



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)2024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，但不对评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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)2024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

本次评级结果是考虑到：正兴隆房地产（深圳）有限公司（以下简称“正兴隆”或“公司”）是绿景（中国）地产投资有限公司（以下简称“绿景中国”）旗下综合房地产开发平台，其物业投资与经营业务能够为公司带来持续稳定的现金流，绿景中国提供的保证担保仍能够提升“21 绿景 01”和“21 绿景 02”（以下统称“本期债券”）的信用水平。同时中证鹏元也关注到，公司可售资源减少，未来业绩仍承压，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，面临较大的偿债压力及或有负债等风险因素。

评级日期

2024 年 6 月 27 日

联系方式

项目负责人：郜宇鸿
gaoyh@cspengyuan.com

项目组成员：李莹莉
liyil@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	314.38	330.15	355.20
归母所有者权益	85.95	119.47	141.96
总债务	78.43	93.61	101.39
营业收入	18.96	21.01	39.94
净利润	-7.19	0.56	5.72
经营活动现金流净额	15.78	11.84	13.53
销售毛利率	36.85%	49.76%	49.33%
EBITDA 利润率	23.69%	35.41%	37.07%
总资产回报率	-1.29%	1.56%	3.68%
剔除预收款项的资产负债率	71.38%	62.69%	59.01%
净负债率	89.59%	69.67%	51.31%
EBITDA 利息保障倍数	0.76	0.92	2.13
总债务/总资本	47.71%	43.93%	41.66%
OCF/净债务	20.49%	14.22%	18.57%
速动比率	0.48	0.67	1.09
现金短期债务比	0.07	0.39	1.52

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

优势

- **公司自持物业优质且经营状况良好，能获得稳定的现金流入。**公司持有的 NEO 商业综合体、“佐岭中心”生活小区及购物中心和酒店等投资物业主要位于深圳市黄金地段，地理位置优越，出租率较高，经营情况稳定。2023 年公司租金收入和物业管理收入合计 8.81 亿元，已成为公司经营现金流和营业利润的重要来源。
- **绿景中国深耕大湾区旧改业务，在城市更新领域具有一定的经验和资源优势，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能够提升本期债券信用水平。**公司股东绿景中国以旧改业务起步，在粤港澳大湾区成功开发了多个城市更新项目，其中白石洲项目于 2023 年三季度开盘预售，为绿景中国贡献充沛的可售资源。经中证鹏元综合评定，绿景中国主体信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保一定程度上能够提升本期债券的信用水平。

关注

- **正兴隆体系内在售项目剩余可售资源减少，后续销售业绩承压。**截至 2023 年末，公司在售项目主要位于化州和珠海，而房地产市场仍处于下行周期，需持续关注公司房地产项目的销售去化情况；同期末在建项目仅为化州项目滚动开发，拟建项目暂无明确开发进展，剩余可售资源较少。
- **需关注投资性房地产估值波动风险。**截至 2023 年末，公司投资性房地产账面价值 148.29 亿元，当期公允价值变动损失 7.57 亿元，净利润由盈转亏。预计 2024 年房地产市场仍在探底，公司持有的投资性物业估值仍有较大的波动风险；2024 年公司销售佐岭虹湾购物中心，销售对价 8.14 亿元，2023 年末账面价值 12.79 亿元，或对 2024 年公司业绩表现形成拖累。
- **公司面临较大的偿债压力。**由于向股东分红，2023 年末公司归母所有者权益显著下降，财务杠杆有所抬升。公司流动性比率指标下滑幅度较大，其中现金短期债务比 2023 年末大幅下降至 0.07，现金类资产无法覆盖短期债务。此外，21 绿景 01 将在 2024 年 8 月行权，债券余额 8.46 亿元，若债券投资者行使回售选择权，公司将面临较大的即期偿付压力。
- **对外担保规模大幅增长，在房地产市场下行背景下，或有负债风险加大。**公司与绿景体系内的关联方往来款较多，近年来其他应收款和长期应收款均保持在一定规模。此外，2023 年末公司对外担保余额 182.32 亿元，占同期末总资产比例为 57.99%，均为对绿景体系内融资提供的担保。公司对外担保规模同比大幅增长，面临较大的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司物业租赁业务及综合服务业务经营状况良好，能获得稳定的现金流入。

同业比较（单位：亿元，%）

指标	格力地产	美好置业	中洲控股	正兴隆
总资产	263.32	106.37	309.45	314.38
营业收入	47.32	65.67	76.21	18.96
净利润	-7.35	-11.13	-21.16	-7.19
销售毛利率	21.66	21.48	34.23	36.85
资产负债率	78.89	94.89	81.98	72.66

注：以上各指标均为 2023 年/2023 年末数据。

资料来源：同花顺 iFinD，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
房地产开发企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx 2023V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx 2022V1.0

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	宏观环境	4	财务状况	初步财务状况	4/较大
	行业&运营风险状况	4/中等		杠杆状况	4.90/中等
	行业风险	3		净负债率	6
	经营状况	4/中等		EBITDA 利息保障倍数	3
	经营规模	2		剔除预收款项的资产负债率	4
	产品、服务和技术	6		OCF/净债务	6
	品牌形象和市场份额	4		杠杆状况调整分	0
	经营效率	5		盈利状况	弱
	业务多样性	4		盈利趋势与波动性	表现不佳
				盈利水平	3
业务状况评估结果		4/中等	财务状况评估结果		3/非常大
指示性信用评分					bbb+
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					bbb+
外部特殊支持					5
主体信用等级					AA

注：各指标得分越高，表示表现越好。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 bbb+，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司为绿景中国全资子公司，是绿景中国旗下综合地产开发平台，业务重要性很高，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，绿景中国提供特殊支持的意愿非常强。同时，中证鹏元认为绿景中国主要从事房地产开发和商业运营业务，区域布局集中在以深圳为主的粤港澳大湾区，在粤港澳大湾区城市更新领域具备品牌、经验和资源优势，其提供支持的能力很强。

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	下一行权日	债券到期日期
21 绿景 01	14.00	8.46	2023-6-20	2024-8-17	2026-8-17
21 绿景 02	2.00	1.30	2023-6-20	2025-8-17	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月发行5年期（1+1+1+2年期）14亿元的公司债券（以下简称“21绿景01”），2022-2023年分别回售5.09亿元、0.45亿元，截至2024年6月22日，“21绿景01”债券余额8.46亿元。公司于2021年8月发行5年期（2+2+1年期）2亿元的公司债券（以下简称“21绿景02”），2023年回售0.70亿元，截至2024年6月22日，“21绿景02”债券余额1.30亿元。“21绿景01”和“21绿景02”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2024年6月17日，“21绿景01”和“21绿景02”的募集资金专项账户余额为8.46万元。

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2023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。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、自有房地产租赁、物业管理服务、酒店经营等业务。跟踪期内公司合并报表范围变动具体情况见表1。

表1 2023年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
无				

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	原持股比例	原注册资本	主营业务	不再纳入的原因
益阳缙香名苑物业管理有限公司	100%	50	物业管理服务	股权转让

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料，中证鹏元整理

四、运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长

4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

（二）行业环境

2024 年政策转向全面宽松，中央层面从落实金融支持、压实保交楼等多角度稳定地产市场；地方层面调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市调控政策尚有松绑空间。

随着居民缩表加剧、房企负面舆情散发，2023 年 7 月中央政治局会议定调“房地产供求关系发生重大变化”后，需求端宽松政策全面展开，下半年自上而下推动需求端宽松政策落地、细化金融端监管指标。7 月央行延长“金融 16 条”中存量和配套融资的政策使用期限；8 月以来，三部门联合发文落实“认房不认贷”，两部门调整优化信贷政策，最低首付比例调整为 20%、二套首付比例调整为 30%，央行、金监局指导商业银行下调存量首套房贷利率，至此多地下调首付比例和贷款利率下限。金融政策方面，2023 年 6 月，5 年期以上 LPR 下调 10 个基点至 4.2%；2024 年 2 月央行下调 5 年期以上 LPR 25 个基点至 3.95%，房贷利率下降空间进一步打开。中央金融工作会议、中央经济工作会议及 2024 年政府工

作报告多次强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求”。2024年以来，住建部和金融监管总局要求各地级及以上城市要建立融资协调机制。截至3月末，商业银行对城市房地产融资协调机制推送的全部第一批白名单项目完成审查，其中审批同意项目数量超过2,100个，总金额超过5,200亿元。城市融资协调机制一定程度上能够分割集团公司的债务风险和项目公司开发运营风险，保障优质项目建设运营。为进一步释放刚需和改善性需求，继2023年8月末出台优化住房信贷政策后，2024年5月17日个人住房贷款政策进一步优化，包括首套房首付比例降低至15%、二套首付比例降低至25%，全国层面贷款利率下限取消、住房公积金贷款利率降低等，房贷利率下降空间进一步打开，个人住房贷款政策放松到历史最低水平。

地方层面，各能级城市调控放松力度有所加大，但出台节奏及力度仍有差异。一线城市调控方向虽与全国一致，但政策力度仍有克制，以循序渐进的方式逐步放松，2023年8月末至9月初陆续落实“认房不认贷”，11月落实降低二套房首付比例和贷款利率下限、修改普宅认定标准、放松远郊限购等政策。今年“517”新政后，上海、广州、深圳等一线城市相继放松住房信贷政策；在地产供求关系发生重大变化、人口加速老龄化的背景下，预计一线城市限购政策将逐步退出，金融政策优化落地可期。

预计中央政策转向全面宽松，进一步落实金融支持政策，督导商业银行加快对名单内房地产项目的审批及放款；继续落实“优惠贷款利率、税收减免”等支持居民住房需求的措施，自上而下出台政策以支持首次购房者和满足居民改善性住房需求；长效政策方面，将继续加快保障房住房体系建设，加快构建房地产发展新模式。地方层面调控政策有望进一步优化，一线及部分强二线城市仍将继续在限购、限贷等方面松绑；二线城市中预计将全面解除限制性政策。

虽然政策端积极信号持续强化，但在地产行业仍在下行趋势中，政策对销售的提振作用在边际递减。2024年商品房销售仍有下跌压力，预计全年销售规模同比继续下降，延续筑底态势，城市间深度分化进一步加深。

2023年房地产销售中枢再下台阶，全年商品房累计销售面积11.74亿方，同比下降8.50%；累计销售金额11.66万亿元，同比下降6.50%。一季度在需求集中释放下销售迎来短暂的“小阳春”，二季度存量积压的需求下降后市场动能迅速收缩；下半年中央和地方连续出台利好政策，9-10月份以来核心一、二线城市相继对限购和限贷政策进行松绑，而各地放松节奏频次虽多但节奏偏慢，销售在政策刺激下呈现脉冲式修复。10月以后市场热度再次转冷，市场信心修复需要政策持续加码，而政策对销售的提振作用又在边际递减，整体悲观预期蔓延，全年呈现前高后低的走势。2024年1-3月，商品房销售金额累计同比下降27.6%，销售面积累计同比下降19.4%，需求信心仍然不足，市场继续承压。

价格方面，2023年全年商品住宅销售价格总体延续下降态势，其中上半年价格有所回升，下半年开始再次进入下跌区间。分能级来看，一线城市新房价格相对稳定，二三线城市回调幅度更大。新房价格抗跌性好于二手房，2023年12月，70个大中城市新建商品住宅和二手住宅价格指数同比分别下降0.89%

和下降 4.07%。自 2023 年底以来，二手房存在放量下跌的趋势，对新房销售的挤压效应可能会持续加剧。

图1 商品房销售再下台阶（单位：万平方米、%）

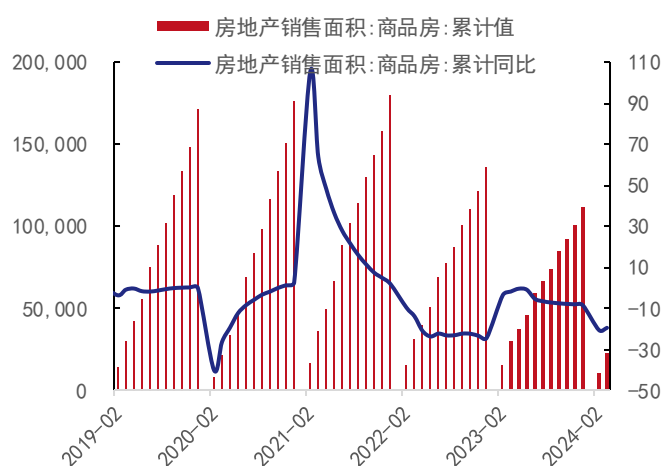
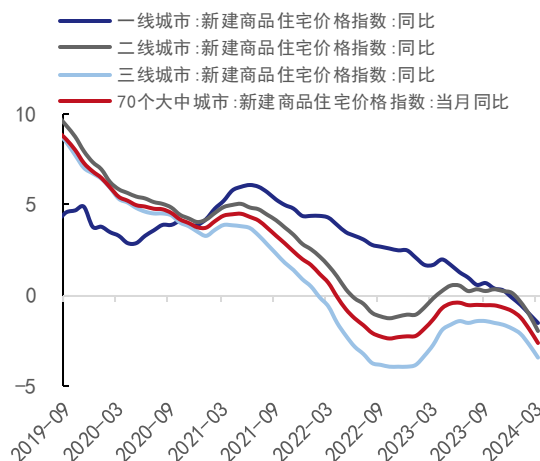


图2 70城住宅价格指数同比变化（单位：%）



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

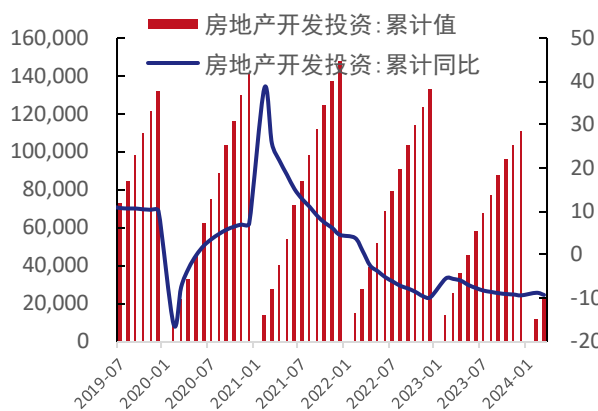
城市间持续分化，一线和部分二线城市具有一定韧性。随着四季度以来一、二线城市限制性政策加速松绑，以及年底房企降价促销，一线城市成交量逐步呈现企稳态势；从 2023 年全年来看，北京、上海和广州 2023 年成交量同比均有所回升，深圳商品房成交面积同比下降 10.63%。二线城市中，成都和西安凭借着区域内产业集聚和人口流入等优势，在全国销售不振的情况下走出独立行情；而天津、郑州、昆明等二线城市表现疲软，其余三四线城市在没有产业和人口支撑的情况下房地产景气度继续下行，销售持续探底。当前阶段，制约房地产销售复苏的根本原因是居民收入预期和房价上涨预期消失后的购房信心不足，短期来看政策利好的刺激不会推动行业反转，继续筑底震荡仍是主基调，预计 2024 年房地产仍有下跌压力，商品房销售将继续下跌，城市间分化进一步加深。

预计 2024 年房地产投资增速下行压力仍然较大，保障性住房和城中村改造等重大政策推进会对房地产开发投资形成一定支撑；在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，2024 年房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

在资金紧张、销售去化不畅背景下，房企普遍拿地谨慎聚焦、开工动力不足，行业投资承压。2023 年完成房地产开发投资额 11.09 万亿，同比降幅为 9.6%。新开工持续低迷，全年累计新开工 9.54 亿方，同比降低 20.40%；房企重心在保交付，2023 年竣工数据修复明显，全年累计竣工面积 9.98 亿方，同比增长 17%。2024 年 1-3 月，地产开发投资同比下降 9.5%，降幅较 1-2 月扩大 0.5 个百分点。销售端疲软情况下房企补库存意愿不强，且在政策的导向下优先保障存量项目交付，预计新开工将继续承压，2024 年房地产投资增速下行压力仍然较大。2023 年中央政治局会议提出“三大工程”，要求加大保障房建设供

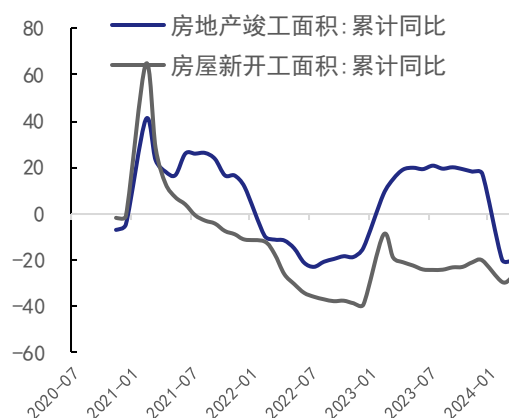
给、推动城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设。随着保障性住房和城中村改造等重大政策推进落地，开发投资将有一定支撑，同比降幅有望收窄。

图3 地产开发投资持续承压（单位：亿元、%）



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

图4 新开工持续低迷（单位：%）



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

2023年土地市场持续冷清，供需两端均走弱，土地成交总价和成交规划建筑面积仍在持续下行。供应方面，在冷清的市场环境下，地方政府供地更加谨慎，为降低流拍率，大多增加了核心优质地块的供应；需求方面，受市场低迷、房企资金链普遍承压的影响，土地成交规模进一步下滑，2023年100城土地成交总价和成交土地规划建筑面积同比分别下降23.18%和23.20%，从绝对值规模上看，土地成交建面降至2016年水平。土地成交价格方面，由于热点一、二线城市供地质量提升，2023年成交楼面地价较上年略有回升，房企集中布局一、二线的优质地块的策略将继续延续。在销售尚未企稳的背景下，土地限价放开对市场的提振作用较小。从自然资源部2023年9月底建议取消地价上限以来，多城已取消土拍地价上限，但下半年以来全年溢价率仍在低位徘徊，2023年12月成交土地溢价率下降至2.61%。预计在销售尚未企稳、政策传导不畅、房企资金普遍承压的背景下，房企拿地更趋于谨慎和收敛，土拍市场持续冷淡。

图5 土地市场冷清，百城土地成交持续下降

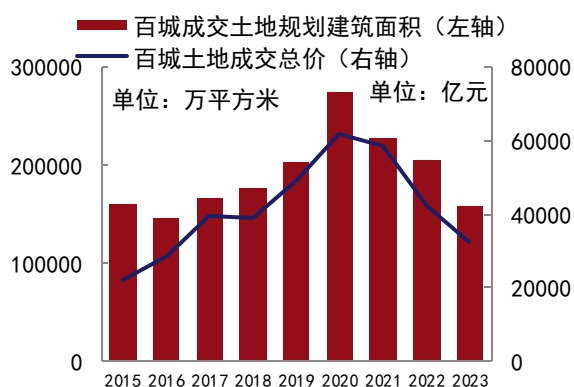
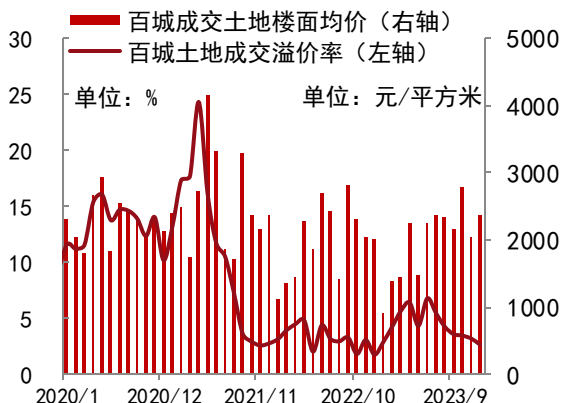


图6 土地溢价率低位徘徊，楼面均价略有回升



资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺iFinD，中证鹏元整理

市场格局持续向央国企倾斜，随着行业供求关系转变，房地产行业仍在探索新发展模式，未来将对房企的运营管理能力提出更大挑战

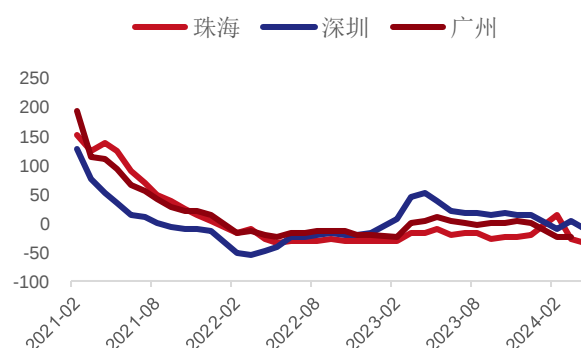
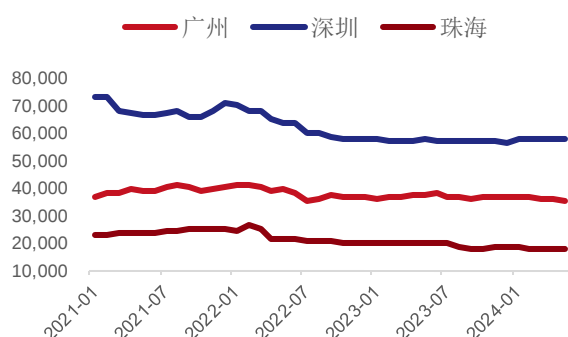
自房地产行业发生信用危机以来，公开市场上的融资主体以经营稳健、具备股东背景优势的央、国企为主。凭借着资金优势，近年来央、国企逐步向核心城市扩张，对其销售业绩形成支撑。从当前的土拍市场结构来看，活跃的依然是头部央企及部分国企，根据中指研究院统计，2023年拿地金额TOP50、TOP100中七成以上为央国企，未来房地产市场由央、国企占主导的格局仍将持续。当前的房企信用风险逐渐由2021年下半年开始的现金流危机转为资产价格下跌的危机，从长期发展趋势来看，随着行业供求关系发生重大转变，房地产行业仍需探索和建立新的发展模式，而模式的转变也将对房地产企业运营和管理能力提出更高挑战和要求。

粤港澳大湾区加大政策宽松力度，政策托底意愿较强

珠三角九市以广州、深圳为核心，楼市呈较高联动性，投资需求旺盛，政策敏感度较高。2017-2020年在深中通道建设、大湾区规划出台的利好刺激下，区域成交规模大幅增长；2021年调控政策收紧，区域房地产市场急转直下。2023年至今珠三角各市持续推出房地产利好政策，政策类型包括认房不认贷、放松限购、首付比例下调、房贷利率下调、放宽落户条件、购房补贴等，截至2024年6月18日，除深圳仍有一定的限购限贷措施外，其余城市购房限制性措施已基本解除。

虽然政策暖风不断，但对未来收入预期的不确定性、房价下跌预期等因素影响下，购房者观望情绪浓烈。以广州、深圳、珠海三市为例，2024年5月二手房平均销售均价较2021年1月分别下跌4.17%、21.46%和22.77%，商品房销售面积同比自2022年2月起转负。总体来看，短期内粤港澳大湾区房地产市场“量价齐跌”，政策显效仍待时日。

图7 二手房销售价格持续降低（单位：元/平方米） **图8 商品房销售面积累计同比降低（单位：%）**



资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

资料来源：同花顺 iFinD，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司是绿景中国旗下综合房地产开发平台，聚焦粤港澳大湾区的城市更新领域，受房地产行业下行影响，销售业绩大幅下降；公司业务及产品结构多元化，涵盖住宅、写字楼、购物中心等，商业领域拥有深圳福田区NEO商业综合体和“佐岭”品牌购物中心，能够为公司贡献稳定的租金收入

公司主营业务包括房地产开发与销售、物业投资与经营和综合服务业务。由于房地产市场持续下行以及公司可结算资源减少，2023年营业收入同比下降9.76%。公司租金收入小幅下降，主因NEO都市商务综合体办公楼出租率下降。

旧改业务普遍具有周期长、利润高的特点，2023年结转的主要是绿景化州G1-1区，G1-1人防工程面积占地下室面积约50%，由于人防工程不可售，其成本分摊至可售产品中，导致成本较往年高，公司商品房销售毛利率较上年降低24.57个百分点；公司物业出租业务维持较高的毛利率。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023 年			2022 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
商品房销售收入	8.33	43.95%	17.90%	10.96	52.17%	42.47%
租金收入	5.16	27.20%	94.91%	5.21	24.78%	94.89%
综合服务收入	3.65	19.24%	-2.12%	3.62	17.22%	13.64%
其他业务	1.82	9.60%	37.23%	1.22	5.82%	29.94%
合计	18.96	100.00%	36.85%	21.01	100.00%	49.76%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

（一）商品房销售业务

随着房地产行业景气度下行以及核心城市可售项目减少，2023年公司合同销售金额同比大幅减少，且正兴隆体系内在售项目剩余可售资源减少，后续销售业绩承压

商品房结算方面，因往年结转较多项目珠海喜悦荟项目已经到了尾盘阶段，销售较往年有所减少，2023年公司结转商品房销售收入同比降低，结算项目主要为绿景化州国际花城项目和少部分绿景喜悦荟商务中心（珠海）项目。2023年公司房地产销售毛利率较2022年下降24.57个百分点，主要系2023年主要确权收入的是绿景化州的G1-1区，G1-1人防工程面积占地下室面积约50%，由于人防工程不可售，人防成本分摊至可售产品中，导致G1-1住宅、商铺、车位等可售产品单方造价较其他项目更高。

表3 公司房地产项目结算情况（单位：亿元、万平方米）

项目	2023 年		2022 年	
	结算金额	结算面积	结算金额	结算面积
绿景喜悦荟商务中心	0.37	-	2.82	1.50
绿景化州国际花城	7.85	12.61	7.05	10.78

绿景美景广场	-	-	1.03	0.15
绿景虹湾	-	-	0.07	0.20
其他	0.12	-	-	-
合计	8.33	-	10.96	12.64

资料来源：公司提供

商品房销售方面，2023年公司主要销售的项目包括化州国际花城H1区、红树华府二期尚悦府。受益于位于深圳的红树华府二期推售，2023年公司房地产项目合同销售面积10.23万平方米，合同销售金额为13.43亿元，同比小幅增长。

绿景红树湾壹号项目位于深圳市福田区沙嘴路与金地一路交汇处东南侧，位于深圳市福田区CBD片区，周边配套完善，具备一线滨海树林景观，具备较高的市场认可度。项目分为两期开发，一期于2018年首次开卖，去化速度较为理想；二期（又名绿景红树湾壹号尚悦府）于2021年7月动工拆除，2023年8月入市预售，可售面积0.96万平方米，目前仅剩尾盘在售。

表4 公司房地产项目销售情况（单位：亿元、万平方米）

项目	位置	2023 年		2022 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
红树华府尚悦府	深圳福田	6.60	0.69	-	-
绿景喜悦荟商务中心	珠海香洲	0.93	0.57	2.96	1.48
绿景美景广场	深圳南山	-	-	0.75	0.11
绿景化州国际花城	广东茂名	5.91	8.97	8.40	13.15
绿景虹湾	深圳福田	-	-	0.04	51.37
合计	--	13.43	10.23	12.15	14.74

注：表中合同销售面积为签约口径

资料来源：公司提供

截至2023年末，公司主要在售房地产项目包括绿景化州国际花城、珠海绿景喜悦荟等。绿景化州国际花城主要在售房地产项目主要为AB区车位，剩余可售面积分别合计12.32万平方米；绿景喜悦荟商务中心剩余可售面积5.52万平方米。

总的来看，得益于“核心城市+核心区域”的策略，公司已售项目去化情况较好，但截至2023年末公司剩余可售面积合计25.14万平方米，在售楼盘主要分布于茂名和珠海，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，公司体系内可售资源持续减少，未来销售业绩可能承压。

表5 截至 2023 年末公司主要在售房地产项目基本情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	位置	总面积	已售面积	待售面积	已结算面积	已结转金额
绿景虹湾 AB 栋	深圳福田	2.97	2.84	0.12	2.83	20.40
绿景美景广场	深圳南山	4.48	4.25	0.05	4.15	27.69
尚悦府	深圳福田	0.96	0.91	0.05	-	-
绿景化州国际花城	广东茂名	145.38	125.33	19.39	114.00	69.03

绿景喜悦荟商务中心	珠海香洲	14.66	9.14	5.52	9.11	25.97
合计	--	168.45	142.47	25.14	130.09	143.08

注：表中已售面积为认购口径，与上表的签约口径存在细微出入

资料来源：公司提供

公司主要通过城市更新锁定低成本的土地资源，但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，同时也面临着较大的资本性支出压力

截至2023年末，公司重大在建项目为绿景化州国际花城，该项目采用滚动开发模式，资金已实现自平衡，建设资金压力可控。

储备项目方面，公司主要通过城市更新锁定低成本的土地资源，然而部分城市更新项目受拆迁进度、政府规划等影响，实施进度存在较大的不确定性。截至2023年末，公司主要储备的房地产项目包括深圳黎光项目和绿景化州国际花城（未开发部分）。黎光项目位于深圳市观澜镇黎光村，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（以下简称“黎盛实业”）为合作主体，与村民签订搬迁补偿协议的工作正在推进中。截至2023年末，黎光项目计划总投资64.02亿元，已投资10.68亿元，沉淀资金规模较大，未来至少仍需投资53.34亿元，尚需投资规模较大，公司面临较大的开发资金压力。

（二）物业租赁业务及综合服务

公司自持物业能为公司带来一定的现金流入，受NEO商业综合体写字楼出租率降低影响，2023年公司租金收入小幅下降，预计随着绿景佐岭虹湾购物中心售后返租，物业租赁业务毛利率或将下滑

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NEO都市商务综合体、香颂佐岭中心、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%，2023年公司实现租金收入5.16亿元，租金收入小幅下降，持有物业平均出租率90.47%，平均租金115元/月/平方米。

NEO都市商务综合体租金收入占比较高，该物业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，总建筑面积为13.45万平方米。2023年NEO都市商务综合体实现租金收入2.70亿元，较上年小幅下跌，主因写字楼出租率下跌，2023年末NEO都市商务综合体综合出租率80.01%，其中NEOA栋（上沙返租写字楼）出租率55.98%、NEOA栋自持写字楼出租率77.43%。

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，佐岭中心均位于发展成熟的小区，与公司开发的城市住宅相邻。公司佐岭中心项目包括绿景佐岭香颂购物中心、东莞绿景佐岭购物中心、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林购物中心，综合出租率83.19%。

2024年4月，公司以8.14亿元对价将绿景佐岭虹湾购物中心出售，交易所得款项净额7.75亿元，该资产于2023年末账面价值约12.79亿元，购买方为深圳市福田区产业投资服务有限公司（以下简称“福田产投”），销售完成后，公司与福田产投签署《房屋租赁合同》，公司向福田产投租赁绿景佐岭虹湾购物中心，租期5年，月租金417.83万元，每年按照1.5%的标准递增。受相关物业资产出售影响，预计公司2024年租赁业务毛利率承压。

表6 公司持有的物业取得收入情况（单位：万元）

项目	2023 年		2022 年	
	收入	占比	收入	占比
绿景 NEO 都市商务综合体	26,963.06	52.28%	29,240.20	56.14%
绿景佐岭红树林购物中心	2,855.46	5.54%	2,297.79	4.41%
绿景佐岭香颂购物中心	2,430.38	4.71%	2,595.14	4.98%
绿景 1866 佐岭荟	5,607.06	10.87%	5,183.90	9.95%
绿景佐岭虹湾购物中心	4,920.15	9.54%	4,315.95	8.29%
绿景佐岭国际花城购物中心	2,887.00	5.60%	2,512.80	4.82%
其他商业物业	5,912.68	11.46%	5,934.47	11.39%
合计	51,575.80	100.00%	52,080.25	100.00%

资料来源：公司提供

表7 截至 2023 年公司佐岭中心情况（单位：万平方米）

项目	位置	产权面积	可出租面积	已出租面积	出租率
深圳绿景 NEO 都市商务综合体	深圳福田	11.27	11.92	9.54	80.01%
绿景佐岭香颂购物中心	深圳龙华	2.42	2.22	1.81	81.49%
绿景 1866 佐岭荟	深圳龙华	2.62	4.09	4.00	97.79%
绿景佐岭虹湾购物中心	深圳福田	3.68	2.21	2.07	93.86%
绿景佐岭国际花城购物中心	茂名化州	2.79	9.90	7.77	78.53%
绿景佐岭红树林购物中心	深圳福田	2.60	2.00	1.71	85.49%
合计	--	25.37	32.34	26.90	83.19%

资料来源：公司提供

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。2023 年公司实现综合服务收入3.65亿元，较上年略有增长。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。

公司酒店运营收入来自于其全资持有的绿景酒店，绿景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）。

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，但仍需关注宏观经济增速放缓对物业经营的影响。

六、财务分析

财务分析基础说明

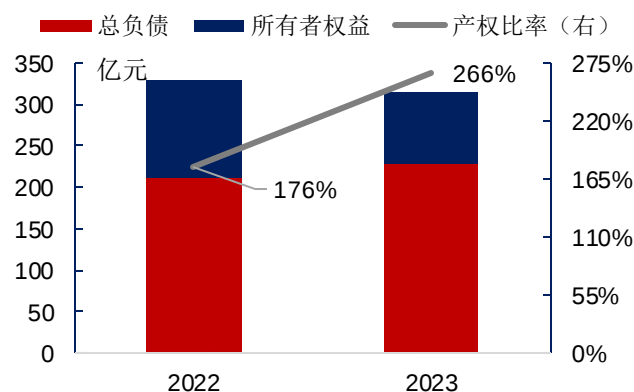
以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告，报告均采用新会计准则编制。截至2023年末，公司合并范围子公司共26家子公司，详见附录。

资本实力与资产质量

公司权益稳定性欠佳，净资产对负债的保障程度趋弱；资产主要包括开发房地产项目和自持物业，较多位于深圳市核心地段，整体资产质量较好，但商业物业抵押比率较高，流动性较弱

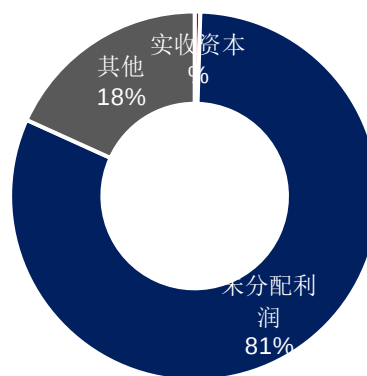
2023年公司向股东分红26.32亿元，当期末所有者权益同比降低28.05%至85.97亿元。截至2023年末，公司所有者权益中未分配利润占比仍超过80%，其他综合收益（主要系投资性房地产公允价值增值）占比接近18%，权益稳定性仍欠佳。受所有者权益降低，总负债增长影响，2023年末公司产权比率高位增长，净资产对负债的保障程度进一步弱化。

图9 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

图10 2023年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

公司资产主要由开发的房地产项目、持有用于出租的物业构成，2023年末存货和投资性房地产合计占比约70%。公司存货主要包括拟开发产品（主要为土地储备）、在建开发产品和已完工开发产品，2023年末占存货的比重分别为20.21%、50.75%和29.02%，在建开发产品同比增幅较大，主要系尚悦府、绿景国际花城项目持续投入所致；随着已完工的绿景国际花城结转，已完工开发产品规模降低。期末存货中账面价值18.27亿元已用于借款抵押和收益权留置。公司投资性房地产主要包括绿景NEO都市商务综合体和佐岭中心等用于出租的写字楼、购物中心和商铺，主要位于深圳市核心地段，资产质量较好，2023年受房地产市场下行影响，公允价值减值损失7.57亿元。公司将大部分投资性房地产进行抵押以满足融资需求，截至2023年底，已抵押的投资性房地产账面价值101.73亿元，抵押比率达到68.60%。

由于公司与绿景体系内的关联方往来款较多，近年来其他应收款和长期应收款均保持在一定规模。其他应收款主要为与关联方之间的往来款，2023年末账面价值增长至55.57亿元，回收时间存在不确定性。长期应收款主要是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。长期股权投资主要是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”）的投资，用于绿景体系内珠海玺悦湾项目建设。

货币资金主要系银行存款，随着到期债务偿还以及向股东分红，公司现金保有量持续减少，2023年末货币资金账面余额大幅下降至8.07亿元，其中受限部分规模为6.33亿元，受限比例78.44%，主要是监管资金和保证金等。

截至2023年末，公司资产中使用受限或抵押资产合计134.56亿元，占总资产的比例为42.80%。此外，公司持有正兴隆房地产（珠海）有限公司（实缴资本18.95亿元）、黎盛实业、东莞市绿景房地产开发有限公司的100%股权已用于借款质押，公司整体资产流动性较弱。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.07	2.57%	19.15	5.80%
其他应收款	55.57	17.68%	55.30	16.75%
存货	72.57	23.08%	68.76	20.83%
流动资产合计	144.43	45.94%	146.24	44.29%
长期应收款	5.24	1.67%	5.24	1.59%
长期股权投资	6.36	2.02%	6.59	2.00%
投资性房地产	148.29	47.17%	154.61	46.83%
非流动资产合计	169.95	54.06%	183.91	55.71%
资产总计	314.38	100.00%	330.15	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

受投资物业公允价值减少影响，2023年公司由盈转亏，主业盈利能力持续下降，需持续关注房地产行业景气度对公司盈利能力的影响

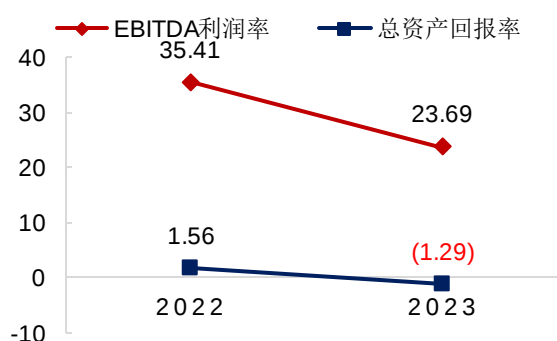
公司营业收入主要来源于房产开发业务、物业租赁及经营管理等业务，由于近年来可结算商品房销售项目减少，公司营业收入规模持续减少，商品房销售收入占营业收入的比重持续下降，租金收入和物业管理等综合服务收入在公司营收占比有所提升。因2023年结转的主要是绿景化州G1-1区，G1-1人防工程面积占地下室面积约50%，由于人防工程不可售，人防成本分摊至可售产品中，导致成本较往年较高，当期商品房销售业务毛利率下滑24.57个百分点；物业出租板块毛利率处于较高水平，对公司利润贡献

较大。

2023年由于商品房销售收入持续下降且毛利下滑，投资物业公允价值波动亏损7.49亿元，同时公司财务利息和管理费用等支出较为刚性，综合影响由盈转亏，归属于母公司所有者的净亏损7.18亿元。

受房产价值下跌、结转项目毛利率差异影响，公司近年来盈利能力指标持续下降，但由于公司专注于低周转、高利润的城市更新项目，EBITDA利润率仍高于同业平均水平。考虑到当前房地产行业景气度仍然偏低，行业需求端低迷或将导致公司销售仍有下滑态势；叠加资产出售带来的账面亏损，预计2024年公司盈利能力承压。

图11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

现金流与偿债能力

虽然公司总债务规模下降，但向股东分红、现金保有量降低等事项仍持续推高公司杠杆水平，杠杆状况指标表现不佳，21绿景01将在2024年8月行权，若投资者回售行权，公司将面临较大的即期偿付压力

公司融资方式主要包括银行贷款、债券融资以及部分租赁借款等。银行借款主要系与建行银团、光大银行、上海银行、招商银行等银行的抵押借款、质押借款和保证借款，借款类型包含经营性贷款、开发贷和拆迁贷等，抵押物主要为公司自持物业及房地产开发项目，质押物为子公司股权。公司债券融资包括公司本部发行的21绿景01（余额8.46亿元，下一行权日2024年8月19日）、21绿景02（余额1.30亿元，下一行权日2025年8月18日）。随着到期债务陆续偿付，2023年末公司总债务有所下降，但规模依然较大，其中一年以内到期债务占比达到31.89%，债务期限结构有待改善。中证鹏元关注到，21绿景01将在2024年8月行权，债券余额8.46亿元，若债券投资者行使回售选择权，公司将面临较大的即期偿付压力。

经营性负债方面，随着化州项目应付工程款结算，2023年末公司应付账款小幅下降；合同负债主要为公司预收房产收款，无实际偿付压力，2023年红树华府二期尚悦府预售致使合同负债规模增长，但规

模仍较小，公司后续可结算资源可能不足；应交税费主要为土地增值税；其他应付款主要系应付关联公司往来款，2023年绿景集团为公司经营需要提供临时借款，其他应付款同比增长118.56%；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，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9 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023 年		2022 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.70	0.31%	0.00	0.00%
应付账款	18.46	8.08%	22.68	10.76%
合同负债	13.90	6.09%	9.92	4.71%
应交税费	21.93	9.60%	21.23	10.08%
其他应付款	69.80	30.56%	31.94	15.16%
一年内到期的非流动负债	19.88	8.70%	20.83	9.89%
流动负债合计	150.90	66.06%	114.95	54.56%
长期借款	41.89	18.34%	54.38	25.81%
应付债券	9.74	4.27%	10.30	4.89%
递延所得税负债	24.10	10.55%	29.74	14.12%
非流动负债合计	77.52	33.94%	95.72	45.44%
负债合计	228.42	100.00%	210.66	100.00%
总债务	78.43	34.34%	93.61	44.44%
其中：短期债务	25.01	10.95%	27.63	13.12%
长期债务	53.42	23.39%	65.98	31.32%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

虽然公司总债务规模下降，但向股东分红、现金保有量降低等事项推高公司杠杆水平，杠杆状况指标表现不佳。受主营业务盈利能力下降影响，公司EBITDA对债务本息保障能力大幅下降。2023年公司销售深圳区域红树华府二期项目，经营活动现金流表现尚可，但随着核心城市可售项目减少以及房地产行业持续下行，公司主营业务造现能力或有走弱趋势。考虑到目前公司仍有一定数量的在建项目和储备项目，且随着债务的陆续到期，未来仍面临较大的资金压力。

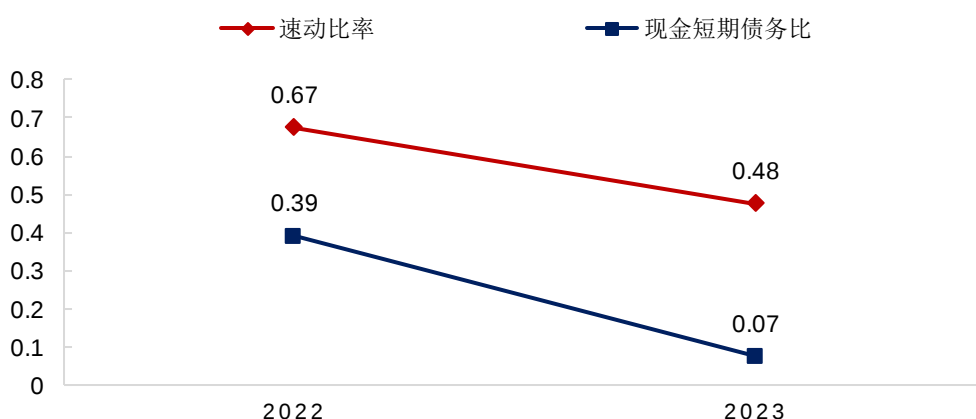
表10 公司现金流及杠杆状况指标

指标名称	2023 年	2022 年
剔除预收款项的资产负债率	71.38%	62.69%
净负债率	89.59%	69.67%
EBITDA 利息保障倍数	0.76	0.92
总债务/总资本	47.71%	43.93%
OCF/净债务	20.49%	14.22%
自由现金流/净债务	20.47%	14.20%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

2023年末公司流动性比率指标下滑幅度较大，其中现金短期债务比大幅下降至0.07，现金类资产对短期债务的覆盖程度很弱。截至2023年末，绿景体系内授信总额504.08亿元，已使用额度351.12亿元；正兴隆体系内授信总额127.54亿元，已使用额度为72.34亿元。从授信额度来看，公司备用流动性尚可，一定程度上可以缓解公司现金流压力，但最终贷款提取规模可能会受公司业务发展、市场环境变化等多重因素影响，仍存在一定的不确定性。截至2023年末，公司持有较大规模的投资性房地产，主要位于深圳市核心区域，市场认可度及关注度较高，必要情况下可出售获取流动性支持。

图12 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境因素

根据公开信息查询和公司提供的证明，过去一年公司未因空气污染和温室气体排放、废水排放、废弃物排放而受到政府部门处罚。

社会因素

根据公司提供的资料，截至2024年6月18日，公司存在9笔未决诉讼，主要系房屋买卖合同纠纷、建筑工程设计合同纠纷等，标的金额较小，对公司影响可控。作为以旧改为主要模式的房地产开发企业，公司业务牵涉面较广，在业务推进过程中存在一定的诉讼风险。

公司治理

公司主要管理团队较为稳定且行业经验丰富。在组织架构上，公司设有提名委员会、执行委员会、

薪酬委员会和审计委员会，总部设有人力资源中心、战略运营中心、法律事务中心、财务管理中心、资本运营中心和审计监察中心等部门。近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。截至2023年末，公司组织架构图如附录三所示。

（二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月11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；公司本部公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网查询信息，从2021年1月1日至查询日（2024年6月19日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

（三）或有事项分析

截至2023年12月31日，公司对外担保余额为182.32 亿元，占同期末总资产比例为57.99%，均为对绿景体系内融资提供的担保。其中公司对关联方深圳市绿景天盛实业有限公司（以下简称“天盛实业”）的担保余额为153.22亿元，天盛实业为绿景体系内深圳白石洲项目的开发主体。

公司对外担保规模同比大幅增长，其中大部分是对公司股东及关联方开展房地产开发业务进行的担保，均未设置反担保措施。房地产行业仍处于下行周期，公司存在较大的或有负债风险。

表11 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	担保余额	担保起始日	担保到期日
深圳溢佳实业发展有限公司	1.11	2022/6/15	2027/6/16
珠海市绿景东桥投资有限公司	16.89	2021-2022 年	-
深圳市绿景天盛实业有限公司	153.22	2022/10/20	2027/10/8
绿景(中国)地产投资有限公司	11.10	2021 年 3 月-7 月	2024 年 4 月-8 月
合计	182.32	-	-

资料来源：公司 2023 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

八、外部特殊支持分析

公司是绿景中国的重要子公司，截至2023年末，绿景中国持有公司100%股权。绿景中国主要从事房地产开发和商业运营业务，区域布局集中在以深圳为主的粤港澳大湾区，在粤港澳大湾区城市更新领域具备品牌、经验和资源优势。

中证鹏元认为公司对绿景中国的重要性为高度重要，在公司面临债务困难时，绿景中国提供特殊支持的意愿非常强，主要体现在以下方面：

（1）正兴隆地产是绿景中国旗下综合房地产开发平台，成功开发了绿景虹湾、绿景红树湾壹号、

绿景化州国际花城等房地产开发项目，旗下拥有深圳市NEO城市综合体、“佐岭中心”生活小区及购物中心和绿景酒店等投资物业。

(2) 正兴隆地产在资产和收入方面对股东绿景中国的贡献较大。截至2023年末，绿景中国总资产规模1,055.13亿元，同期末公司总资产规模314.38亿元，占比29.80%；2023年绿景中国实现营业收入61.18亿元，同期公司实现营业收入18.96亿元，占营业收入的30.99%。

(3) 正兴隆地产公开存续债券包括“21绿景01”和“21绿景02”，若违约将对绿景中国的声誉、品牌形象和融资渠道产生很大的负面影响。

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2023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。

绿景中国主营业务为房地产开发及销售、商业物业投资与经营、综合服务等。2023年绿景中国实现营业收入61.18亿元，同比大幅增长，主要系结转珠海玺悦湾、化州国际花城G区所致。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，2023绿景中国销售毛利率年下降至25.77%，主因结转的化州国际花城G区毛利率较低。

根据绿景中国2023年年度报告及公司提供的资料，白石洲项目一期已于2023年9月开盘，二期至四期已陆续启动旧屋拆除工作，预计2024年具备全面开工条件。截至2024年6月2日，白石洲项目推出住宅1,257套，可售面积15.71万平方米，已认购648套，认购面积8.14万平方米，住宅去化率51.82%；推出公寓1,489套，可售面积10万平方米，已认购10套，认购面积473平方米，住宅及公寓合计认购金额91.58亿元，已回款金额合计41.56亿元，公寓部分去化较为缓慢。白石洲项目位于深圳

市南山区深南大道以北，毗邻科技园和华侨城片区，地理位置优越，若项目能够顺利去化，有望为绿景中国贡献充沛的可售资源和丰厚的盈利。但我们也关注到，房地产市场仍处于下行周期，需持续关注房地产项目的销售去化情况。

表12 绿景中国主要财务指标（单位：亿元）

项目	2023 年	2022 年	2021 年
总资产	1,055.13	997.05	849.42
权益总额	293.89	309.77	294.41
总债务	353.50	344.99	313.52
资产负债率	72.15%	68.93%	65.34%
净负债率	1.19%	100.91%	83.57%
现金短期债务比	0.03	0.25	0.68
速动比率	0.43	0.28	0.49
收益（营业收入）	61.18	23.41	43.78
除税前盈利	-18.44	6.80	24.50
年度盈利	-21.32	-2.97	13.35
销售毛利率	25.77	44.11%	49.99%
总资产回报率	-0.10%	2.67%	5.23%
EBITDA	-0.40	25.44	42.34
EBITDA 利息保障倍数	-0.01	1.11	2.03
经营活动现金流净额	-36.28	-35.33	-20.21

资料来源：绿景中国 2021-2023 年独立核数师报告，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，绿景中国主体信用等级为AA+，评级展望为稳定。本期债券由绿景中国提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能在一定程度上提升本期债券的信用水平。

九、结论

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 NEO 大厦和“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。公司股东绿景中国与多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，截至 2023 年末，绿景体系内授信总额 504.08 亿元，已使用额度 351.12 亿元，授信额度较为充足，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，待售资源不足，同时面临较大的偿债压力和或有负债风险。

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”的信用等级均为 AA+。

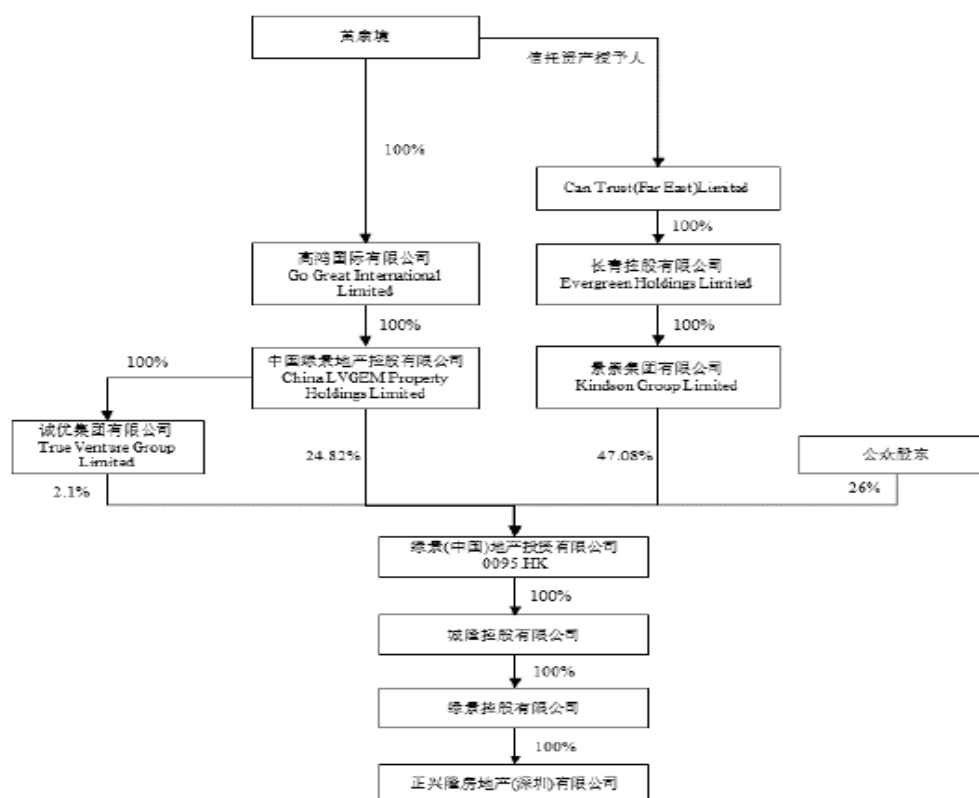
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023 年	2022 年	2021 年
货币资金	8.07	19.15	47.40
应收账款	0.40	0.47	0.17
其他应收款	55.57	55.30	49.62
买入返售金融资产	0.00	0.00	0.00
存货	72.57	68.76	62.28
其他流动资产	3.06	1.77	4.62
流动资产合计	144.43	146.24	172.91
投资性房地产	148.29	154.61	149.72
在建工程	0.02	0.01	0.02
非流动资产合计	169.95	183.91	182.29
资产总计	314.38	330.15	355.20
短期借款	0.70	0.00	2.20
应付账款	18.46	22.68	14.74
合同负债	13.90	9.92	8.75
应交税费	21.93	21.23	26.58
其他应付款	69.80	31.94	31.03
一年内到期的非流动负债	19.88	20.83	14.70
流动负债合计	150.90	114.95	101.85
长期借款	41.89	54.38	64.83
应付债券	9.74	10.30	15.94
长期应付款	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	24.10	29.74	29.20
非流动负债合计	77.52	95.72	111.37
负债合计	228.42	210.66	213.23
总债务	78.43	93.61	101.39
所有者权益	85.97	119.48	141.98
营业收入	18.96	21.01	39.94
净利润	-7.19	0.56	5.72
经营活动产生的现金流量净额	15.78	11.84	13.53
投资活动产生的现金流量净额	4.12	12.58	-7.58
筹资活动产生的现金流量净额	-28.10	-36.29	-25.79
财务指标	2023 年	2022 年	2021 年
销售毛利率	36.85%	49.76%	49.33%
EBITDA 利润率	23.69%	35.41%	37.07%
总资产回报率	-1.29%	1.56%	3.68%
产权比率	265.70%	176.31%	150.18%

剔除预收款项的资产负债率	71.38%	62.69%	59.01%
净负债率	89.59%	69.67%	51.31%
EBITDA 利息保障倍数	0.76	0.92	2.13
总债务/总资本	47.71%	43.93%	41.66%
OCF/净债务	20.49%	14.22%	18.57%
经营活动现金流净额/净债务	20.49%	14.22%	18.57%
自由现金流/净债务	20.47%	14.20%	18.52%
速动比率	0.48	0.67	1.09
现金短期债务比	0.07	0.39	1.52

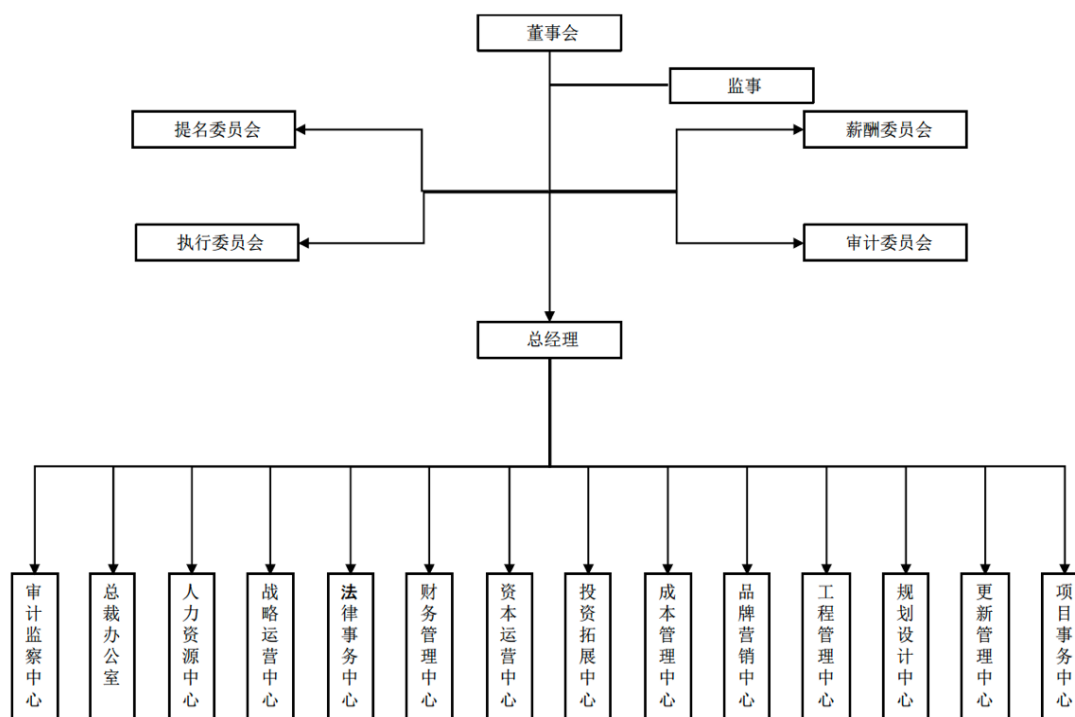
资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司债券 2023 年度报告

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023 年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
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
深圳市绿景官湖实业有限公司	1,000	100%	其他金融业
深圳市绿景新屋实业有限公司	1,000	83%	投资兴办实业
深圳市宏康智能化有限公司	100	100%	人工智能
深圳市梅盛实业有限公司	10,000	51%	房地产开发

资料来源：公司 2023 年审计报告、公开资料，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+租赁负债+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+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、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。