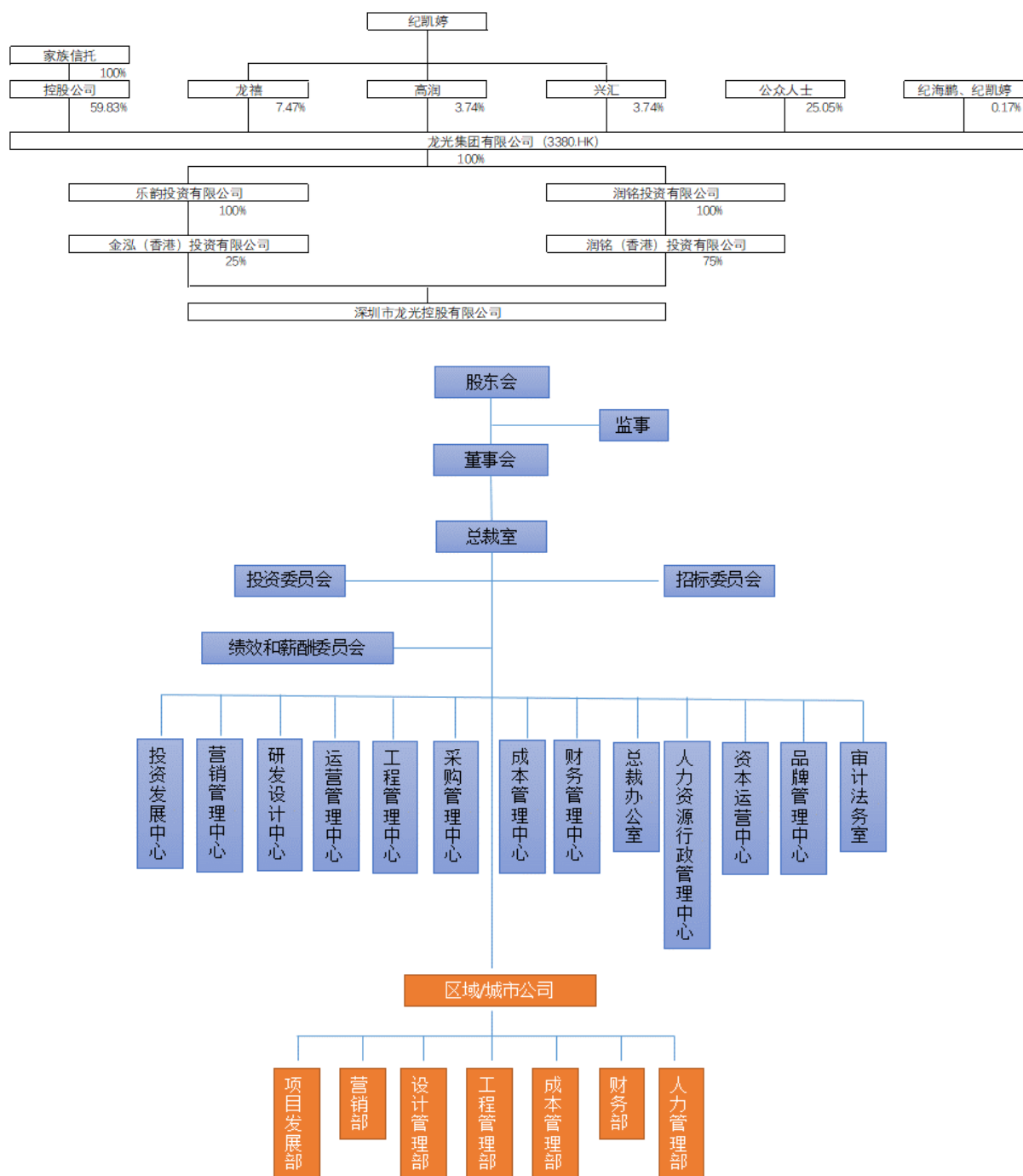
⁹ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

控股 2022 年以来销售业绩均大幅下滑，财务杠杆水平推升，偿债指标表现很弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持深圳市龙光控股有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“H 龙债 02”和“H 龙债 03”的信用等级为 **AAA**。

附一：深圳市龙光控股有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

附二：深圳市龙光控股有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022
货币资金	3,609,282.38	3,532,242.82	1,285,731.99
其他应收款	2,952,824.42	5,145,236.03	3,940,979.40
存货	10,037,811.96	10,947,562.31	14,038,331.22
长期投资	359,890.07	561,993.94	594,125.54
固定资产	4,767.49	4,334.91	4,326.71
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,298.72	2,648.19	5,275.43
投资性房地产	2,883,533.37	3,399,621.41	3,634,514.47
资产总计	21,794,104.97	25,596,783.15	25,572,930.04
预收款项	4,648,039.62	5,075,157.34	5,477,688.70
其他应付款	2,872,790.75	3,795,822.31	4,720,382.27
短期债务	1,361,419.53	2,408,614.75	2,129,298.94
长期债务	3,164,061.29	3,348,516.75	3,820,827.69
总债务	4,525,480.82	5,757,131.50	5,950,126.63
净债务	986,691.03	3,752,655.52	5,043,225.49
负债合计	16,085,345.83	19,073,689.83	20,300,138.95
所有者权益合计	5,708,759.14	6,523,093.32	5,272,791.09
利息支出	336,426.33	287,041.21	320,793.96
营业总收入	6,936,007.12	7,113,774.09	3,809,577.45
经营性业务利润	1,584,725.91	1,177,276.93	-23,666.60
投资收益	4,514.03	1,841.71	-35,852.29
净利润	1,317,367.41	995,805.85	-769,739.28
EBIT	1,670,212.71	1,194,360.48	-698,076.22
EBITDA	1,677,249.90	1,197,006.32	-692,313.75
销售商品、提供劳务收到的现金	7,572,966.18	5,820,786.67	3,628,180.84
经营活动产生的现金流量净额	158,811.82	230,215.36	696,463.84
投资活动产生的现金流量净额	-626,189.73	-1,952,673.20	456,326.54
筹资活动产生的现金流量净额	305,689.84	188,144.03	-2,250,365.22
财务指标	2020	2021	2022
营业毛利率（%）	30.16	23.19	10.16
期间费用率（%）	4.81	4.28	9.19
EBITDA 利润率	24.18	16.83	-18.17
净利润率（%）	18.99	14.00	-20.21
净资产收益率（%）	26.95	16.28	-13.05
存货周转率（X）	0.54	0.52	0.27
资产负债率（%）	73.81	74.52	79.38
总资本化比率（%）	44.22	46.88	53.02
净负债率（%）	17.28	57.53	95.65
短期债务/总债务（%）	30.08	41.84	35.79
非受限货币资金/短期债务（X）	2.60	0.83	0.43
经调整的经营产生的现金流量净额/总债务（X）	-0.04	-0.01	0.06
经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务（X）	-0.13	-0.02	0.18
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	0.47	0.80	2.17
总债务/销售商品、提供劳务收到的现金	0.60	0.99	1.64
总债务/EBITDA（X）	2.70	4.81	-8.59
EBITDA/短期债务（X）	1.23	0.50	-0.33
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.99	4.17	-2.16

注：将合同负债计入预收款项。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	净债务	总债务-非受限货币资金
	资产负债率	负债总额/资产总额
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	净负债率	净债务/经调整的所有者权益
	长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT（息税前盈余）	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	净资产收益率	净利润/所有者权益合计平均值
	净利润率	净利润/营业收入
现金流	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	流动比率	流动资产/流动负债
偿债能力	速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力极强, 基本不受不利经济环境的影响, 违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力较强, 较易受不利经济环境的影响, 违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力一般, 受不利经济环境影响较大, 违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境, 违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境, 违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 受评对象不能偿还债务。

注: 除 aaa 级, ccc 级及以下等级外, 每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调, 表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强, 基本不受不利经济环境的影响, 违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响较小, 违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强, 较易受不利经济环境的影响, 违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般, 受不利经济环境影响较大, 违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境, 违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境, 违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注: 除 AAA 级, CCC 级及以下等级外, 每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调, 表示略高或略低于本等级。

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

注: 除 AAA 级, CCC 级及以下等级外, 每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调, 表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券, 还本付息风险很小, 安全性很高。
A-2	还本付息能力较强, 安全性较高。
A-3	还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低, 有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低, 违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注: 每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn