



信用等级通知书

信评委函字[2019]G081-1号

重庆龙湖企业拓展有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司拟发行的“重庆龙湖企业拓展有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年一月二十五日

重庆龙湖企业拓展有限公司 公开发行 2019 年公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	重庆龙湖企业拓展有限公司
发行规模	不超过22亿元（含22亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一期限为5年期，附第3年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权；品种二为7年期，附第5年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权。发行人和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。其中，品种一的票面利率在存续期内前3年固定不变；在存续期的第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前3年票面利率加调整基点（或减调整基点），在债券存续期后2年固定不变。品种二的票面利率在存续期内前5年固定不变；在存续期的第5年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前5年票面利率加调整基点（或减调整基点），在债券存续期后2年固定不变
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

龙湖拓展	2015	2016	2017	2018.Q3
所有者权益（亿元）	614.32	822.89	1,133.24	1,445.77
总资产（亿元）	1,448.00	2,044.43	3,412.72	4,594.92
总债务（亿元）	296.90	394.34	565.52	857.26
营业总收入（亿元）	422.02	455.47	669.77	279.80
营业毛利率（%）	31.89	31.35	35.23	37.53
EBITDA（亿元）	119.62	115.26	209.75	77.67
所有者权益收益率（%）	14.99	10.68	13.96	5.34
资产负债率（%）	57.57	59.75	66.79	68.54
净负债率（%）	24.56	28.99	28.11	32.91
总债务/EBITDA（X）	2.48	3.42	2.70	8.28
EBITDA 利息倍数（X）	7.56	6.44	9.18	4.26

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“重庆龙湖企业拓展有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用级别为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定发行主体重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“龙湖拓展”或“公司”）主体信用等级为 AAA，评级展望稳定。该级别反映了发行主体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。中诚信证评肯定了龙湖拓展领先的区域市场地位、很强的品牌实力、日益成熟的商业物业以及稳健的财务政策等因素对公司信用质量的支持。同时，我们也关注到公司未来面临一定的资本支出压力等因素可能对公司信用质量产生的影响。

正面

- 领先的区域市场地位。公司专注于重庆市住宅和商业地产发展十多年，在重庆市保持了长期领先的市场地位，成为区域龙头房地产企业。同时，自 2005 年全国化战略实施以来，截至 2018 年 6 月末，公司已进入 40 个一线及核心二线城市，且在所进入的城市取得较好的销售业绩，经营规模和综合实力居行业前列。
- 很强的品牌实力。通过产品品质化和细节精细化管理，公司产品在定位、设计及物业管理方面均具有很强的竞争优势，并在别墅等细分产品领域具有广泛的市场影响力，公司的品牌实力有助于其区域市场领先地位的保持。
- 商业物业运营模式日渐成熟，已成为公司利润的重要来源。凭借合理的商业物业投资策略以及在商场选址及运营方面累积的经验，公司商业物业规模日益增长，商业物业租金收入亦快速上升。截至 2018 年 6 月末，公司在重庆、成都及北京等城市拥有开业商场 23 个，商场面积合计 213.49 万平方米。

- 注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2015年和2016年财务数据经重述调整，本报告采用重述后数据；
3、2018年1~9月所有者权益收益率和总债务/EBITDA指标经年化处理。

分析师

樊春裕 cyfan@ccxr.com.cn



周鹏 pzhou@ccxr.com.cn



Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年1月25日

- 稳健的财务政策。公司执行了较为严格的负债及融资管理，近年来其资产负债率及净负债率指标均处于较低水平，且公司债务结构以长期债务为主，并实现了较低的融资成本；同时，公司重视销售回款及稳健投资对于现金流管理的重要性，其流动性指标亦保持在较好水平。

关注

- 未来或面临一定的资本支出压力。截至 2018 年 6 月末，公司主要在建项目共计 140 个，在建面积为 3,303.72 万平方米，其中在建商业物业共计 18 个，规划建筑面积 191.35 万平方米，未来公司或面临一定的资本支出压力。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

发行主体概况

重庆龙湖企业拓展有限公司（以下简称“龙湖拓展”或“公司”）前身为1994年10月成立的“重庆佳辰经济文化促进有限公司”，1995年4月更名为“重庆佳辰经济发展有限公司”（以下简称“佳辰发展”）。2002年9月，经重庆市人民政府高新技术产业开发区管理委员会向佳辰发展出具的《关于中港合资经营“重庆佳辰经济发展有限公司”的可行性研究报告、合同、章程的批复》（渝高技委外[2002]74号）批准，佳辰发展吸收嘉逊发展香港（控股）有限公司（以下简称“嘉逊发展”）为新股东，注册资本增加至5,000万元，佳辰发展变更为中外合资经营企业。至此，佳辰发展的股东为嘉逊发展和自然人吴亚军、蔡奎和高超等，持股比例分别为60.00%、23.20%、14.80%和2.00%。2005年11月，佳辰发展更名为“重庆龙湖企业拓展有限公司”。后历经多次股权转让与增资，截至2018年9月30日，公司注册资本为13.08亿元，嘉逊发展直接持有公司91.30%的股权，同时通过全资子公司成都兆江企业管理有限公司间接持有公司8.70%的股权，合计持有公司100%的股权，而吴亚军女士通过美贤国际有限公司（Charm Talent International Limited）持有嘉逊发展的母公司龙湖集团控股有限公司43.96%股权，为公司的实际控制人。

公司主营房地产开发、物业投资及物业管理，以房地产开发为主，系龙湖集团控股有限公司（Longfor Group Holdings Limited, 0960.HK, 以下简称“龙湖集团”）在中国境内最主要的运营平台。公司房地产开发项目以中高端住宅为主，商业地产为辅。经过多年发展，截至2018年6月末，公司已在全国40个一线及二线核心城市拥有房地产项目，是国内领先的房地产开发企业之一。

截至2017年12月31日，公司资产总额3,412.72亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,133.24亿元，资产负债率66.79%；2017年公司实现营业收入669.77亿元，取得净利润158.20亿元，经营活动净现金流5.18亿元。

截至2018年9月30日，公司资产总额4,594.92亿元，所有者权益（含少数股东权益）1,445.77亿

元，资产负债率68.54%；2018年1~9月，公司实现营业收入279.80亿元，取得净利润57.89亿元，经营活动净现金流2.67亿元。

本期债券概况

表1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	重庆龙湖企业拓展有限公司
债券名称	重庆龙湖企业拓展有限公司公开发行2019年公司债券（第一期）
发行规模	不超过22亿元（含22亿元）
债券期限	本期债券分为两个品种，品种一期限为5年期，附第3年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权；品种二为7年期，附第5年末投资者回售选择权和发行人票面利率调整选择权。发行人和主承销商将根据本期债券发行申购情况，在总发行规模内，由发行人和主承销商协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券利率	本期债券票面利率将由发行人和主承销商根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。其中，品种一的票面利率在存续期内前3年固定不变；在存续期的第3年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前3年票面利率加调整基点（或减调整基点），在债券存续期后2年固定不变。品种二的票面利率在存续期内前5年固定不变；在存续期的第5年末，如发行人行使调整票面利率选择权，未被回售部分的债券票面利率为存续期内前5年票面利率加调整基点（或减调整基点），在债券存续期后2年固定不变
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金拟用于偿还到期或回售公司债券、支付公司债券利息

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

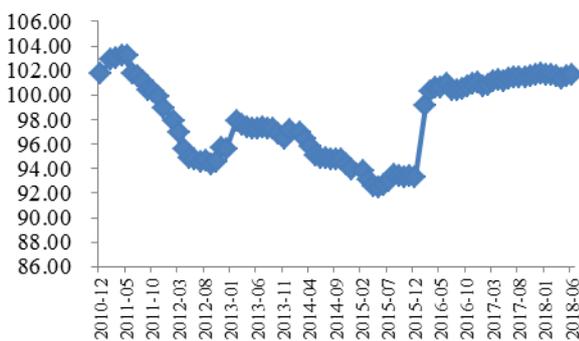
行业分析

房地产行业概况

房地产业是中国经济增长的支柱产业之一，在国民经济发展中起着重要作用。自改革开放以来，中国房地产行业得到快速发展，国房景气指数持续提升，并于2007年11月达到历史顶点106.59点。此后，受2008年次贷危机和紧缩货币政策影响，国内房价出现十年来的首次下跌；2009年随着国家信贷宽松政策出台，商品房销售情况有所好转；2010年以来，为抑制房价过快上涨，国务院先后出台多项调控政策，房地产市场再次步入调整阶段；

2012年，在中央继续保持从紧政策的同时，地方政府开始积极出台各种政策鼓励合理自住需求，商品房销售开始逐步回升；2014年，房地产市场短期供过于求，且受价格预期变化等因素影响，房地产市场销售下滑，国房景气指数亦随之下降；进入2015年，随着一系列宽松的行业政策出台，国房景气指数自2015年6月开始有所回升并于下半年企稳，上升态势延续至2016年上半年。2016年10月以来部分重点城市陆续出台限购、限贷等房地产调控政策，国房景气指数有所调整，但仍较上年同期有所上升。2017年以来国房景气指数持续上行，于2017年12月达到101.72点，但3月以来受部分城市不断加大房地产调控力度影响，景气指数上升增速出现明显回落。进入2018年，各线城市调控政策持续高压，1~4月国房景气度持续回落，但得益于4月份央行定向降准改善外部资金流动性，5~6月期间国房景气度有所回升。

图 1：2011~2018.H1 国房景气指数



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

图 2：2010~2018.H1 全国房地产开发投资情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

在房地产投资方面，根据国家统计局数据显示，近年来房地产开发投资额保持增长，但增速有所放缓。受2014年国内经济整体下行、房地产销售疲软的影响，2014年和2015年房地产行业投资增速出现大幅回落；其中，2015年全国房地产开发投资95,979亿元，同比增长仅0.99%。受益于宽松的产业政策，2016年房地产行业全面回暖，良好的销售情况提振了房企信心，当年房地产投资增速有所提升，全年累计完成房地产开发投资102,581亿元，同比增长6.88%，增速较上年上涨5.89个百分点。自2016年10月以来，各地房地产市场调控政策持续收紧，但全国房地产开发投资增速仍维持在当前水平，2017年全国累计完成房地产开发投资109,799亿元，同比增长7.04%，全年整体增速与上年基本持平。2018年以来，各线城市调控政策持续高压，加之外部融资环境持续收紧，房企为尽快回笼自有资金，加快房地产开发建设节奏，2018年1~6月全国房地产开发投资较上年同期增长9.7%至55,531亿元，增速较上年同期上升1.2个百分点。

房地产开发投资资金的到位情况方面，2015~2017年房地产开发企业到位资金分别为125,203亿元、144,214亿元和156,053亿元，年均复合增长率11.64%；同期增速分别为2.63%、15.18%和8.21%。从资金来源来看，随着房地产市场的回暖，房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款规模及其占比呈快速上升态势，2015~2017年房企资金来源中定金及预收款和个人按揭贷款合计分别为49,182亿元、66,355亿元和72,600亿元，占比从2015年的39.28%上升至2017年的46.52%；但受按揭贷款利率持续上升影响，2017年定金及预收款和个人按揭贷款增速仅为9.41%，较2016年下降25.51个百分点。2015~2017年房企自筹资金和国内贷款规模呈上升趋势，分别为69,252亿元、70,645亿元和76,114亿元，占比分别为55.31%、48.99%和48.77%。2018年1~6月，房地产开发企业到位资金79,287亿元，较上年同期增长4.6%，增速下降6.6个百分点。其中，受外部资金环境紧缩影响，国内贷款和个人按揭贷款分别为

12,292 亿元和 11,524 亿元，同比分别下降 7.9% 和 4.0%；而自筹资金和定金及预收款同比分别增长 9.7% 和 12.5% 至 25,541 亿元和 26,123 亿元，占比分别为 32.21% 和 32.95%。在去杠杆的环境下，房企资金压力上升，开发投资资金对其内部流动性资金的依赖性上升。

表 2：2015~2018.H1 房地产开发投资资金来源

单位：亿元、%

指标	2015	2016	2017	2018.H1
资金来源合计	125,203	144,214	156,053	79,287
同比增长	2.6	15.2	8.2	4.6
其中：				
自筹资金	49,038	49,133	50,872	25,541
占比	39.17	34.07	32.60	32.21
同比增长	-2.7	0.2	3.5	9.7
国内贷款	20,214	21,512	25,242	12,292
占比	16.14	14.92	16.18	15.50
同比增长	-4.8	6.4	17.3	-7.9
利用外资	297	140	168	28
占比	0.24	0.10	0.11	0.00
同比增长	-53.6	-52.6	19.8	-73.1
定金及预收款	32,520	41,952	48,694	26,123
占比	25.97	29.09	31.20	32.95
同比增长	7.5	29.0	16.1	12.5
个人按揭贷款	16,662	24,403	23,906	11,524
占比	13.31	16.92	15.32	14.53
同比增长	21.9	46.5	-2.0	-4.0

资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

施工方面，近年房地产新开工面积呈现波动下滑态势。具体来看，2015 年房地产开发企业对新项目开发持较为谨慎的态度，有意控制新楼盘的开工规模以降低企业自身现金支出，当期房地产开发企业房屋新开工面积 154,454 万平方米，同比下降 14.0%。在商品房库存增加以及出清周期延长的背景下，房地产新开工面积同比下降导致短期内新增供给量的下滑，有助于缩短房地产市场恢复供需平衡的时间。2016 年，在一、二线重点城市房地产市场景气度明显提升的带动下，房企纷纷加快开发节奏以及及时补充可售货源，全国房地产当年累计新开工面积 166,928 万平方米，同比上升 8.1%。2017 年，随着房地产政策的持续收紧，当期房地产开发

企业房屋新开工面积为 178,654 万平方米，增速较上年回落 1.1 个百分点至 7.0%，同期全国商品房新开工面积与销售面积差额（差额=新开工面积-销售面积）为 9,246 万平方米，同比下降 3.48%，商品房库存去化压力下降。在外部融资环境持续收紧的背景下，基于对内部流动性资金的需求，房企加快了项目新开工进度，2018 年上半年房企新开工面积有所提高，当期房地产开发企业房屋新开工面积 95,817 万平方米，较上年同期增长 11.8%；从新开工面积与销售面积的差额来看，2018 年 1~6 月，全国商品房新开工面积与销售面积差额较上年同期大幅增长 68.87% 至 18,674 万平方米。

图 3：2010~2018.H1 商品房新开工与销售面积差额

单位：万平方米

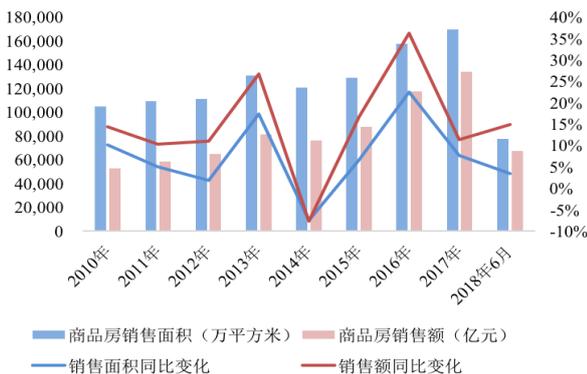


资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从销售情况看，得益于频出的利好政策，2015 年全国商品房销售面积与销售金额分别为 128,495 万平方米和 87,281 亿元，同比分别增长 6.5% 和 14.4%；其中商品住宅销售面积和销售金额分别同比增长 6.9% 和 16.6%。2016 年，在宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，当年全国商品房销售面积与销售金额分别为 157,349 万平方米和 117,627 亿元，分别同比增长 22.4% 和 34.8%；其中商品住宅销售面积和销售金额分别同比增长 22.4% 和 36.1%。2017 年，全国商品房销售面积和销售金额分别为 169,408 万平方米和 133,701 亿元，分别同比增长 7.66% 和 13.67%，受 2016 年 10 月及 2017 年 3 月连续出台的房地产调控政策影响，增速均出现较大幅度放缓。值得注意的是，2017 年办公楼及商业营业用房销售增长速度均高于住宅，其中住宅销

售面积及销售额分别同比增长 5.3% 和 11.3%；办公楼销售面积及销售额分别同比增长 24.3% 和 17.5%；商业营业用房销售面积及销售额分别同比增长 18.7% 和 25.3%。2018 年 1~6 月，全国商品房销售面积和销售额分别为 77,143 万平方米和 66,945 亿元，同比分别增长 3.3% 和 13.2%，在各线城市调控政策持续高压的背景下，增速较上年同期分别下降 12.8% 和 8.3%。

图 4：2010~2018.H1 商品房销售情况



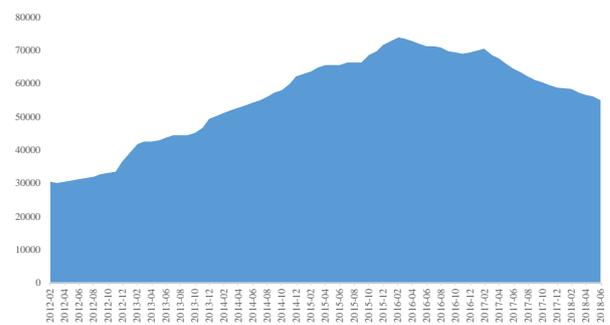
资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

从不同区域的销售情况来看，东部地区仍是我国商品房销售的主要区域，但其商品房销售增速落后于其他区域，2017 年东部地区商品房销售额 74,439 亿元，同比增长 6.2%，销售额占比达 55.68%；同期中部地区商品房销售额 28,665 亿元，同比增长 24.1%；西部地区商品房销售额 25,231 亿元，同比增长 25.9%；东北部地区商品房销售额为 5,367 亿元，同比增长 21.8%。2018 年 1~6 月，东部地区实现商品房销售额 36,034 亿元，同比增长 3.9%，销售额占比达 53.83%；中部地区商品房销售额 14,476 亿元，同比增长 27.0%；西部地区商品房销售额 14,008 亿元，同比增长 28.2%，东部地区增速及占比持续下降。2017 年以来“去库存”仍是中西部地区三四线城市调控主基调，商品房销售情况明显改善。从价格来看，2017 年以来全国房价增速有所下降，但整体价格水平依然持续向上，2017 年 1~12 月全国 100 个城市住宅均价呈现逐月增长的态势，2017 年 12 月全国 100 个城市住宅成交均价达 13,967 元/平方米，较上年同期增长 7.15%。分城市能级来看，2017 年 12 月末，一线城市住宅均价达 41,202 元/平方米，较上年同期增长 1.43%；

同期二线城市住宅均价达 12,684 元/平方米，较上年同期增长 7.70%；而三线城市住宅均价达 8,335 元/平方米，较年初增长 12.48%¹。受 2016 年 10 月以来房地产政策的持续收紧及政策区域分化加重影响，2017 年三线城市房地产住宅价格增幅高于一、二线城市。2018 年 6 月，全国 100 个城市住宅均价为 12,642 元/平方米，较年初下降 9.49%；其中，一线城市住宅均价 41,644 元/平方米，较年初小幅增长 1.07%；二线城市住宅均价 13,383 元/平方米，较年初增长 5.51%；受益于热点城市调控政策趋严带来购房需求外溢，以及棚改货币化安置等因素的综合影响，三线城市 2018 年 6 月住宅均价较年初大幅增长 25.47% 至 10,458 元/平方米。

图 5：2012~2018.H1 全国商品房待售情况

单位：万平方米



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

商品房库存方面，2015 年以来，尽管房地产投资速度有所放缓，同时销售情况有所回升，房地产市场供需差有所收窄，但供过于求的局面继续存在，截至 2015 年末，全国商品房待售面积 7.19 亿平方米，同比增长 15.58%，增速较上年末收窄 10.54 个百分点。2016 年主要城市市场成交情况较好，住宅去化较快，商品房库存出现近年来首次下降；截至 2016 年末，全国商品房待售面积 6.95 亿平方米，环比增加 444 万平方米，但较上年末减少 2,314 万平方米。2017 年以来房地产行业政策整体延续分类调控、因城施策，商品房库存持续下降，截至 2017 年末，全国商品房待售面积 5.89 亿平方米，环比减

¹ 一线城市包括北京、上海、广州、深圳；二线城市包括天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州；三线城市包括百城中除一线城市、二线城市之外的其它 74 个城市。

少 683 万平方米，较上年末减少 10,616 万平方米。截至 2018 年 6 月末，全国商品房待售面积进一步下降至 5.51 亿平方米，较上年末减少 3,800 万平方米。从去化周期来看，以 2018 年 1~6 月商品房月均销售面积估算，全国待售商品房去化周期较 2017 年末进一步缩短至 4.28 个月；但考虑到 2018 年上半年全国商品房新开工面积有所增长，未来商品房新增供应将有所增加。

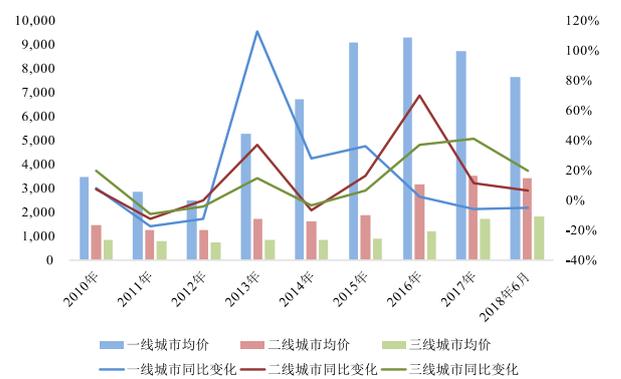
土地市场方面，近三年全国房地产用地供给小幅波动。根据国土资源局数据显示，2015~2017 年全国房地产建设用地供应面积分别为 119,800 万平方米、107,500 万平方米和 115,000 万平方米。土地成交面积受供应波动的影响亦有所波动，房地产开发企业购置土地区域转向土地价格较高的一、二线城市，土地成交均价呈现上升趋势。2015~2017 年，我国房地产业开发企业购置土地面积分别为 22,811 万平方米、22,025 万平方米和 25,508 万平方米，同期土地成交价款分别为 7,622 亿元、9,129 亿元和 13,643 亿元。受此影响，2017 年房地产企业土地购置成本涨至 5,348.52 元/平方米，近三年年均复合增长率为 26.52%。2018 年 1~6 月，房地产开发企业土地购置面积和成交价款分别为 11,085 万平方米和 5,265 亿元，分别同比增长 7.2% 和 20.3%，增速有所回落；同时受热点城市调控影响，整体地价下降明显，2018 年 1~6 月土地购置成本为 4,749.66 元/平方米。

从不同能级城市来看，近年来不同能级城市间土地成交楼面均价涨幅及溢价率差异明显。一线城市土地成交楼面均价的涨幅在 2013 年达到顶点后逐步呈现下降态势，而土地成交楼面均价则持续增长至 2016 年到达顶点，平均溢价率较 2015 年提升 15.6 个百分点至 41.94%，受土拍限价影响，2017 年以来一线城市土地成交楼面均价持续回落，2018 年上半年一线城市土地成交楼面均价及溢价率分别为 7,627.20 元/平方米和 8.43%。二线城市土地成交楼面均价于 2013~2015 年间小幅波动增长，而 2016 年二线城市土地成交楼面均价大幅增长 74.18% 至 3,270.54 元/平方米，平均溢价率同比上升 35.63 个百分点至 56.26%，同样受土拍限价影响，

2017 年以来土地市场热度持续减弱，2018 年上半年二线城市土地成交楼面均价为 3,500.67 元/平方米，涨幅和溢价率分别回落至 8.71% 和 18.80%。三线城市成交土地楼面均价于 2016 年以来维持高位增长，2016 年和 2017 年土地楼面均价涨幅分别达 36.65% 和 41.35%，平均溢价率分别为 34.01% 和 32.46%，2018 年上半年，三线城市土地成交楼面均价为 1,827.47 元/平方米，涨幅回落至 19.61%，平均溢价率则下降至 22.76%。

图 6：2010~2018.H1 各能级城市土地成交情况

单位：元/平方米



资料来源：Wind 数据，中诚信证评整理

总体来看，房地产行业受外部环境及行业政策影响较大。受 2016 年 10 月份以来国内房地产政策持续收紧及政策区域分化加重的影响，房地产住宅市场销售增速有所放缓，不同能级城市分化明显。

行业政策

从房地产的发展过程来看，房地产行业是受政策影响较大的行业。2008 年受金融危机的影响，房地产市场景气度下行，房价有所下降，随着国家陆续出台救市政策，房价止跌并快速回升。2010 年以来，为了遏制房价快速上涨，国务院以及相关部门连续出台了一系列的房地产调控政策，各地纷纷出台相应的细化措施，强化行业政策的执行和监督力度。2011 年，在“调结构，稳物价”的大背景下，中央政府继续加强房地产调控。“国八条”、房产税改革先后落地，“限购”、“限贷”等政策全面升级，限购城市从 2010 年的不足 20 个大幅增加近 50 个。2014 年各地方政府在放松限购、购房落户、提高公积金贷款额度等层面自主出台调整政策；同年，中

央政府相继出台“央五条”、定向降准，随后中国人民银行发布《中国人民银行中国银行业监督管理委员会关于进一步做好住房金融服务工作的通知》，从房地产市场供给端和需求端两个层面给予了较为明确的支持。2015年以来，“去库存”仍是各项政策的主基调，稳定住房消费、支持自住和改善住房需求是房地产政策调整的主要方向。2016年房地产行业在坚持去库存的整体基调上，继续实施“因城施策”的政策引导。2016年上半年整体房地产政策较为宽松，进入下半年房地产政策开始收紧。2016年8月，武汉、厦门、苏州率先重启限购政策，9月杭州、南京、天津亦重启限购政策，十一期间，北京、天津、苏州、郑州、成都、济南、无锡、合肥、武汉、南京、广州、深圳、佛山、厦门、东莞、珠海、福州、上海、杭州、南昌等21个城市相继出台了限购限贷政策。

2017年以来房地产行业调控政策持续收紧，同时在因城施策的导向下仍稳步推进去库存工作。从全国层面来看，2017年2月份，中国人民银行、银监会公布通知，在不实施限购措施的城市，家庭首套房的商业性个人住房贷款首付款比例可向下浮动5个百分点；对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭，二套房再次申请商业性个人住房贷款的最低首付款比例调整为不低于30%。在国家因城施策、分类调控的背景下，部分城市亦相继推出了限售政策以抑制短期性投机需求。值得注意的是，在一线城市政策趋严的情况下，部分购房者需求外溢至环一线周边三四线城市，受此影响，环北京周边县市集中出台调控政策，包括河北省涿州市、河北省保定市涿水县、河北省张家口市崇礼区、河北省保定市主城区、河北省廊坊市等；同时环上海周边嘉兴市、海宁市、南通市、苏州张家港市等及环广州、深圳周边东莞、中山、江门等城市亦加强调控。截至2017年末，共有46城相继落地限售令，承德、西安、东莞、南宁、长沙、石家庄和扬州7城升级限售，海南省则在全省范围内施行限售。就各能级城市而言，一线城市仅广州针对居民家庭施行限售，北京、上海和深圳居民家庭不限售。

政策层面除短期供需调控外，长效机制也处于加速推进阶段。2017年7月，住房城乡建设部、国家发展改革委、公安部、财政部、国土资源部、人民银行、税务总局、工商总局、证监会等九部门在《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》中指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，鼓励民营的机构化、规模化住房租赁企业发展，并选取了广州、深圳、南京、杭州、厦门、武汉、成都、沈阳、合肥、郑州、佛山、肇庆等12个城市作为住房租赁首批试点。2017年8月，国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》，确定将在13个城市，开展集体建设用地建设租赁住房试点。同年10月，十九大报告明确坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，多层次住房体系的加速推进，有助于促进房地产市场平稳健康发展。

2018年，房地产行业受相关政策影响持续承压，四限政策依旧从紧执行，限购城市再次扩容，大连、沈阳、太原等城市相继落地限购令，限售扩容至兰州、长春、大连等二三线城市，并下沉至阜南、景洪等县级城市。3月，李克强总理在十三届全国人大一次会议《政府工作报告》里明确提出要健全地方税体系，稳妥推进房地产税立法。7月，习近平主席在中央政治局会议上明确提出了政府下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨，并加快建立促进房地产市场平稳健康发展的长效机制。中央将继续坚持加强和完善宏观调控，同时从供给侧进一步发力，包括加快推进房地产税相关政策举措，加快推进租售同权等一系列配套政策的落实，促进长效机制建设，更好实现“房子是用来住而不是用来炒的”基本定位。

表 3：2017 年以来房地产行业主要相关政策一览

时间	发文部门	主要内容
2017.02	中国人民银行、银监会	中国人民银行、中国银监会要求在不实施“限购”的城市，居民家庭购买首套普通住房的商业性个人住房贷款，在最低首付 25% 的基础上可再下浮 5 个百分点；对拥有 1 套住房且房贷未结清的家庭，再次申请商业性个人住房贷款购买普通住房，最低首付款比例调整为不低于 30%。
2017.03	国务院办公厅	《2017 年两会政府工作报告》指出，因城施策去库存，坚持住房的居住属性，落实地方政府主体责任，加快建立和完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制；加强房地产市场分类调控，房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地，规范开发、销售、中介等行为。
2017.03~06	南京、广州、青岛、厦门、福州、珠海、惠州、成都等市政府及海南省住建厅	继地方政府相继出台限购、限贷政策后，部分城市出台限售令，规定新购买住房的，取得不动产权证未满 2 年的，不得上市交易，不得办理转让公证手续；或新购买的住房须在取得不动产权证满 3 年之后才能上市交易。
2017.07	住房和城乡建设部、国家发展改革委等九部门	《关于在人口净流入的大中城市加快发展住房租赁市场的通知》指出，人口净流入的大中城市要支持相关国有企业转型为住房租赁企业，以充分发挥国有企业在稳定租金和租期，积极盘活存量房屋用于租赁，增加租赁住房有效供给等方面的引领和带动作用。
2017.08	国土资源部和住房城乡建设部印发《利用集体建设用地建设租赁住房试点方案》	确定将在 13 个城市（第一批包括北京市，上海市，辽宁沈阳市，江苏南京市，浙江杭州市，安徽合肥市，福建厦门市，河南郑州市，湖北武汉市，广东广州市、佛山市、肇庆市，四川成都市），开展集体建设用地建设租赁住房试点。
2017.08	全国土地利用管理工作会议	大力实施节约集约用地，以盘活利用“批而未供土地、闲置土地、城镇低效用地”为主攻方向，推动节约集约用地向纵深发展。
2017.10	十九大报告	坚持“房子是用来住的、不是用来炒”的定位，加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度，让全体人民住有所居。
2017.12	中央经济工作会议	促进房地产市场平稳健康发展。要坚持“房子是用来住的、不是用来炒的”的定位，综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段，加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制，既抑制房地产泡沫，又防止出现大起大落。
2018.03	十三届全国人大一次会议 2018 年《政府工作报告》	健全地方税体系，按照“立法先行、充分授权、分步推进”的原则，稳妥推进房地产税立法。
2018.07	中央政治局会议	坚决遏制房价上涨。下决心解决好房地产市场问题，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨。加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制。

资料来源：公开资料，中诚信证评整理

行业关注

在房地产行业政策及融资环境趋于收紧的背景下，房地产企业内外部流动性来源收紧，融资成本上升。随着房企信用债到期高峰的来临，其资金平衡能力面临更高挑战。

2016 年，在相对宽松的行业政策带动下，我国商品房成交量大幅提升，房地产企业签约销售金额增长明显，为其带来了较为充足的内部流动性来源。2016 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收款和个人按揭贷款金额占比由上年的 39.28% 上升为 46.01%，金额为 66,355.08 亿元，同比增长 34.92%，较上年同期增速上升 22.89 个百分点。但受 2017 年以来房地产行业政策持续收紧影响，房地产企业签约销售金额增速有所放缓，2017 年房地产开发资金来源于房产销售的定金及预收

款和个人按揭贷款金额为 72,600 亿元，同比增长 9.41%，增速下降 25.51 个百分点；2018 年上半年，房地产开发企业到位资金中定金及预收款和个人按揭贷款合计 37,647 亿元，较上年同期增速下降 6.9 个百分点，房地产企业内部流动性来源呈收紧趋势。

外部流动性方面，一直以来银行贷款是房企融资的主要方式之一，2016 年和 2017 年房地产开发资金来源于银行贷款资金分别为 18,158 亿元和 20,485 亿元，分别同比上升 4.3% 和 12.80%；而受融资环境趋紧影响，2018 年上半年房地产开发资金来源于银行贷款的资金为 9,987.75 亿元，较上年同期下降 10.30%。2016 年前三季度房企公司债发行政策仍相对宽松，自 2016 年 10 月银监会要求严控房地产金融业务风险，同时上交所、深交所先后发

布《关于试行房地产、产能过剩行业公司债券分类监管的函》，严格管控房企公司债发行条件及审批流程以来，房企交易所市场公司债发行数量和发行规模大幅下降。从融资成本来看，2016年融资环境相对宽松，融资成本整体均处于较低水平。2017年以来，随着房企融资政策的紧缩，房企融资成本不断被抬高。从房地产信用债到期分布情况来看，2018~2023年为房地产债券到期高峰。在融资渠道收紧、融资成本上升及债券到期高峰到来的背景下，房企资金平衡能力将面临更大的挑战。

近年来房地产企业利润空间不断被压缩，行业内兼并收购现象明显，房地产行业集中度进一步提升，具有规模优势的房地产企业可获得更多的流动性补充。

受市场竞争加剧、土地价格上升等因素的影响，房企的利润空间不断侵蚀，盈利能力有所下滑，行业内的兼并收购案例大幅增多，2017年房地产收并购交易数量超过480笔，交易金额达5,000多亿元，较2016年同比增长31%。与此同时，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业的销售规模及集中度均进一步提升。2017年TOP100房企销售金额集中度提升11.58个百分点至55.50%，占比超过一半；TOP20销售金额集中度则上升7.77个百分点至32.50%；而TOP10房企销售额的比重达到24.10%，较上年提升5.75个百分点，千亿房企已达17家。2017年以来房地产行业集中度进一步提升，资本实力较强、具有品牌影响力的大中型房地产企业凭借较强的销售及筹资能力，可获得更多的流动性补充。2018年1~6月，TOP100房企销售额集中度较上年末上升13.80个百分点至69.30%，在融资及房地产行业调控政策持续收紧背景下，房企规模分化格局将会持续加大，集中度也将进一步提升。

表 4：2015~2018.H1 国内房企销售额集中度

	2015	2016	2017	2018.H1
TOP3	7.67%	8.88%	12.00%	15.40%
TOP10	17.05%	18.35%	24.10%	29.90%
TOP20	23.06%	24.73%	32.50%	40.60%
TOP50	32.07%	34.59%	45.90%	58.20%
TOP100	40.05%	43.92%	55.50%	69.30%

资料来源：克尔瑞信息集团，中诚信证评整理

竞争实力

显著的区域市场竞争力及品牌实力

公司控股股东龙湖集团自成立以来，深耕重庆市场，并积极推进全国化布局，业务涵盖住宅地产开发、商业运营、物业服务和长租公寓等领域。截至2018年6月末龙湖集团已布局40个一、二线核心城市，经营规模和综合实力居中国房地产行业前列。2017年龙湖集团实现合同销售金额1,560.8亿元，位居房地产企业销售排行前十位。

作为龙湖集团最主要的境内运营平台，自成立以来，公司秉持“善待你一生”的经营理念，本着“品质第一、管理精细”的企业精神，始终致力于打造客户心中的“好产品”、“好去处”和“好服务”。公司先后有5个项目荣获中国房地产综合开发行业最高奖项“广厦奖”、12个项目荣获中国土木工程最高奖项“詹天佑奖”；公司顶级别墅颐和原著项目荣获全美住宅建筑商协会（NAHB）“最佳国际建筑设计奖”，春森彼岸项目荣获美国建筑师学会（AIA）“优秀城市设计大奖”；首个商业项目北城天街购物中心被公认为“重庆八大新地标”之一；同时，公司物业管理服务在行业内亦具有较高的知名度，业主满意度连续9年保持在90%以上，位列中国物业服务百强企业综合实力TOP10。

多年来公司深耕重庆市区域市场，已在重庆市建立了广泛的品牌营销力和很高的市场知名度。2015~2017年，公司在重庆市的销售金额分别为92.55亿元、99.25亿元和187.2亿元，同期排名分别为第一位、第二位和第二位。自2005年起，公司提出“区域聚焦、多业态”的发展战略，由此拉开全国化布局的帷幕。多年来公司始终坚持稳健的发展策略，聚焦一线和核心二线城市，业务布局进一

步优化，资产规模、盈利能力和品牌声誉均处于行业内领先地位。截至 2018 年 6 月末，公司已进入全国 40 个一、二线核心城市，并在北京、成都及杭州等城市形成了较强的竞争优势。2017 年，公司实现合同销售金额 1,502.87 亿元，占龙湖集团同期销售金额比重达 96.29%，其中杭州、北京、重庆和成都等城市贡献较大，占比分别为 15.09%、11.61%、10.45% 和 9.09%。

商业物业逐渐成为利润的补充

自 2003 年“重庆龙湖北城天街”开业以来，公司始终坚持稳步投资持有物业的战略。截至 2018 年 6 月末，公司已在重庆、成都及北京等城市拥有开业的商场项目 23 个，商场面积合计 213.49 万平方米，整体出租率达到 97%。2015~2017 年，公司分别实现租金收入 13.06 亿元、15.65 亿元和 23.67 亿元，近三年年均复合增长率为 34.64%。同期，商业物业租赁毛利润分别为 10.06 亿元、13.05 亿元和 17.36 亿元，近三年年均复合增长率为 31.40%。

表 5：2015~2017 年公司商业物业板块经营情况

单位：个、万平方米、亿元

	2015	2016	2017
开业商场数量	16	20	23
开业面积	133.53	178.73	213.49
出租率	95.8%	95.0%	95.0%
租金收入	13.06	15.65	23.67
租金毛利润	10.06	13.05	17.36

资料来源：公司提供及公司审计报告，中诚信证评整理

截至 2018 年 6 月末，公司在建的商业物业共计 18 个，规划建筑面积 191.35 万平方米，预计将于 2018 年下半年~2020 年陆续开业运营。中诚信证评认为，公司相对稳健的商业地产投资策略，加上其在商场选址及运营方面累积的经验，可以保证其持有物业租赁收入的稳步增长，并成为公司利润的重要补充。

稳健的财务政策及较强的流动性

公司严格执行有纪律的净负债率与融资管理，根据现金流入情况合理规划和安排投资及运营支出，使得近年来其负债水平持续低于行业内平均水平。2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 57.57%、59.75% 和 66.79%，净负债率分别为

24.56%、28.99% 和 28.11%。同时，公司坚持多渠道、低成本、合理负债水平基础上的融资策略，以寻求低成本、长期限的资金，从而实现资本结构的优化。公司长短期债务比（短期债务/长期债务）由 2015 年末 0.25 倍降至 2017 年末 0.06 倍，债务期限结构持续优化。此外，近年来公司在坚持存货去化的同时，强调稳健投资及销售回款对于其现金流管理的重要性，2017 年末公司货币资金/短期债务为 7.89 倍，偿债指标表现处于业内较好水平。

业务运营

得益于稳健的发展战略、全业态的覆盖优势、卓越的品牌效应以及领先的物业服务水平，公司近年来业务收入规模保持在较高水平。2015~2017 年公司分别实现营业收入 422.02 亿元、455.47 亿元和 669.77 亿元，主要由商品房销售、物业租赁、物业管理以及其他业务收入构成。其中，商品房销售收入是公司收入的主要来源，近三年占营业收入的比例均达到 90% 以上，主营业务运营稳定。另 2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 279.80 亿元，同比增长 43.16%，其中商品房销售收入 231.49 亿元，同比增长 44.09%。

表 6：2015~2018.Q3 公司业务收入情况

单位：亿元

业务类型	2015	2016	2017	2018.Q3
商品房销售	395.19	420.20	621.05	231.49
物业管理	12.13	17.11	20.64	19.13
材料销售	0.94	1.87	1.15	0.68
租赁	13.06	15.65	23.67	24.60
其他	0.71	0.64	3.25	3.89
合计	422.02	455.47	669.77	279.80

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

商品房开发运营

作为龙湖集团最主要的境内运营平台，截至 2018 年 6 月末公司已进入全国 40 个一线及二线核心城市，区域聚集于环渤海地区、西部地区、长三角地区、华南地区及华中地区等五大区域，产品业态涵盖了高层、公寓、类别墅、别墅、洋房等住宅产品，以及写字楼、商场等商业地产的多种产品类型，是国内领先的商品房开发商之一。

从项目运作情况看，公司根据房地产市场环境

变化及其自身发展情况，调整产品结构及区域布局，使公司获得了持续稳健的发展。其中，受益于房地产市场回暖，近年来公司加快项目开发节奏，不断推进产品业态更新升级，进一步拓展业务布局，提升自身竞争力。2015~2017年及2018年1~6月，公司开（复）工面积分别为818.50万平方米、1,117.49万平方米、2,244.76万平方米和3,303.72万平方米，其中新开工面积分别为369.80万平方米、706.73万平方米、1,716.97万平方米和1,320.61万平方米。同期，公司竣工面积分别为392.30万平方米、478.71万平方米、667.73万平方米和259.66万平方米。截至2018年6月末，公司拥有140个在建/拟建项目，在建面积合计3,303.72万平方米，较大体量的开发项目在为公司业务增长提供支撑的同时，亦使公司面临一定的资本支出压力。

表 7：2015~2018.H1 公司开工及竣工情况

单位：万平方米

	2015	2016	2017	2018.H1
开（复）工面积	818.50	1,117.49	2,244.76	3,303.72
新开工面积	369.80	706.73	1,716.97	1,320.61
竣工面积	392.30	478.71	667.73	259.66

注：上述数据系经四舍五入处理，存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售方面，公司坚持“去库存”的发展策略，把握市场销售机会，同时不断优化产品结构，使得销售业绩和销售均价实现较快增长。2015~2017年，公司分别实现合同销售面积316.63万平方米、512.28万平方米和968.65万平方米；同期，合同销售金额422.45亿元、768.37亿元和1,502.87亿元。销售均价方面，得益于公司不断优化产品结构、调整区域布局，销售均价由2015年的13,342元/平方米提高至2017年的15,515元/平方米。从销售区域分布来看，2017年公司房地产业务销售收入主要来自于杭州、北京、重庆、成都、济南、青岛和厦门等城市，占比分别为15.09%、11.61%、10.45%、9.09%、7.85%、6.43%和5.20%。另2018年1~6月，公司实现销售面积608.82万平方米，销售金额955.41亿元，主要来自于重庆、杭州、济南、成都、宁波、青岛和北京等城市，占比分别为14.39%、12.84%、12.45%、8.67%、6.86%、6.26%和5.67%。

表 8：2015~2018.H1 公司业务运营情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

指标	2015	2016	2017	2018.H1
销售面积	316.63	512.28	968.65	608.82
销售金额	422.45	768.37	1,502.87	955.41
销售均价	13,342	14,999	15,515	15,693

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受项目结算进度不同影响，近年来公司结算业绩呈现一定波动，2015~2017年公司分别实现结算收入分别为395.19亿元、420.20亿元和621.05亿元。从结算区域分布来看，公司2017年的收入贡献区域主要为重庆、北京、浙江、成都和南京等，占当年结算收入比重分别为16.01%、11.77%、10.95%、10.01%和9.25%。另2018年1~6月，公司实现结算收入217.54亿元，主要来自浙江、山东、成都、重庆和西安等城市，占同期结算收入比重分别为28.64%、17.65%、13.03%、6.68%和4.13%。

表 9：2015~2017 年公司结算收入及占比区域分布情况

单位：亿元、%

区域	2015		2016		2017	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
重庆	71.13	18.00	67.27	16.01	99.46	16.01
成都	41.60	10.53	40.49	9.64	62.15	10.01
西安	16.06	4.06	24.93	5.93	32.08	5.17
北京	27.81	7.04	14.77	3.51	73.09	11.77
上海	48.30	12.22	19.86	4.73	30.92	4.98
苏南	19.44	4.92	29.04	6.91	41.05	6.61
浙江	43.31	10.96	101.50	24.15	68.03	10.95
南京	-	-	28.38	6.75	57.44	9.25
广州	-	-	7.08	1.69	8.48	1.36
沈阳	13.25	3.35	7.80	1.86	8.17	1.32
山东	24.84	6.29	49.25	11.72	51.81	8.34
其他	89.44	22.63	29.83	7.10	88.38	14.23
合计	395.19	100.00	420.20	100.00	621.05	100.00

注：苏南区域为无锡、常州等，浙江区域为杭州、宁波等，山东区域为济南、青岛、烟台等。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

商业物业开发运营

公司实行“住宅+商业”的开发运营模式，目前已有十余年的商业物业开发运营经验，形成了都市型购物中心“天街”、社区型购物中心“星悦荟”和中高端家居生活购物中心“家悦荟”三个品牌系列，满足了不同区域和客户群体的购物需求。

随着商业物业的陆续开业，近年来公司物业租金收入实现稳步增长，为公司利润增长提供一定补充。2015~2017年，公司分别实现物业租金收入13.06亿元、15.65亿元和23.67亿元，其中主推的天街系列产品租金收入占比分别为85%、95.85%和86.5%，实现租金毛利润分别为10.06亿元、13.05亿元和17.36亿元。截至2018年6月末，公司已开业的主要商业地产项目共计23个，商场面积合计为213.49万平方米，整体出租率约97%。2018年1~6月，公司实现物业租金收入15.59亿元，其中主推的天街系列产品租金收入占比为81.17%。另截至2018年6月末，公司在建及拟建的商业物业共计18个，规划建筑面积191.35万平方米，预计将于2018年下半年~2020年陆续开业运营，为公司未来商业物业的持续发展提供较好的支撑。

此外，针对市场中日益增长的租住需求，公司依托现有的全国性城市布局和良好的品牌声誉，积极布局继“地产、物业和商业”后的第四大主航道业务——长租公寓业务。目前公司主打“冠寓核桃”、“冠寓松果”和“冠寓豆豆”三大系列产品线，针对不同客户群提供多样化的租住服务。长租公寓“冠寓”已在北京、上海、杭州、南京、重庆、成都等16个一线及领先二线城市开业运营。截至2018年6月末，已开业长租公寓项目共计73个，已开业房间数累计超过2万间，已开业建筑面积为78.1万平方米，整体出租率为76.2%，2018年上半年实现租金收入1.39亿元，同比增长4,273.4%。未来长租公寓业务有望为公司投资物业租金的持续增长提供良好的支撑。

表 10：截至 2018 年 6 月末公司商业物业中天街系列

运营情况

单位：平方米

项目名称	规划建筑面积	出租率
重庆北城天街	120,778	98.7%
重庆西城天街	76,031	95.2%
重庆时代天街 I 期	160,168	97.0%
重庆时代天街 II 期	154,460	93.9%
重庆时代天街 III 期	73,774	94.2%
成都三千集天街	38,043	99.7%
成都北城天街	215,536	92.5%
成都时代天街 I 期	61,989	100.0%
北京长楹天街	221,286	98.5%
成都金楠天街	91,638	100.0%
北京大兴天街	144,565	97.2%
上海虹桥天街	170,450	92.5%
重庆源著天街	93,152	99.8%
重庆 U 城天街 I 期	15,516	95.2%
重庆 U 城天街 II 期	96,411	98.1%
杭州滨江天街 I 期	158,067	99.4%
合计	1,891,864	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 11：截至 2018 年 6 月末公司在建商业物业情况

单位：平方米

项目名称	规划建筑面积	预计开业时间
北京房山天街	101,317	2018 年
常州龙城天街	118,921	2018 年
成都西宸天街	150,281	2018 年
上海闵行星悦荟	26,899	2019 年
南京六合天街	110,179	2019 年
上海闵行天街	113,859	2019 年
杭州滨江天街 II 期	22,076	2019 年
成都上城天街	120,000	2019 年
合肥瑶海天街	98,320	2019 年
上海华泾天街	42,497	2019 年
成都滨江天街	140,000	2019 年
南京龙湾天街	114,470	2020 年
南京河西天街	112,216	2020 年
南京江北天街	143,000	2020 年
杭州紫荆天街	83,000	2020 年
重庆金沙天街	204,374	2020 年
苏州星湖天街	112,106	2020 年
长沙洋湖天街	99,988	2020 年
合计	1,913,503	-

注：以上数据经四舍五入处理，存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备

土地储备方面，近年来公司紧跟房地产市场格局的变化，实行稳健的发展战略，投资重心始终聚集于一线及二线核心城市，新增的项目集中在北京、上海、杭州、重庆等一、二线高能级城市的安全板块。2015~2017年及2018年1~6月，公司分别新增土地储备权益建筑面积279万平方米、774.21万平方米、1,148.63万平方米和897.51万平方米。具体来看，2017年公司新增土地储备项目的城市主要分布在重庆、济南、成都、南京、杭州、宁波和保定等城市，占比分别为16.60%、9.45%、8.16%、7.48%、6.46%、5.25%和5.09%；2018年上半年公司新增土地储备项目的城市主要分布在贵阳、重庆、青岛、杭州、苏州和昆明等地，占比分别为20.54%、17.57%、11.33%、7.29%、7.25%和5.42%。

与此同时，由于一线和领先二线城市土地市场竞争激烈，合作方式作为公司在此类城市的策略选择。公司在选择合作伙伴时亦非常谨慎，优选财务管理严格，运营稳健的国企，或者愿意长期投入的基金等财务投资人。目前，公司主要合作的财务投资人包括平安、香港置地、CPPIB等，与财务投资人合作的项目由龙湖集团操盘；主要的合作同业包括首开股份、保利地产等，并表权和操盘权由双方协商。

截至2018年6月末，公司土地储备建筑面积6,144.75万平方米，权益后的建筑面积4,337.14万平方米。具体城市来看，烟台、重庆、成都、济南和杭州等城市的土地储备权益建筑面积较多，分别为707.43万平方米、677.06万平方米、295.41万平方米、248.08万平方米和209.93万平方米，占总权益后建筑面积比重分别为16.3%、15.6%、6.8%、5.7%和4.8%。其中，受益于去库存政策，近年来烟台市房地产市场有所好转，但公司在烟台市土地储备体量仍较大。此外，云南玉溪属于三四线城市，需对该区域项目后续的开发销售情况保持关注。

表 12：2015~2018.H1 公司土地储备和新增项目情况

单位：个、万平方米、亿元、元/平方米

	2015	2016	2017	2018.H1
新增项目个数	24	43	76	42
新增土地储备权益建筑面积	279	774.21	1,148.63	897.51
新增土地储备权益金额	226.78	489.99	740.27	435.16
新增土地储备均价	8,128	6,329	6,445	4,849
存量土地的均价	3,165	4,039	5,032	5,142

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表 13：截至 2018 年 6 月末公司土地储备分布情况

单位：万平方米

地区	城市	总建筑面积	所占比例	权益建筑面积	所占比例
环渤海地区	北京	298.72	4.9%	97.70	2.3%
	沈阳	208.45	3.4%	189.09	4.4%
	青岛	275.06	4.5%	177.72	4.1%
	烟台	707.43	11.5%	707.43	16.3%
	济南	442.89	7.2%	248.08	5.7%
	大连	48.86	0.8%	37.90	0.9%
	保定	75.10	1.2%	52.57	1.2%
	石家庄	15.60	0.3%	8.58	0.2%
	天津	110.31	1.8%	73.13	1.7%
	小计	2,182.43	35.5%	1,592.20	36.7%
华中地区	长沙	145.48	2.4%	89.96	2.1%
	南昌	15.64	0.3%	15.64	0.4%
	郑州	16.39	0.3%	16.39	0.4%
	武汉	273.08	4.4%	105.59	2.4%
	小计	450.60	7.3%	227.58	5.2%
西部地区	重庆	914.93	14.9%	677.06	15.6%
	成都	416.18	6.8%	295.41	6.8%
	西安	119.87	1.9%	99.87	2.3%
	玉溪	80.24	1.3%	80.24	1.8%
	贵阳	204.83	3.3%	184.35	4.2%
	昆明	132.59	2.2%	48.66	1.1%
	小计	1,868.65	30.4%	1,385.58	31.9%
长江三角洲地区	上海	89.67	1.5%	36.82	0.8%
	无锡	103.52	1.7%	89.93	2.1%
	常州	46.18	0.8%	46.18	1.1%
	杭州	335.58	5.5%	209.93	4.8%
	南通	34.78	0.6%	13.91	0.3%
	绍兴	-	0.0%	-	0.0%
	宁波	131.44	2.1%	102.04	2.4%
	苏州	121.21	2.0%	90.16	2.1%
	南京	164.68	2.7%	147.12	3.4%
	嘉兴	53.16	0.9%	34.48	0.8%
	合肥	123.09	2.0%	58.71	1.4%
小计	1,203.31	19.6%	829.29	19.1%	

地区	城市	总建筑面积	所占比例	权益建筑面积	所占比例
华南地区	厦门	133.38	2.2%	59.81	1.4%
	泉州	111.54	1.8%	111.54	2.6%
	广州	89.96	1.5%	52.49	1.2%
	深圳	11.34	0.2%	10.82	0.2%
	福州	36.58	0.6%	16.53	0.4%
	佛山	19.31	0.3%	13.64	0.3%
	珠海	37.66	0.6%	37.66	0.9%
	小计	439.75	7.2%	302.48	7.0%
合计	6,144.75	100.0%	4,337.14	100.0%	

注：上述数据系经四舍五入处理，存在尾差。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，多年来公司一直秉持稳健发展策略，始终聚焦一、二线热门城市，逐步推进全国化布局，已在地产行业形成较高的品牌声誉，市场竞争实力处于行业领先水平。此外，公司自持商业物业运营模式日益完善，整体出租情况较好，已成为公司利润的重要补充。但中诚信证评也关注到公司在建/拟建项目规模较大，未来或面临一定的资本支出压力。

公司治理

治理结构

作为中外合资经营企业，公司根据《公司法》、《中外合资企业经营法》及《中外合资经营企业法实施条例》的相关规定，以及 2015 年 4 月修订的《公司章程》，决定不设立股东会，设董事会，并设监事一名。董事会为公司的最高权力机构，由 5 名董事组成，设董事长一名，董事会依法行使企业的经营决策权；公司监事依照法律规定的职责、权限对公司运行状况实施监督，依法维护公司和公司全体股东的合法权益。公司设总经理，由董事会聘任、解聘，总经理主持负责公司全面日常经营、管理工作，向董事会负责。

内部管理

在内部控制方面，公司在重大事项决策、财务管理、采购管理、销售管理、风险控制及内部决策机制等方面建立了一系列的规章制度。

重大事项决策制度方面，公司按照《公司章程》、《董事会议事规则》、《总经理工作制度》以及公司其他管理制度规定了相应的重大决策程序。董

事会作为公司的最高权力机构，有关公司经营方针和投资计划、年度财务预决算、增加或减少注册资本、发行公司债券、公司合并、分立解散等事项需经其审议通过。总经理按照《公司章程》和《总经理工作制度》依法行使职权。总经理主持公司的日常经营管理工作，决定公司的生产经营计划和重大投资方案，执行董事会决议，对董事会负责。

在财务管理方面，公司贯彻执行国家统一的财务会计制度，加强财务管理和经济核算，根据《会计法》、《企业会计准则》及财务报告的内控应用指引等相关规定，并结合房地产行业的特征和公司自身的房地产运营特点制定了相应的会计核算和财务管理制度。该制度从公司内部财务管理的基础工作、流动性资产的管理、费用管理、营业收入、利润及利润分配的管理、资产减值准备与财务核销、会计档案管理以及会计工作交接管理等几个方面对公司财务进行规范，并进行了合理的岗位分工和工作权限及配备了相应的财务人员，保证了会计核算和财务管理工作的有效运行。

采购管理方面，公司始终奉行阳光采购的理念，根据业务需要与质量管理原则，建立了较为全面的采购管理体系，主要包括《材料设备采购管理办法》、《成本管理制度》和《预结算管理原则》等制度流程。目前公司根据采购材料的产品特性和管控需要，采取总部集中采购、区域联动集中采购、地区公司集中采购和地区公司单项采购四种采购模式。在采购过程中，公司要求所有原材料必须进行招标，从制度源头确保采购的充分竞争和公正、公开；同时，加强材料进场、施工过程材料使用的质量检查和领用的过程管控，确保公司产品材料设备选用质量满足国家和企业标准。

销售管理方面，由于公司全部采取自销模式，为规范销售业务流程，提高销售服务满意度，提升销售环节专业化水平，公司总部统一制定标准并发布了《营销渠道组织架构管理指引》、《来电来访现场登记录入管理制度》等一系列管理规范文件。同时，公司通过总部品牌及营销部和地区公司营销部的两级监督管控，每月召开集中会议，以落实上述销售管理制度，提升销售业务执行能力。此外，公

司建立了客户研究中心和体验中心，提升对客户需求的精细化管理，负责客户体验提升。

风险控制方面，为完善风险管理与控制，公司建立了风险评估、风险审核和风险防范工作机制，以风险评估为切入点，将风险防范意识和内部控制的理念贯彻到事项决策的各个环节之中。同时，公司在做好内部控制的基础上，根据国家对房地产政策的调整、房地产业务发展要求和外部经营环境的变化，针对风险识别和风险评估结果建立综合决策机制，保证重大事项决策的科学性、合理性。

内部决策机制方面，为规避和降低投资风险，公司内部制定了严格的投资表决程序和决策机制。公司对项目的投资决策均由集团统一管理，在集团层面设立投资决策委员会，其成员由集团公司和各区域公司资深专业人员构成，以保障项目决策的客观性。此外，公司还通过项目定位会、启动会等流程机制对投委会数据进行回顾，并制定相应的考核机制，提高投委会数据的准确性，从而提高投资决策依据的可靠性，降低投资风险。

此外，2017 年公司开始推行具有“龙湖特色”的合伙人制度。与目前业内流行的利益驱动、强激励机制不同，该合伙人制度更加关注公司长远利益和员工长期激励，注重利益驱动和文化驱动的结合，使合伙人更富企业家精神。具体来看，该合伙人制度不以任何出资为前提，合伙人所享受的股权及现金激励与公司未来整体业绩和利润挂钩，以此保证合伙人自身利益与公司未来长期发展的一致性。同时，该制度的最大创新之处在于合伙人全部由提名而来，通过层层累积投票产生，每届合伙人设有任期，以便促使合伙人积极履行举荐人才、传承企业文化等职责。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

公司将继续坚持目标城市深耕策略，更加关注盘面健康和可持续增长。在聚焦主业、提升规模的同时，谨慎对待各城市市场；从整个运营体系着手，

强化供销存管理，通过精准的产品研发、客户研究和定位来促进销售，加快去化库存，提升运营效率。

具体来看，在产品业态方面，公司将继续专注于中高端住宅、提升品质管理和物业服务水平，同时公司亦将每年不超过销售收入的 10% 投入商业地产，通过产品复制、异地扩张及业态延伸等方式推进公司商业地产规模的稳步上升，未来十五年内商业地产的利润占比将提升至 30% 左右；业务规模方面，公司通过控制单个项目的规模来增加项目的点数，提升投资的周转效率，以使公司在继续贯彻增持商业战略的同时保持较好的周转率，达到去库存化的目标；区域布局方面，为应对置业客户位置敏感度提升的市场需求，公司在坚持一线和二线核心城市布局的基础上，投资策略更加集中在靠近城市核心区域，提升“近城区”项目在土地储备中的占比，改善和优化土地储备结构；对外合作方面，在行业景气度不高的环境下，境内房地产企业纷纷向轻资产模式进行转型，公司亦通过与加拿大养老基金投资公司（CPPIB）合作成立合资公司共同投资发展苏州时代天街项目、与渣打银行领衔的境外投资者进行股权合作共同开发重庆观音桥龙湖新壹街综合商业地产项目等方式推进对外合作，以降低财务成本、保障稳健发展。

总体看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较稳健，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

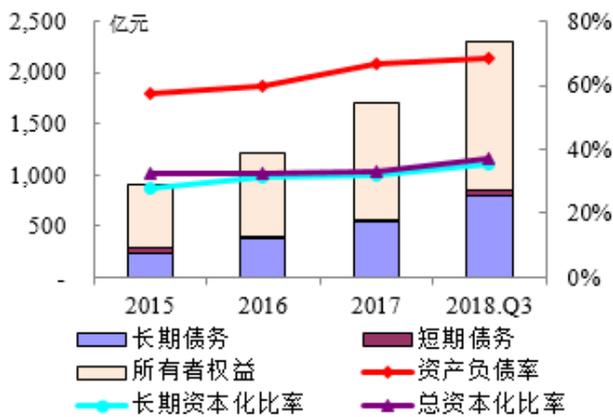
下列财务分析基于公司提供的经北京永拓会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告以及公司提供的未经审计的 2018 年 1~9 月财务报表。

资本结构

随着房地产开发业务规模的扩张，近年来公司资产规模增长较快。2015~2017 年末，公司资产总额分别为 1,448.00 亿元、2,044.43 亿元和 3,412.72 亿元，年均复合增长率为 53.52%。同期末，得益于公司房地产开发业务较强的盈利能力，其利润积累不断夯实自有资本，公司所有者权益分别为 614.32 亿元、822.89 亿元和 1,133.24 亿元，近三年

年均复合增长率为 35.82%。负债方面，伴随着开发项目和土地储备的增加，公司负债规模亦有所扩大。2015~2017 年末，公司总负债分别为 833.68 亿元、1,221.54 亿元和 2,279.49 亿元，年均复合增长率为 65.36%。受债务融资规模大幅增长的影响，公司财务杠杆比率呈上升趋势。2015~2017 年末公司资产负债率分别为 57.57%、59.75%和 66.79%，净负债率分别为 24.56%、28.99%和 28.11%。另截至 2018 年 9 月末，公司总资产为 4,594.92 亿元，较上年末增长 34.64%；所有者权益为 1,445.77 亿元，较上年末增长 27.58%，主要系盈余累积和少数股东权益增加所致。同期末，公司资产负债率和净负债率分别为 68.54%和 32.91%，较上年末分别提升 1.74 个百分点和 4.81 个百分点。

图 7：2015~2018.Q3 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产构成方面，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司资产主要以流动资产为主，分别为 1,053.36 亿元、1,550.78 亿元、2,669.91 亿元和 3,748.66 亿元，占总资产比重分别为 72.75%、75.85%、78.23%和 81.58%，主要系货币资金、预付账款、其他应收款和存货。具体来看，2015~2017 年末，公司货币资金分别为 146.02 亿元、155.80 亿元和 247.02 亿元，占流动资产比重分别为 13.86%、10.05%和 9.25%。其中，2017 年末受限资金金额为 1.25 亿元，系银行承兑汇票保证金和其他保证金；截至 2018 年 9 月末，公司货币资金增至 381.39 亿元，主要系销售回款加快以及债务融资规模大幅增长所致。2015~2017 年末，公司预付账款分别为 71.97 亿元、149.77 亿元和 240.34 亿元，占流动资产比重分别为 6.83%、9.66%和 9.00%，主要

系预付地价款、工程款和材料款。其中 2017 年末公司预付账款较上年末增长 60.47%，主要系公司新购置土地用于新项目开发增多所致。账龄方面，1 年以内预付账款占比为 93.13%。集中度方面，预付账款前五名合计占比为 67.10%。截至 2018 年 9 月末，公司预付账款大幅降至 65.91 亿元，主要系由于较多项目开工后，预付款项转到存货所致。2015~2017 年末，公司其他应收款分别为 124.44 亿元、143.34 亿元和 391.31 亿元，占流动资产比重分别为 11.81%、9.24%和 14.66%，主要系单位间往来款，其中关联方往来款比重为 16.53%，较上年末下降 1.19 个百分点。账龄方面，2017 年末 1 年以内其他应收款占比为 75.50%，1~2 年占比为 19.79%；截至 2018 年 9 月末，公司其他应收款增至 460.28 亿元。受新项目开发规模大幅增长影响，公司存货规模亦随之快速增长。2015~2017 年末，公司存货分别为 688.21 亿元、1,051.56 亿元和 1,707.01 亿元，占流动资产比重分别为 65.33%、67.81%和 63.94%，主要系在开发产品、已完工开发产品和拟开发土地；截至 2018 年 9 月末，公司存货账面价值大幅增至 2,713.14 亿元。

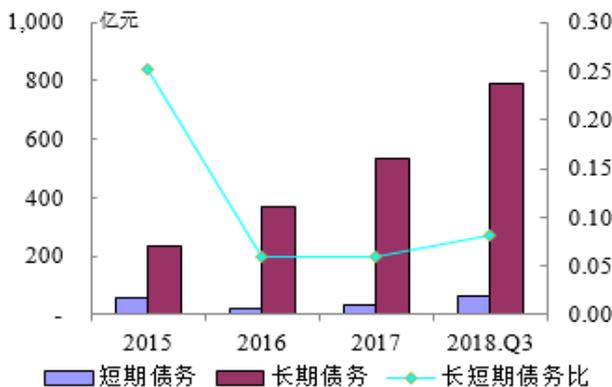
非流动资产方面，2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司非流动资产分别为 394.64 亿元、493.65 亿元、742.81 亿元和 846.26 亿元，占总资产比重分别为 27.25%、24.15%、21.77%和 18.42%，主要为投资性房地产。同期末，公司投资性房地产账面价值分别为 365.36 亿元、410.86 亿元、563.36 亿元和 625.39 亿元，占非流动资产比重维持在 70%以上。其中，截至 2017 年末，公司持有的投资性房地产中因借款抵押而受限规模为 261.39 亿元，占期末投资性房地产比重为 46.40%。

负债构成方面，公司负债主要由预收款项、应付账款、其他应付款及付息债务构成。2015~2017 年末，公司预收款项分别为 250.39 亿元、390.32 亿元和 903.76 亿元，主要系商品房预售款，较大规模的商品房预售款为未来公司结转收入提供一定支撑；受会计准则变化影响，公司商品房预售款调入合同负债科目中核算。截至 2018 年 9 月末，公司合同负债进一步增至 1,614.44 亿元。2015~2017

年末，公司应付账款分别为 115.66 亿元、141.09 亿元和 189.18 亿元，主要系未付工程款和材料款；截至 2018 年 9 月末，应付账款小幅增至 270.72 亿元。2015~2017 年末，其他应付款分别为 79.06 亿元、143.13 亿元和 396.96 亿元，主要系往来款、购房诚意金、代收代缴业主税费、保证金等。账龄方面，截至 2017 年末，1 年以内其他应付款占比为 94.39%，1~2 年占比为 4.27%。集中度方面，2017 年末其他应付款前五名合计占比为 30.15%，分别为桐乡市安豪投资管理有限公司、北京首都开发股份有限公司、北京首开旭泰房地产开发有限责任公司、苏州合本投资管理有限公司和北京昭泰房地产开发有限责任公司；截至 2018 年 9 月末，公司其他应付款小幅降至 248.74 亿元。

从债务规模来看，随着业务规模的扩大，公司近年来外部融资规模亦逐年增长。2015~2017 年末及 2018 年 9 月末，公司债务规模分别为 296.90 亿元、394.34 亿元、565.52 亿元和 857.26 亿元。从债务期限结构看，近年来公司债务期限结构主要以长期债务为主，债务期限结构呈逐年优化趋势。同期末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.25 倍、0.06 倍、0.06 倍和 0.08 倍，期限结构与公司业务性质相符合，较为合理。

图 8：2015~2018.Q3 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，受公司新开发项目大幅增多影响，债务规模亦随之快速增长，导致公司财务杠杆水平有所提升；但公司付息债务以长期债务为主，债务期限结构合理且持续优化，财务结构仍保持稳健。

流动性

公司资产以流动资产为主，2015~2017 年末，

流动资产分别为 1,053.36 亿元、1,550.78 亿元和 2,669.91 亿元，占同期末资产总额的比重维持在 70% 以上。从流动资产的结构看，公司流动资产主要由存货和货币资金构成，两项合计占流动资产的比重在 70% 以上。

表 14：2015~2018.Q3 公司流动资产分析

	2015	2016	2017	2018.Q3
流动资产/总资产	72.75%	75.85%	78.23%	81.58%
货币资金/流动资产	13.86%	10.05%	9.25%	10.17%
存货/流动资产	65.33%	67.81%	63.94%	72.38%
(存货+货币资金)/流动资产	79.20%	77.85%	73.19%	82.55%

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

存货方面，受项目开发进度加快影响，公司存货规模呈现较快增长。2015~2017 年末公司存货净额分别为 688.21 亿元、1,051.56 亿元和 1,707.01 亿元。从存货结构来看，公司存货主要由在建项目的开发成本、已竣工项目的开发产品以及拟开发土地构成。在公司快速周转的经营策略的带动下，公司存货中已完工开发产品占比逐年下降，现房销售压力相对较小；在建项目和拟建项目开发成本保持在 85% 以上，较大规模的在建和拟建项目是公司持续经营的保障，但同时也对公司后续的开发资金提供了较高要求。

表 15：2015~2017 年末公司存货结构分析

	单位：亿元、%		
	2015	2016	2017
存货	688.21	1,051.56	1,707.01
存货同比增长率	-5.32	52.80	62.33
已完工开发产品	86.06	86.08	102.86
已完工开发产品/存货	12.50	8.19	6.03
在开发产品	537.13	901.22	1,518.65
在开发产品/存货	78.05	85.70	88.97
拟开发土地	57.34	56.14	77.65
拟开发土地/存货	8.33	5.34	4.55

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

资产周转效率方面，公司坚持对住宅项目实行标准化管理，提高项目开发的周转速度，但受近两年公司项目开发进度加快影响，公司运营效率有所下降。2015~2017 年，公司存货周转效率分别为 0.41 次/年、0.36 次/年和 0.31 次/年；总资产周转率分别为 0.31 次/年、0.26 次/年和 0.25 次/年。

表 16: 2015~2017 年公司周转率相关指标

	2015	2016	2017
存货周转率(次/年)	0.41	0.36	0.31
总资产周转率(次/年)	0.31	0.26	0.25

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

受限资产方面, 截至 2018 年 6 月末, 公司受限资产规模为 699.79 亿元, 占同期末资产总额比重为 16.79%, 主要系借款抵押受限的存货和投资性房地产, 分别为 412.47 亿元和 285.22 亿元。

从现金获取能力来看, 公司一直坚持稳健、健康的现金流和负债管理, 坚持“有回款的签约、有利润的增长”, 但受新购置土地支出增多和开发规模扩大影响, 近两年公司经营性现金流表现较以往有所弱化。2015~2017 年公司经营性现金流净额分别为 69.96 亿元、8.97 亿元和 5.18 亿元, 其经营活动现金流净额与短期债务的比分别为 1.17 倍、0.41 倍和 0.17 倍。货币资金方面, 近年来公司手持货币较为充足, 货币资金对短期债务的覆盖程度良好。2015~2017 年末货币资金/短期债务分别为 2.44 倍、7.04 倍和 7.89 倍。另 2018 年 1~9 月, 公司经营活动现金流净额为 2.67 亿元, 同期经营活动现金流净额/短期债务和货币资金/短期债务分别为 0.06 倍和 5.96 倍。

表 17: 2015~2018.Q3 公司部分流动性指标

项目	单位: 亿元			
	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	146.02	155.80	247.02	381.39
经营活动现金流净额	69.96	8.97	5.18	2.67
经营净现金流净额/短期债务(X)	1.17	0.41	0.17	0.06
货币资金/短期债务(X)	2.44	7.04	7.89	5.96

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司资产系由以存货和货币资金为核心的流动资产构成, 同时受公司加快市场销售力度影响, 存货去化情况良好。加之, 充足的货币资金为短期债务提供良好保障, 公司整体资产流动性较好。

盈利能力

公司收入主要来源于房产销售收入、物业租赁、物业管理以及其他业务收入, 其中房产开发业务是其收入和利润的主要来源。2015~2017 年公司

分别实现营业收入为 422.02 亿元、455.47 亿元和 669.77 亿元。其中, 商品房销售收入分别为 395.19 亿元、420.20 亿元和 621.05 亿元, 占比分别为 93.64%、92.26%和 92.73%, 系公司最主要的业务收入来源; 物业租赁收入分别为 13.06 亿元、15.65 亿元和 23.67 亿元, 占比分别为 3.09%、3.44%和 3.53%, 系公司业务收入的重要补充。另 2018 年 1~9 月, 公司实现营业收入 279.80 亿元, 同比增长 43.16%。其中, 商品房销售收入和物业租赁收入分别为 231.49 亿元和 24.60 亿元, 同比分别增长 44.09%和 45.02%。

从毛利水平看, 2015~2017 年公司营业毛利率分别为 31.89%、31.35%和 35.23%, 在行业内处于较好水平。其中, 受项目结转不同影响, 公司商品房销售业务毛利率呈现一定波动, 分别为 30.61%、29.54%和 33.86%; 物业租赁业务毛利率仍维持在很高水平, 分别为 77.03%、83.37%和 73.34%。随着未来公司商业物业规模及其占比的增长, 公司综合毛利率有望继续维持在行业内较好水平。另 2018 年 1~9 月, 公司营业毛利率为 37.53%, 其中商品房销售和物业租赁业务毛利率分别为 34.80%和 67.86%。

表 18: 2015~2017 年公司业务收入及毛利率情况

业务类型	单位: 亿元、%					
	2015		2016		2017	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
商品房销售	395.19	30.61	420.20	29.54	621.05	33.86
物业管理	12.13	25.06	17.11	27.80	20.64	24.12
材料销售	0.94	8.51	1.87	12.34	1.15	5.87
租赁	13.06	77.03	15.65	83.37	23.67	73.34
其他	0.71	61.97	0.64	97.58	3.25	99.47
合计	422.02	31.89	455.47	31.35	669.77	35.23

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

从期间费用来看, 随着业务规模增长, 公司三费规模亦有所增加。2015~2017 年, 公司三费合计分别为 16.89 亿元、27.62 亿元和 40.00 亿元, 主要由销售费用和管理费用构成; 同期, 三费收入占比分别为 4.00%、6.06%和 5.97%, 保持在较低水平, 公司三费控制能力较强。另 2018 年 1~9 月, 公司三费合计为 35.10 亿元, 三费收入占比为 12.54%。

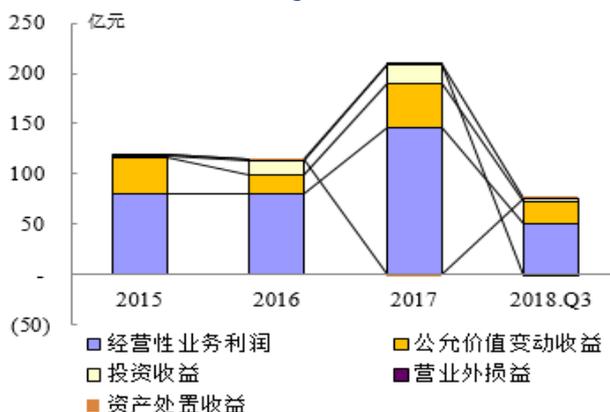
表 19: 2015~2018.Q3 公司期间费用分析

	单位: 亿元、%			
	2015	2016	2017	2018.Q3
销售费用	7.94	12.44	16.55	16.04
管理费用	10.72	16.25	25.01	20.78
财务费用	-1.77	-1.07	-1.57	-1.72
三费合计	16.89	27.62	40.00	35.10
营业总收入	422.02	455.47	669.77	279.80
三费收入占比	4.00	6.06	5.97	12.54

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 近年来受收入结转进度及毛利率波动等因素影响, 公司利润总额整体呈波动上升趋势, 其中 2017 年公司利润总额同比增长 81.94%, 主要系当年项目结转规模大幅增长以及业务毛利率提升所致。2015~2017 年, 公司实现利润总额分别为 118.98 亿元、114.69 亿元和 208.66 亿元, 主要由经营性业务利润、公允价值变动收益和投资收益构成。其中, 公司经营性业务利润分别为 81.05 亿元、79.93 亿元和 145.73 亿元; 公允价值变动收益 34.67 亿元、19.89 亿元和 43.64 亿元, 主要系公司新增开业及在建天街项目增多所致; 投资收益分别为 1.72 亿元、13.91 亿元和 18.90 亿元, 主要系来自广州天宸原著和厦门春江郦城等合联营项目。同期, 公司实现净利润分别为 92.07 亿元、87.87 亿元和 158.20 亿元, 所有者权益收益率为 14.99%、10.68% 和 13.96%, 公司整体盈利能力较强。另 2018 年 1~9 月, 公司实现利润总额 76.07 亿元, 同比增长 22.54%, 其中经营性业务利润、公允价值变动损益和投资收益分别为 50.01 亿元、22.10 亿元和 4.20 亿元。同期, 公司实现净利润 57.89 亿元, 所有者权益收益率为 5.34%。

图 9: 2015~2018.Q3 公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看, 公司主业突出, 在房地产销售的带动下, 整体业务规模实现快速增长, 同时得益于良好的毛利水平以及较强的三费控制能力, 公司整体盈利能力较强。此外, 公司较大规模的待结算资源亦对未来业绩增长形成有力保障。

偿债能力

从债务规模来看, 随着新增项目开发规模的扩大, 公司付息债务规模亦持续增长。2015~2017 年末, 公司总债务分别为 296.90 亿元、394.34 亿元和 565.52 亿元。近年公司付息债务以长期债务为主, 长短期债务比 (短期债务/长期债务) 由 2015 年末 0.25 倍降至 2017 年末 0.06 倍, 债务期限结构持续向好。另截至 2018 年 9 月末, 公司总债务进一步增至 857.26 亿元, 长短期债务比为 0.08 倍。

获现能力方面, 2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 119.62 亿元、115.26 亿元和 209.75 亿元, 主要由利润总额构成, 获现能力较好。从主要偿债能力指标表现来看, 尽管债务规模随业务规模增长而扩大, 但公司执行严格的财务及融资政策, 使得公司主要偿债指标表现较为稳健。2015~2017 年, 公司总债务/EBITDA 分别为 2.48 倍、3.42 倍和 2.70 倍; EBITDA 利息保障倍数分别为 7.56 倍、6.44 倍和 9.18 倍, EBITDA 对债务的偿还能够形成较好覆盖。

表 20: 2015~2018.Q3 公司偿债能力分析

	2015	2016	2017	2018.Q3
短期债务 (亿元)	59.77	22.14	31.31	63.94
总债务 (亿元)	296.90	394.34	565.52	857.26
EBITDA (亿元)	119.62	115.26	209.75	77.67
资产负债率 (%)	57.57	59.75	66.79	68.54
净负债率 (%)	24.56	28.99	28.11	32.91
总资本化比率 (%)	32.58	32.40	33.29	37.22
经营净现金流/总债务 (X)	0.24	0.02	0.01	0.00
总债务/EBITDA (X)	2.48	3.42	2.70	8.28
EBITDA 利息倍数 (X)	7.56	6.44	9.18	4.26

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

财务弹性方面, 公司与多家商业银行保持良好的合作关系, 截至 2018 年 6 月末, 公司及合并报表下属子公司取得的银行授信总额为人民币 1,110.90 亿元, 未使用授信余额为人民币 680.63 亿

元，备用流动性较为充足。

或有负债方面，截至 2018 年 6 月末，公司对外担保余额为 88.81 亿元，主要系为购房客户按揭贷款提供阶段性连带责任保证担保 82.41 亿元，或有债务风险较小。另截至 2018 年 6 月末，公司涉及重大未决诉讼共计五起，系建设工程合同纠纷、商品房买卖合同纠纷以及股权转让纠纷，涉诉金额较小，公司面临的或有债务风险较小。

总体而言，受益于公司持续推进全国化布局，始终聚焦一、二线热门城市，不断优化产品结构，整体业务规模大幅增长，毛利水平处于较高水平，具有较强的盈利能力；同时，公司财务结构稳健，偿债指标表现较好，加之财务弹性较好，充足的待结算资源为公司未来经营业绩提供良好的支撑，亦可为债务本息偿还提供有力保障。

结 论

综上，中诚信证评评定重庆龙湖企业拓展有限公司主体信用级别为 **AAA**，评级展望稳定；评定“重庆龙湖企业拓展有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

关于重庆龙湖企业拓展有限公司 公开发行2019年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

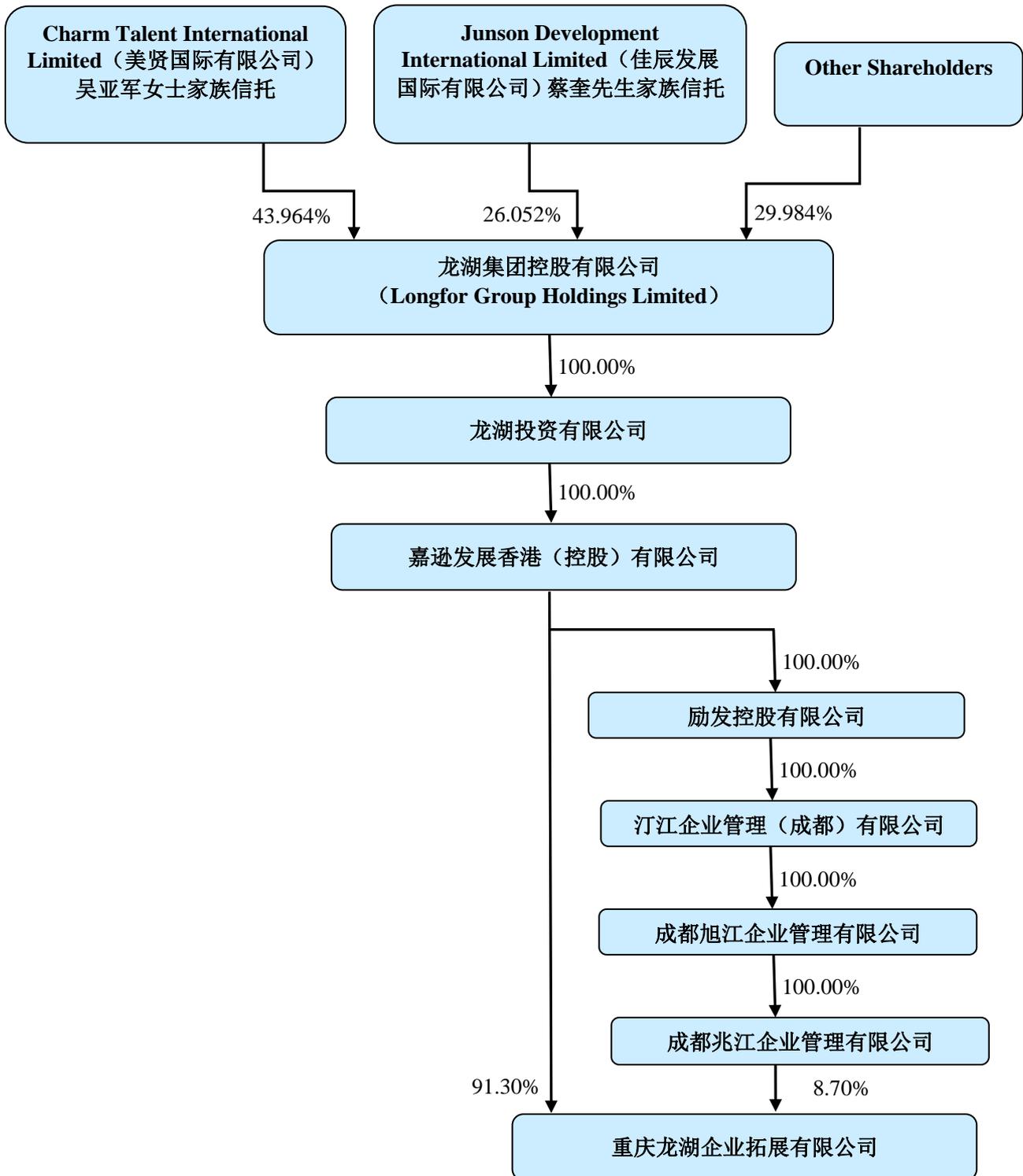
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

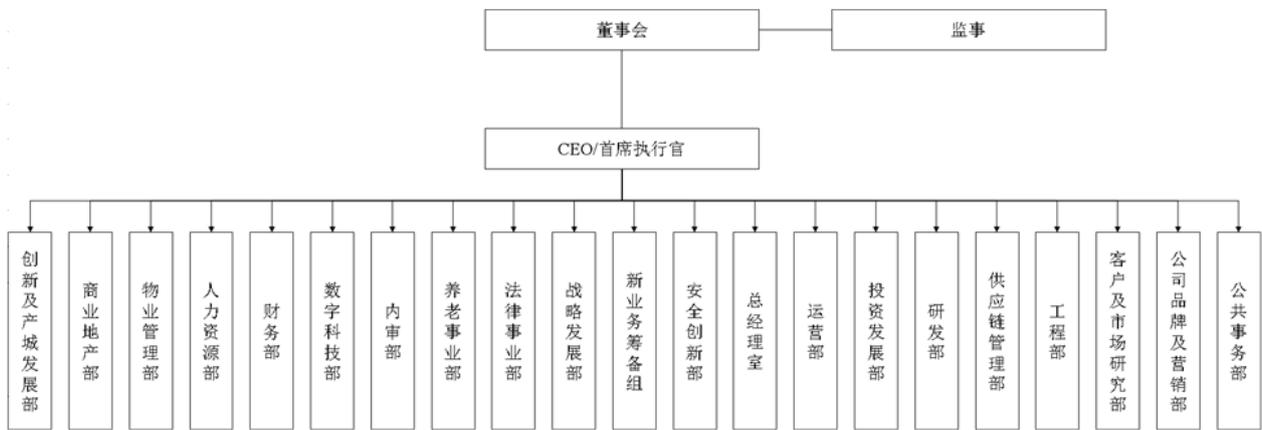
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：重庆龙湖企业拓展有限公司股权结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附二：重庆龙湖企业拓展有限公司组织结构图（截至 2018 年 9 月 30 日）



附三：重庆龙湖企业拓展有限公司主要财务数据及指标

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q3
货币资金	1,460,211.29	1,558,017.69	2,470,205.27	3,813,906.69
应收账款净额	221,339.46	173,528.52	232,479.51	64,389.81
存货净额	6,882,102.65	10,515,553.41	17,070,120.91	27,131,418.21
流动资产	10,533,594.25	15,507,829.49	26,699,107.88	37,486,631.25
长期投资	123,223.26	524,534.99	1,315,710.93	1,556,107.61
固定资产合计	3,671,938.94	4,126,074.83	5,691,092.86	6,339,634.19
总资产	14,479,976.60	20,444,346.04	34,127,228.21	45,949,243.51
短期债务	597,700.16	221,407.97	313,134.07	639,394.00
长期债务	2,371,305.15	3,721,943.54	5,342,104.47	7,933,191.51
总债务（短期债务+长期债务）	2,969,005.30	3,943,351.51	5,655,238.53	8,572,585.51
总负债	8,336,763.11	12,215,406.48	22,794,852.85	31,491,525.22
所有者权益（含少数股东权益）	6,143,213.49	8,228,939.57	11,332,375.36	14,457,718.29
营业总收入	4,220,247.77	4,554,687.02	6,697,682.01	2,797,957.19
三费前利润	979,416.78	1,073,479.61	1,857,305.64	851,097.33
投资收益	17,210.18	139,132.52	188,985.77	41,976.93
净利润	920,658.95	878,718.25	1,581,950.53	578,915.14
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	1,196,238.53	1,152,606.22	2,097,549.41	776,729.64
经营活动产生现金净流量	699,614.84	89,688.68	51,806.37	26,683.92
投资活动产生现金净流量	-914,091.87	-1,389,087.06	-1,502,868.72	-2,136,986.17
筹资活动产生现金净流量	312,423.00	1,400,673.72	2,362,889.00	3,464,447.95
现金及现金等价物净增加额	97,945.96	101,636.79	909,772.45	1,353,692.93
财务指标	2015	2016	2017	2018.H1
营业毛利率（%）	31.89	31.35	35.23	37.53
所有者权益收益率（%）	14.99	10.68	13.96	5.34
EBITDA/营业总收入（%）	28.35	25.31	31.32	27.76
速动比率（X）	0.66	0.62	0.57	0.45
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.02	0.01	0.00
经营活动净现金/短期债务（X）	1.17	0.41	0.17	0.06
经营活动净现金/利息支出（X）	4.42	0.50	0.23	0.15
EBITDA 利息倍数（X）	7.56	6.44	9.18	4.26
总债务/EBITDA（X）	2.48	3.42	2.70	8.28
资产负债率（%）	57.57	59.75	66.79	68.54
总债务/总资本（%）	32.58	32.40	33.29	37.22
长期资本化比率（%）	27.85	31.14	32.04	35.43
净负债率（%）	24.56	28.99	28.11	32.91

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、2015年和2016年财务数据经重述调整，本报告采用重述后数据；

3、2018年1-9月所有者权益收益率、经营活动净现金/总债务、经营活动净现金/短期债务、总债务/EBITDA经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物=货币资金+交易性金融资产+应收票据

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

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=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-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金+取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率=（营业收入-（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））/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=主营业务成本（营业成本）/存货平均余额

应收账款周转率=主营业务收入净额（营业总收入净额）/应收账款平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，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，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。