

信用等级公告

联合[2015]468号

深圳市优凯思投资顾问有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳市优凯思投资顾问有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

深圳市优凯思投资顾问有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

深圳市优凯思投资顾问有限公司拟发行的 2015 年公司债券（第二期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任： 

分析师：周旭 于子娜

二零一五年八月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

深圳市优凯思投资顾问有限公司

2015年公司债券（第二期）信用评级分析报告

本期公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 10 亿元

债券期限：4 年（2+2 年）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 8 月 21 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
资产总额(亿元)	220.36	265.87	381.67	391.30
所有者权益(亿元)	46.14	65.92	128.00	128.62
长期债务(亿元)	39.47	58.04	80.14	83.68
全部债务(亿元)	61.82	85.58	129.58	128.13
营业收入(亿元)	69.78	118.56	123.54	9.13
净利润(亿元)	18.57	20.69	22.58	0.62
EBITDA(亿元)	26.41	28.77	31.49	--
经营性净现金流(亿元)	14.98	-11.09	-78.34	-8.57
营业利润率(%)	32.11	29.92	24.93	23.10
净资产收益率(%)	--	36.93	23.29	--
资产负债率(%)	79.06	75.21	66.46	67.13
全部债务资本化比率(%)	57.26	56.49	50.31	49.90
流动比率	1.41	1.65	2.00	1.99
EBITDA 全部债务比(倍)	0.43	0.34	0.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.46	4.44	3.80	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.53	0.58	0.63	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

3、2015 年 1 季度财务数据未经审计或审阅，相关指标未经年化。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳市优凯思投资顾问有限公司（以下简称“公司”或“深圳优凯思”）的评级反映了公司作为国内一家大中型房地产开发企业，虽开发规模属中等水平，但盈利能力优于行业内大型企业；在房地产行业景气度下滑的背景下，公司营业收入持续稳健增长，盈利逐步提升；公司业务主要集中在两广地区，土地储备较充足，开发规模较大；公司拥有下属建筑公司，成本控制能力较强。公司坚持高周转、轻资产的经营模式，有利于公司在房地产行业整体增速下滑的背景下保持稳健经营和实现持续盈利。同时，联合评级也关注到公司债务规模迅速扩大、公司在建项目和库存规模相对较大等不利因素。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望平稳提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司是港股上市公司龙光地产控股有限公司旗下唯一的地产业务开发平台，开发经验丰富，在两广地区尤其是深圳、汕头、南宁等地具有较好的品牌效应。

2. 公司经营策略稳健，重点在两广等人口处于净流入及经济发展良好地区进行业务开发；公司重视成本控制，拥有下属建筑企业，有利于公司对质量和成本的控制。

3. 公司土地储备及可售面积较丰富，可支持公司未来几年的房地产发展需求。

4. 在国内房地产市场下滑的情况下，公司实现销售收入持续增长，盈利能力优于同行业大部分企业，公司具备一定的抗风险能力。

关注

1. 房地产行业受经济周期和行业政策影响较大，同时房地产项目开发周期较长，涉及政府审批环节较多，存在一定的行业波动性和政策管理风险。

2. 公司在开发项目规模大，土地集中在两广及珠三角区域，存货变现能力将受到房地产行业景气度及政策影响，公司存在一定的区域集中风险。

3. 近年来公司发展速度快，债务规模增长较快；未来公司项目尚需较大规模投资，存在较大融资需求。

4. 2013年以来，由于公司加大拿地力度，土地储备增加及开发进度加快，公司经营性现金流表现为净流出状态。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本期评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与深圳市优凯思投资顾问有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与深圳市优凯思投资顾问有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评估人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因深圳市优凯思投资顾问有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由深圳市优凯思投资顾问有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

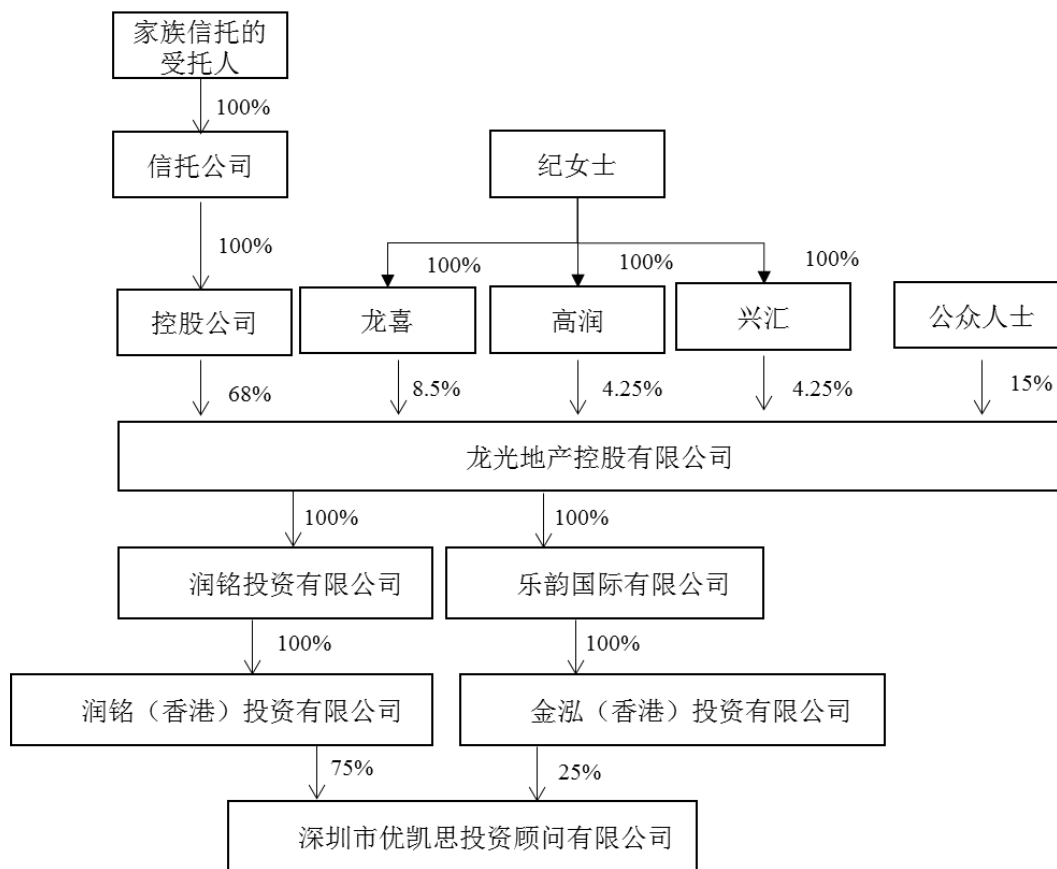
深圳市优凯思投资顾问有限公司（以下简称“公司”或“深圳优凯思”）前身系经深圳市市场监督管理局批准，于2008年4月1日正式成立的一人有限责任公司深圳市龙光投资顾问有限公司，公司股东为广东龙光集团房地产有限公司。公司成立时注册资本人民币为100万元。后经历次增资，2010年1月，公司股东将其在公司享有股权份额的25%协议转让于金泓（香港）投资有限公司，并得到深圳市科技工贸和信息化委员会的批复认可，转让完成后公司类别变更为中外合资企业。

2010年4月，公司股东决议将公司75%的股权转让给润铭（香港）投资有限公司，此次转让完成后，公司取得了深圳市人民政府颁发的《中华人民共和国台港澳侨投资企业批准证书》，公司由中外合资企业变更为台港澳合资企业。

纪海鹏先生和纪凯婷女士均为家族信托受益人，间接拥有龙光地产68%股份下的权益；此外，纪凯婷女士还通过三家BVI公司合计持有龙光地产17%的股份。纪凯婷女士为纪海鹏先生之女，因此，公司的实际控制人为纪海鹏和纪凯婷。

公司是龙光地产控股有限公司（以下简称“龙光地产”）旗下唯一的地产业务开发平台，龙光地产于2013年12月在香港主板上市，港股代码为3380.HK。

图1 截至2014年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司及子公司主要从事房地产开发、经营与销售、基础设施工程施工等。截至2014年底，公司拥有22家一级子公司，公司总部员工合计1,157人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 381.67 亿元，负债合计 253.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）128.00 亿元。2014 年公司实现营业收入 123.54 亿元，净利润（含少数股东损益）22.58 亿元，经营活动现金流量净额为-78.34 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.38 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 391.30 亿元，负债合计 262.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）128.62 亿元。2014 年公司实现营业收入 9.13 亿元，净利润（含少数股东损益）0.62 亿元，经营活动现金流量净额为-8.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.48 亿元。

公司注册地址：深圳市宝安区中心区兴华路南侧龙光世纪大厦 1 栋 2002；法定代表人：沈沛勇。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“深圳市优凯思投资顾问有限公司 2015 年公司债券”，本次债券规模为不超过 50 亿元，期限为不超过 5 年（含 5 年），可以为单一年限品种，也可以为多种期限的混合品种，分期发行。本次债券的具体期限构成和各期限品种的发行规模由股东大会授权董事会或董事会授权人士在发行前根据相关规定及市场情况确定。本次债券公开发行，发行对象为《公司债券发行与交易管理办法》认可的合格投资者。本次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。本次债券票面利率由公司和保荐人（主承销商）通过市场询价协商确定。

2015 年 8 月 19 日，公司已发行深圳市优凯思投资顾问有限公司 2015 年公司债券（第一期），债券代码为 122440，债券简称“15 龙光 01”；第一期债券基础发行规模为 25 亿元，超额配售 15 亿元。

深圳市优凯思投资顾问有限公司 2015 年公司债券（第二期）（以下简称“本期债券”）发行规模不超过 10 亿元，本期债券为 4 年期，附第 2 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。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。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金 10 亿元，扣除发行费用后，拟用于偿还公司借款和补充公司营运资金。

三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，在公司营业收入中占比在 96%以上。基于此，本报告行业分析围绕房地产行业展开。

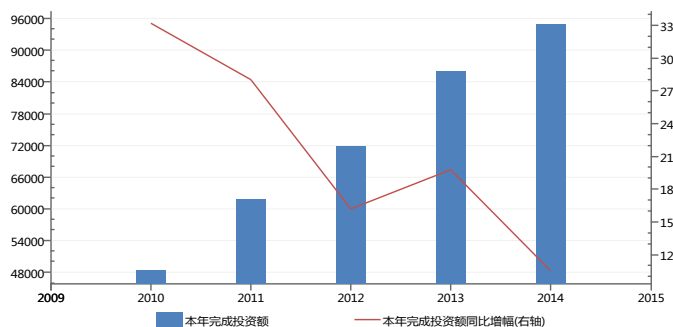
1. 行业概况

房地产业是我国国民经济的重要支柱产业，在现代社会经济生活中有着举足轻重的地位。经过十几年的发展，中国房地产行业已逐步转向规模化、品牌化和规范运作，房地产业的增长方式正由偏重速度规模向注重效益和市场细分转变，从主要靠政府政策调控向依靠市场和企业自身调节的方式转变。

从近年房地产行业发展趋势来看，2008 年，金融危机爆发前，房地产市场受到政策严厉调控的影响，表现低迷。后随着金融危机的深化，国家调控方向发生明显转变，行业景气度大幅回升。

之后几年，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，导致行业景气度出现明显波动。尤其是 2011 年，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场渐入低迷，同年 9 月~11 月一二线城市价格均出现一定程度的下跌。2012 年，受 2011 年行业低迷影响，房地产开发企业对行业未来预期趋向谨慎，行业增速进一步放缓，全年房地产开发投资 71,804 亿元，比上年增长 16.19%，增速较 2011 年放缓 11.86 个百分点；商品房施工面积 57.3 亿平方米，比上年增长 13.2%，增幅同比减小 12 个百分点；新开工面积 17.7 亿平方米，比上年减少 7.3%，增幅同比减小 23.5 个百分点。进入 2013 年，中国房地产市场景气度有所回升，2013 年，全国房地产开发投资 86,013.88 亿元，同比增长 19.79%，增速同比提高 3.6 个百分点。2014 年以来，我国房地产行业增速不断放缓，2014 年，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，全国房地产开发投资 95,035.61 亿元，名义同比增长 10.49%，较 2013 年同期增速大幅下滑 9.30 个百分点。预计未来一段时间，房地产市场将呈现一定的回调或波动态势（如下图所示），房地产市场将逐步进入平稳、理性增长的新时期。

图 2 2010~2014 年我国房地产开发投资及其同比增速（单位：亿元、%）



资料来源：wind 资讯

总体看，房地产业是我国经济的重要支柱产业，但受宏观经济波动和调控政策影响，近年来发展波动较大。

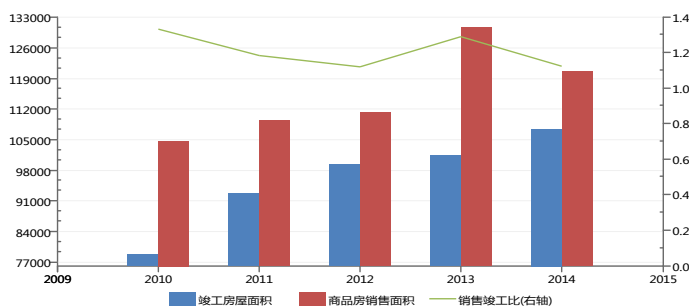
2. 市场供需

从行业上游来看，房地产开发企业成本主要包括土地成本、建安成本、税费、销售费用和财务费用等。虽然各个开发企业成本结构各不相同，但是行业内一般认为土地成本约占总成本的 40% 左右，建安成本约占 30% 到 40%，税费约占 10% 到 20%。建安成本中各种建筑材料如钢材、水泥供给充足，近年价格相对稳定，因此土地成本是影响房地产开发企业利润的重要因素。受楼市下行的影响，2014 年，全国土地市场呈现下行趋势，土地成交减少，低溢价率成为主流。2014 年，全国 300 个城市共成交土地 27,907 宗，同比减少 28%；成交面积 104,032 万平方米，同比减少 31%。其中，住宅用地（含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地）7,941 宗，同比减少 35%，成交面积 35,377 万平方米，同比减少 36%；商办类用地 5,363 宗，同比减少 29%，成交土地面积 15,917 万平方米，同比减少 31%。从溢价率来看，低溢价率成为主流，2014 年全国 300 个城市土地平均溢价率 10%，较 2013 年同期下降 5 个百分点。其中住宅类用地平均溢价率 12%，同比下降 7 个百分点。土地市场分化也日趋明显，2014 年，全国 300 个城市土地出让金总额同比下降 27%，总额为 23,412 亿元，其中 10 个重点城市占比约为 40%，较 2013 年增加 7 个百分点。2014 年，一线城市的土地成交量创五年新低，但成交均价则是五年新高。2014 年，一线城市共推出土地 833 宗，推出土地面积 3,665 万平方米，同比减少 26%；成交方面，共成交土地 772 宗，成交土地面积 3,401

万平方米，同比减少 27%；楼面均价 7,705 元/平方米，同比上涨 41%；土地出让金为 5,068 亿元，同比减少 3%。

从供求情况看，2008 年以来房地产市场需求持续释放，成交量逐年走高，反观竣工面积增幅小于销售面积，形成了供不应求的态势，尤其是一线城市更为明显。2013 年房屋竣工面积 10.14 亿平方米，增长 2.02%；其中，住宅竣工面积 7.87 亿平方米，同比下降 0.38%。2013 年份房地产整体运行平稳，随着三月份出台新版“国五条”后，各地成交受政策末班车效应影响，成交量普遍大幅上涨。2013 年全国商品房销售面积 13.06 亿平方米，同比增长 17.34%；其中，住宅销售面积 11.57 亿平方米，同比增长 17.46%。2014 年以来，随着限购逐步产生效果，全国商品房销售面积和销售金额均出现下降，如下图所示。2014 年，商品房销售面积 120,649 万平方米，同比下降 7.6%，其中住宅销售面积下降 9.1%；商品房销售额 76,292 亿元，同比下降 6.3%，其中住宅销售额下降 7.8%。从供给方面看，商品房竣工面积仍保持增长，2014 年，住宅竣工面积 107,459 万平方米，同比增长 5.9%。我国住宅供不应求的状态出现明显好转。

图 3 2010~2014 年全国商品住宅供求情况（单位：万平方米）

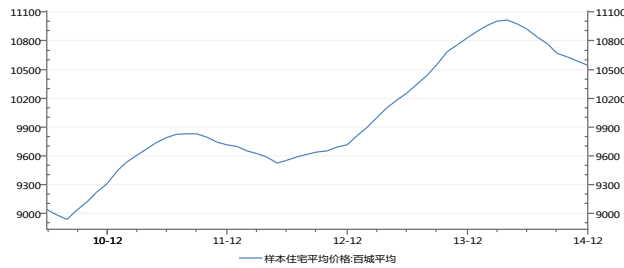


资料来源：wind 资讯、联合评级整理。

注：销售竣工比为销售面积和竣工面积的比值，大于 1 说明供不应求，小于 1 说明供大于求。

从商品房销售价格看，2010 年以来随限购、限贷等一系列房地产调控措施逐步深入，调控效果逐步显现。2011 年 9 月百城住宅均价自发布以来首次环比下跌，其中一二线城市价格均出现一定程度的下跌，特别是上海、南京、杭州、苏州、北京、深圳等地，同时主流房地产品牌企业纷纷实行“以价换量”策略，部分楼盘价格降幅超过 20%，新开楼盘亦以相对周边较低的价格优势进入市场。而进入 2012 年，房价呈先抑后扬态势，百城价格指数于 2012 年 6 月实现环比小幅上涨，结束了连续 9 个月下跌趋势，呈止跌回升态势。根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2013 年 12 月百城住宅均价为 10,833 元/平方米，同比上涨 11.51%。2014 年以来，由于各地限购的影响持续深化，全国百城住宅价格出现明显回落，2014 年 12 月百城住宅均价为 10,542 元/平方米，环比下跌 0.92%，连续第 5 个月下跌，跌幅扩大 0.33 个百分点，如下图所示。

图 4 百城住宅平均价格情况 (单位: 元)



资料来源: Wind 资讯

总体看, 从 2008 年开始, 全国房屋平均销售价格基本呈震荡上行态势, 2013 年也已经基本确立了持续上涨趋势, 但 2014 年以来房价上涨趋势得以扭转, 未来房价走势仍待进一步观察。

3. 竞争格局

从 2003 年至今, 房地产市场已经走过了黄金 10 年, 随着近年来调控政策的逐渐加码, 房地产行业也在不断成熟。房地产行业整体呈现业绩持续增长, 企业分化加剧, 行业集中度不断提高的发展态势 (详见下表)。

表 1 2010~2014 年前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
前 10 大企业销售额占比	10.13%	10.43%	12.76%	15.29%	16.92%
前 20 大企业销售额占比	14.24%	14.54%	17.62%	21.36%	22.79%
前 10 大企业销售面积占比	5.10%	5.73%	7.72%	9.88%	8.79%
前 20 大企业销售面积占比	7.09%	6.72%	10.38%	13.12%	13.65%

资料来源: 联合评级搜集整理

房地产行业表现出明显的强者恒强的趋势, 资金、品牌、资源等不断向大型房地产企业集中, 龙头公司在竞争中占据明显优势, 原因在于: 大型房地产企业项目储备丰富, 现金流稳定充裕, 较为广泛的区域分布可以平衡和对冲政策风险; 大型房地产公司的融资手段和渠道丰富, 稳定的现金流提高其信用等级, 融资成本低; 由于地价的上涨, 一二线优质地块角逐渐只能在大型房企之间进行。目前看, 中国房地产行业竞争的生态已经趋于固化, 龙头企业的先发优势明显, 万科、恒大等传统优势房企, 稳居行业前列, 领先优势进一步扩大。2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业如下表所示:

表 2 2014 年中国房地产开发公司测评前 10 强企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	万科企业股份有限公司	6	中国海外发展有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	大连万达商业地产股份有限公司	8	碧桂园控股有限公司
4	绿地控股集团有限公司	9	绿城房地产集团有限公司
5	保利房地产 (集团) 股份有限公司	10	龙湖地产有限公司

资料来源: 中国房地产研究会、中国房地产业协会与中国房地产测评中心联合发布。

总体看，房地产行业集中度不断提高，拥有资金、品牌、资源优势的大型房地产企业在竞争中占据优势。

4. 行业政策

房地产行业产业链长、行业容量大、相关产业占国民经济比重大，是国家调控经济运行的重要抓手。近年来，随着金融危机的发生和不断发展深化，国家多次通过调控地产行业的发展速度达到稳定经济增速的目的。与此同时，随着房地产行业的蓬勃发展，住宅价格迅速攀升，已经成为影响社会稳定和民生福祉的重要经济指标，对此，中央政府亦多次出台抑制房价快速上涨的政策。

2009年上半年，房地产行业宏观调控政策相对宽松。但是，随着各地纷纷出台房地产鼓励政策，房价明显上涨。下半年，政策逐渐转向收紧，12月国务院出台“新国四条”抑制房价过快上涨。2010年，国家出台了更为严厉的房地产政策，如明确二套房贷首付不能低于40%，贷款利率严格按照风险定价，增加住房有效供给，抑制房地产投机，实行更为严格的差别化信贷政策等。

2011年房地产调控政策频出，调控力度不断加大。2011年1月，国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》，要求已取得预售许可的房地产开发企业一次性公开全部房源，并明码标价。1月26日，国务院公布八条最新楼市调控政策，简称“新国八条”，主要内容包括提高二套房首付比例和贷款利率，明确保障房三年1,000万套的建设目标，各地制定住房价格控制目标，房价上涨过快的地区严格制定和执行限购令也推向全国等等。2011年1月27日，中国财政部表示，自2011年1月28日起，个人购买不足五年住房对外销售，全额征收营业税。

2012年，虽然没有出台国家级的楼市调控新措施，但是楼市调控政策力度不减。据统计2012年中央强调调控不动摇60次；4次提及“决不让房价反弹”；房价合理回归被提到156次；2次提及问责。限购、限价、限贷继续严格执行。五大政策显得最为重要，它们分别是公积金贷款政策、个人住房信息联网、查处小产权房、禁墅令政策以及经济领域内的央行降息政策。

进入2013年，房地产调控进一步升级。2013年2月20日，国务院常务会议确定的五项加强房地产市场调控的政策措施，包括完善稳定房价工作责任制、坚决抑制投机投资性购房、增加普通商品住房及用地供应、加快保障性安居工程规划建设、加强市场监管等五项内容，与此前的“新国八条”相比，此次中央并未提出更新的调控手段，但“新国五条”的出台意味着楼市政策“高压期”仍将持续一段时间。另一方面，保障性住房建设作为一项重要的民生工程越来越受到政府有关部门的重视。中央及各级地方政府在保障房建设资金来源、信贷支持、土地供应、税费政策优惠、鼓励民间资本参与等多个方面出台了一系列优惠政策，大力推动我国的保障性住房建设进程。

表3 2009年至今主要房地产调控政策

年份	调控政策
2009年5月	国务院发布《关于调整固定资产投资项目资本金比例的通知》
2009年12月	国务院常务会议提出“新国四条”
2010年1月	国务院发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2010年4月	国务院发布《关于坚决遏制部分城市房价过快上涨的通知》
2011年1月	国务院办公厅发布《关于促进房地产市场平稳健康发展的通知》
2011年1月	国务院“新国八条”
2013年2月	国务院“新国五条”
2013年3月	国务院《关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》
2014年	央行多次降息，多地取消限购

2015年2月	央行降息
2015年3月	央行调整二套房首付比例；财政部调整营业税征收标准

资料来源：联合评级搜集整理

2014年以来，我国房地产行业投资增速明显放缓，各地土地出让情况不佳，部分城市出现土地流拍等情况，对地方政府财政状况造成较大压力。经济下行压力与日俱增，国家稳定住房消费以防止房地产市场进一步下滑，刺激房地产市场以保经济增速。房地产市场调控政策因此由强力行政干预走向市场化，由令出中央到下放地方。2014年，全国大多数城市相继取消或者放松了当地的限购政策，以维护房地产市场的稳定健康发展，到目前为止，46个限购城市中仅余北京、上海、广州和深圳仍执行限购政策。此外，部分城市的救市措施还从公积金贷款调整、契税减免、调整首付比例、购房补贴、户籍准入等方面入手，呈现多元化、纵深化格局。

进入2015年，国家房地产调控政策相继出台。2月28日，央行决定自2015年3月1日起，金融机构一年期贷款基准利率下调0.25个百分点至5.35%，一年期存款基准利率下调0.25个百分点至2.5%，存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.2倍调整为1.3倍。3月30日，人民银行和财政部相继发文，对拥有一套住房且相应购房贷款未结清的居民家庭购买二套房，最低首付款比例调整为不低于40%；个人将购买2年以上（含2年）的普通住房对外销售的，免征营业税。相关政策反映出国家层面对房地产行业的支持，对房地产行业形成利好。

总体看，目前房地产行业调控方向将从行政手段逐渐向长效的经济手段转变。未来房地产调控仍然是重要的宏观政策，有望继续保持和改进。行业在可预见的未来仍将受政策影响体现出比较明显的行业波动。

5. 行业关注

资金链日趋紧张

房地产行业与国家调控政策紧密相关，且具有强周期性。随着银行等金融机构贷款逐步收紧，房企更多地开始依靠项目销售等回款作为资金来源。但在长期的“限购”和“限贷”政策下，进入2014年我国房地产销售情况开始转淡，销量和价格均出现同比下降，影响房地产企业的回款能力和现金流，部分房企的资金链越发紧张。

市场格局持续分化

近些年随着房地产市场的发展以及房地产调控的持续推进，国内房地产市场出现了明显分化。由于此前全国各地市场快速发展，在调控政策从严的作用下，三四线城市房地产市场增长趋势有所放缓；而一二线城市虽然也受到一定影响，但市场整体发展要明显好于三四线城市。目前三四线城市由于库存积压较大，持续购买力不足，多个城市出现了房价下跌的现象，例如鄂尔多斯与温州之后的江苏常州、辽宁营口、贵州贵阳、河北唐山、云南呈贡、海南三亚等。

房企利润率下降

目前，房地产企业的利润已经到了一个饱和程度，部分项目的利润率走低。在房价的构成中，三分之一为地价；地产商所获利润的60%需缴纳税金，且此部分税金越来越高；另外还有一部分资金成本被金融机构获得。由于地产项目的成本高企，房地产企业单纯依靠房价上涨带来的机会利润愈发难以持续。如果房企不进行战略上的创新与管控能力的提升，将很难提升其利润率，获得超额利润。

6. 行业发展

调控政策去行政化和长期化

在过去几年的房地产调控中，限购等行政手段在短期内起到了很多积极作用，但是仍然缺少有效的长期调控手段。2013年5月国务院批准对发改委的批复意见中提出深化个人住房房产税改革试点范围。未来，房产税将是一个长效的调控机制，用来替代目前的行政调控手段。从长远来看，由于中国经济转型的需要，中国政府抑制房价过快上涨和保持房地产行业健康发展的动力同时存在，这就导致调控政策向常态化和长期化方向发展，最终脱离行政管理体系的前景是比较确定的。

地方政策调整更趋灵活，空间更大

市场化改革和长效机制的建立不可能一蹴而就，随着多地限购政策的取消，各地政策的调整或将迎来新的契机。北上广深等一线城市难以从限购方面取得突破，而将继续从公积金、信贷等方面支持自住需求；对于其他城市来说，政策调整空间将有所扩大。

供需转变，城市分化增大；部分城市库存高位导致城市房价下行压力加大

需求方面，2014年央行发布“央五条”明确支持首套房贷款有助于平稳市场预期，同时两次定向降准释放一定流动性，预计未来一段时期中央或将继续采取金融措施支持自住型住房需求，合理引导和稳定市场预期，地方政策微调也将短期刺激市场，房地产市场需求或将缓慢回升。供应方面，前几年供应土地逐渐进入上市推盘周期，未来一段时期企业销售压力加大，预计企业推盘会更加积极，市场供应量将进一步增加。价格方面，“去库存”仍是房地产市场主基调，预计全国房价将在波动中延续阶段性下行趋向；库存持续高位、去化周期长的城市房价下行压力较大；而受需求量大、资源集中的影响，一线城市房地产业预计仍将保持平稳。

综合来看，在未来一段时期，针对房地产行业的调控政策将更加市场化、灵活化，但由于供需转变、库存高位等原因可能导致二三线城市房价下行压力较大。

7. 深圳市房地产市场概况

公司立足广东省、广西省和深圳地区，其开发的项目大多位于深圳，深圳市房地产市场情况对公司业务发展具有重要影响。

近年来，我国房地产市场整体进入调整周期，但不同城市出现分化。三四线城市房地产库存高企，房地产市场继续处于较低景气区间，而以深圳为代表的一二线城市由于集中了优质服务资源而持续吸引外来人口进入，其房地产市场需求保持稳定增长。

土地市场

根据wind数据，2014年深圳土地市场共有47宗土地实现成交，较2013年减少1宗。土地出让面积合计160万平方米，规划总建筑面积555.62万平方米，相比上年分别减少5.78%、20.25%。虽然成交土地宗数与面积同比均有所减少，但2014年深圳土地出让金总金额再创有史以来新高，土地出让金总金额为654.27亿元，较2013年提高了174.21亿元。

供需情况

根据wind数据，2014年，深圳市完成房地产开发投资1,069.49亿元，比2013年增长22.00%。其中，住宅投资完成730.28亿元，增长23.70%。根据深圳统计局数据，2014年，全市商品房施工面积为4,492.18万平方米，比上年增长12.2%。其中，住宅施工面积为2,870万平方米，上涨10%。2014年，全市商品房竣工面积为425.31万平方米，比上年增长20.3%。其中，住宅竣工面积为269.26万平方米，增长37.1%。2014年12月，深圳样本住宅平均价格为30,719元/平方米，

住宅价格指数同比增长 0.42%。进入 2015 年，截至 6 月底，深圳房地产市场景气度持续上行，住宅价格指数同比增长 13.67%。

总体看，由于集中了全国的优质服务资源，吸收了大量人口流入，深圳房地产市场景气度较高，保持了稳定发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是港股上市公司龙光地产唯一的地产业务开发平台。公司控股股东龙光地产于 2013 年 12 月在港交所主板上市，股票代码为 3380.HK。

公司是一家以房地产（商品住宅开发）开发、资本投资于一体的综合性企业集团，旗下拥有广州、深圳、汕头、佛山、南宁等二十余家房地产开发公司、工程公司和项目投资公司。公司专注于住宅物业市场的物业开发，产品主要针对首次置业和换房人士。截至 2014 年底，公司总开发面积超过 1,000 万平方米，拥有房地产开发国家一级资质、房屋建筑工程施工总承包国家一级资质、物业管理国家一级资质。

由于公司是龙光地产唯一的地产业务开发平台，相关荣誉均由龙光地产进行申报。2014 年，龙光地产行业地位和影响力不断提升，并获得各个独立机构颁发的多个奖项，包括北京贝塔咨询中心与《证券市场周刊》联合推出的财务安全性排名中位列前五；香港财经杂志《经济一周》颁发的“香港杰出企业”的荣誉称号；“2014 中国房地产百强企业-盈利性 Top10”称号以及和讯网颁发的“最具发展潜力房地产企业奖”等。2015 年，龙光地产蝉联“2015 年中国房地产百强企业盈利性 Top10”称号，并获评中国地产百强榜排名新高第 38 位。

总体上看，作为龙光地产的运行主体，公司具有丰富的房地产开发经验和开发实力，具有较强的竞争力。

2. 人员素质

截至 2014 年底，公司高管人员包括董事会主席、副总裁、总裁助理、财务总监共计 4 人。

公司董事会主席纪海鹏先生，1966 年出生，于 1996 年在汕头创办公司，主要负责公司的整体业务决策。纪海鹏先生于物业发展行业拥有 19 年经验，并拥有企业策划及管理 and 项目管理经验，曾出任汕头市地产业协会第二届理事会及广东省房地产业协会的副会长。同时，纪海鹏先生亦兼任龙光地产主席、行政总裁，龙光股份董事、行政总裁，龙光基业集团有限公司董事、行政总裁。

公司副总裁兼执行董事纪建德先生，1974 年出生，是纪海鹏先生的胞弟。于 2006 年加入龙光地产，在职期间担任公司旗下多家公司的法人代表、董事及总经理一职，主要负责公司的运营管理、建筑及原材料管理。

公司总裁助理兼执行董事肖旭先生，1971 年出生，于 1993 年 6 月取得暨南大学工商管理学士学位，并于 1998 年 7 月获取中共广东省委党校经济学研究生文凭。肖旭先生于 2007 年受聘于龙光地产，曾于 2007 年 8 月至 2011 年 4 月期间在龙光地产出任多个高管职位，其后于 2011 年 4 月委任为深圳优凯思的总裁助理，主要负责推行公司的策略发展、进行投资分析及开展外部事物。

公司财务总监兼执行董事赖卓斌先生，1971 年出生，于 2007 年加入龙光地产，并于 2007 年 11 月至 2011 年 5 月期间在财务管理中信出任高级管理职位，其后于 2011 年委任为深圳优凯思财务总监，赖卓斌先生为注册会计师，是中国注册会计师协会会员，主要负责公司的财务管理、资本市场运作及营销管理等事物。

截至 2014 年底，公司总部在职员工共计 1,157 人。从教育程度看，大专以上学历人员共 868 人，占 70.5%，专科及以下学历人员占 29.5%；从职称构成看，初级人员占 69%，中级人员占 26%，高级人员占 5%；从年龄结构来看，30 岁以下人员占 42%，30~50 岁人员占 56%，50 岁以上人员占比 2%。公司员工结构比较合理，能够满足公司经营需要。

总体来看，公司高管人员具有较好的专业背景和丰富的管理经验，整体素质较高；公司员工结构合理，符合行业特点。

五、公司管理

1. 治理结构

作为龙光地产（3380.HK）的全资下属公司，公司建立了较为完善的法人治理结构。目前，润铭（香港）投资有限公司持有公司 75% 的股权，为公司控股股东。

股东大会是公司的最高权力机构，享有法律法规和公司章程规定的合法权利，依法行使企业经营方针、发展战略、投资、利润分配等重大事项的表决权。董事会向股东大会负责，依法行使企业的经营决策权，负责内部控制的建立健全和有效实施。董事会下设投资决策委员会、产品决策委员会、招标成本委员会、绩效和薪酬委员会。公司的董事会现有 4 名成员。公司不设监事会，设监事 2 名。经理层负责组织实施股东大会、董事会的决议事项，公司总经理在董事会的领导下，全面负责公司的日常生产经营管理工作和组织领导企业内部控制的日常运行。

总体看，公司法人治理结构合理，实际运行情况良好。

2. 管理体制

经过多年的发展和经验积累，公司已经形成了比较健全、有效的内部控制制度体系。公司现行的内部控制制度体系分为企业控制环境层面制度、企业控制活动层面制度与企业控制手段层面制度。

其中，企业控制环境层面制度核心内容包括公司治理、组织结构、发展战略、人力资源、社会责任、企业文化等方面；企业控制活动层面制度核心内容包括资金活动、采购业务、资产管理、销售业务、工程项目、担保业务、财务报告等方面；企业控制手段层面制度核心内容包括全面预算、合同管理、内部信息传递、信息系统控制、内部监督等方面。公司现有的内部控制制度已覆盖了公司运营的各层面和各环节，形成了规范的管理体系。

企业控制环境层面，公司根据《公司法》、《外资企业法》和积累的治理经验建立了完善的法人治理结构，制定了《股东会议事规则》、《董事会议事规则》、《信息披露管理制度》、《关联交易管理制度》、《对外担保管理制度》、《投资者关系管理办法》等规章制度，作为港股上市公司下属主要运营平台，公司控制环境比较完善。

企业控制活动层面，公司充分考虑到项目开发中的风险控制，明确规定处理各种经济业务的职责分工和程序方法。工程管理方面，对工程施工进度安排做出了详细和明确规定，对竣工标准和建设工程交楼标准进行了明确。

企业控制手段层面，公司制定了《审计监察管理制度》等规章制度，内审人员经常性地监督公司内部控制制度的执行，定期对内部控制制度的健全有效性进行评估并提出意见，内部审计对公司内部控制的有效执行发挥着重要的作用。

总体看，公司内部管理制度较为健全，财务制度规范，对子公司和分支机构管理严格，公司整体管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为房地产开发与销售。2012~2014年，公司营业收入规模呈现较快增长态势，三年复合增长率为33.06%，2014年实现营业收入123.54亿元，较上年增加4.20%。

从公司营业收入的构成来看，房地产开发业务是公司主要收入来源，近三年占公司营业收入的比例均在93%以上，2014年房地产开发业务实现营业收入118.85亿元，占当年营业收入的96.20%，公司主营业务十分突出。公司建筑工程收入占比有所波动，其他业务板块占比均较小。

毛利率变化方面，公司近三年整体毛利率呈下降趋势，主要系公司交房结构变化所致。2012~2014年，公司主营业务毛利率分别为42.69%、41.78%和33.64%。总体上看，公司毛利率仍处于较高水平。

表4 2012年~2014年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务板块	2012年			2013年			2014年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
房地产开发	667,497.31	95.66	42.69	1,103,317.87	93.06	41.78	1,188,450.80	96.20	33.64

资料来源：公司提供，联合评级整理。

此外，公司尚有部分出租建筑物形成的租金收入和建筑工程收入（主要系为关联方提供部分建筑业务），2012~2014年，出租建筑物租金收入分别为0.58亿元、0.64亿元和0.56亿元；建筑工程收入分别为2.30亿元、6.96亿元和2.37亿元。

总体看，近三年公司营业收入规模不断扩大，地产开发业务迅速增长；公司毛利率保持在较高水平。未来随着公司在售楼盘的开发和销售推进，公司营业收入规模预计仍将保持稳健增长。

2. 土地储备情况

公司全部通过公开市场“招、拍、挂”流程获得土地。公司部分项目土地由于拿地时间较早，因此成本相对较低。土地出让金的支付方面，在“招、拍、挂”方式下，一般先支付保证金，拍到土地后一般在一个月内支付余下的土地款（各地有所不同），同时取得对应的土地发票。公司在拿地前会做详细的考察、产品定位并仔细测算成本，在成本可控的情况下拿地。

近三年，公司拿地建筑面积分别为117.88万平方米、162.47万平方米和224.55万平方米，土地成本支出分别为21.25亿元、31.37亿元和86.62亿元。2012~2014年，公司分别成功竞得8块、8块和6块土地，地上规划建筑面积合计504.90万平方米。由于公司拿地区域主要集中在珠三角、汕头及广西区域等城市，土地均价处于较低水平。

由于公司采用快速周转的开发模式，拿地后即进行开发，周期较短。公司近年来拿地规模较大，可满足近期项目开发需要。但公司主要土地储备集中在珠三角、汕头及广西区域，需持续关注市场集中相关风险。

表5 公司近三年拿地情况

获得时间	地块名称	地区	获得价格（百万元）	地上规划建筑面积（m ² ）	土地均价（元/平方米）
2012年	普罗旺斯8期	南宁	182.71	92,479.62	1,975.66
	普罗旺斯9期	南宁	344.50	182,054.00	1,892.29
	海悦熙园	中山	130.00	107,094.27	1,213.88
	水悦龙湾3期	南宁	96.39	21,790.87	4,423.21
	君御华府	南宁	643.33	138,788.00	4,635.31

	君悦华府	佛山	250.00	82,967.56	3,013.23
	水悦熙园	中山	141.12	108,045.04	1,306.12
	水悦龙湾	佛山	337.11	445,571.60	756.58
	小计		2,125.15	1,178,790.96	1,802.82
2013年	君悦龙庭	佛山	596.68	292,886.06	2,037.24
	君御华府	东莞	162.00	69,201.30	2,341.00
	龙光城	惠州	30.60	93,061.00	328.82
	龙腾嘉园	汕头	976.00	669,700.00	1,457.37
	海悦华庭	中山	376.00	163,378.30	2,301.41
	尚街大厦	佛山	170.00	73,626.79	2,308.94
	天湖华府	佛山	601.00	88,661.24	6,778.61
	水悦馨园	中山	225.32	174,212.00	1,293.37
小计		3,137.60	1,624,726.69	1,931.16	
2014年	御海阳光	汕头	1,968.00	698,058.00	2,819.25
	君悦华庭	成都	560.54	359,393.00	1,559.68
	水悦熙园	佛山	506.62	264,199.35	1,917.57
	凯风路西侧项目	桂林	645.00	588,156.00	1,096.65
	长流南片区	海口	301.77	149,178.00	2,022.89
	白石龙地块	深圳	4,680.00	186,500.00	25,093.83
	小计		8,661.93	2,245,484.35	3,857.49

资料来源：公司提供

总体看，公司近年拿地规模较大，土地储备资源较好，能够满足近期项目开发需要。

3. 项目建设开发情况

在项目开发方面，公司重视成本控制，公司拥有建设公司龙光工程建设，便于全产业链控制成本。公司坚持全流程成本控制，并已开发一套有效的成本控制系统，能有效控制及管理项目开发流程中每个工序的成本。公司以质量和客户满意度为基础，全面控制缩减、降低公司运营成本、融资成本、土地成本、建设成本及销售成本。在项目建设初期，依照经验及历史数据，实施准确的成本预测，确保在项目设计过程中透过持续监测目标成本执行情况，关注市场发展及提供成本控制反馈；公司实施中央采购原理，并透过子公司龙光工程建设兴建部分项目，以期通过协同效应有效控制建筑成本。

在产品定位方面，公司房地产项目主要定位为刚需产品。区域方面，公司以两广为中心，开发区域已涵盖汕头、深圳、广州、惠州、东莞、佛山、中山、珠海、南宁及成都等城市，累计开发住宅、商业逾 1,000 万平方米。

表6 2012~2014年底公司主要开发数据情况

项目	2012年	2013年	2014年
新开工面积（万平方米）	92.90	271.94	213.94
竣工面积（万平方米）	117.66	144.47	219.14
期末在建面积（万平方米） ¹	358.00	506.00	464.00

资料来源：公司提供

2012~2014年，公司房地产开发新开工面积、房屋施工面积等保持在较大规模。受项目进度安排影响，公司新开工面积和竣工面积有所波动。公司2013年新开工面积达到272.00万平方米，为三年最高值。而2014年公司竣工面积较大，为219万平方米。

¹期末在建面积指该时点公司在建项目面积，可能会与公司当期全部在建面积存在差异。

截至 2014 年底，公司在开发/在售二级开发项目共 31 个，包括在建但尚未达到出售条件和拟建的项目。公司在开发/在售项目总投资合计 462.83 亿元，截至 2014 年底已投资 308.39 亿元，尚有剩余投资 154.44 亿元。2015 年，公司在开发/在售项目预计投资 71.43 亿元，投资资金需求较大，但考虑到预售可以带来部分资金回流，实际投资压力将有所缓解。其中，公司深圳东龙光城项目总可售面积为 503.15 万平方米，项目规模大；该项目位于深圳和惠州交界处，主要面对深圳市相关刚需客户。

总体看，公司在开发/在售项目尚有可售面积 986.22 万平方米，其中约 60%位于珠三角区域，可支持公司未来几年的发展。但公司在开发项目规模较大，存货规模大，存在一定的去化压力和较大的资金需求。

表 7 截至 2014 年底公司在开发/在售项目基本情况

序号	项目名称	总投资 (万元)	截至 2014 年底已 投资情况 (万元)	未来投资情况 (万元)			可售面积 (m ²)	已售面积 (m ²)	单价 (元/m ²)
				2015 年	2016 年	2017 年			
1	成都君悦华庭	75,981	35,274	17,211	18,466	4,007	359,393	11,465	4,059
2	成都天悦龙庭	147,289	143,198	4,092	0	0	237,233	163,577	9,037
3	佛山君悦龙庭	131,413	89,996	29,983	4,774	5,119	292,886	99,538	6,612
4	广州棕榈水岸	78,909	73,616	5,293	0	0	308,011	240,476	14,160
5	佛山尚街大厦	47,788	24,040	14,292	8,093	920	73,627	16,678	7,377
6	佛山君悦华府	48,982	36,983	5,894	3,243	2,595	83,162	45,637	10,255
7	佛山水悦龙湾	228,306	100,186	65,238	36,881	24,116	426,610	97,037	7,083
8	佛山天湖华府	102,400	68,706	12,250	13,989	6,336	96,841	0	12,132
9	惠州龙光城	454,347	308,520	115,145	26,356	4,322	5,031,477	972,320	5,831
10	惠州天悦龙庭	96,224	78,089	15,113	2,202	817	372,134	216,046	4,142
11	惠州水悦龙湾	119,816	79,306	30,236	7,241	3,033	310,756	125,434	6,605
12	南宁普罗旺斯	317,285	255,819	46,168	11,369	3,243	1,881,998	1,435,555	8,292
13	南宁水悦龙湾	229,889	225,047	3,858	984	0	613,676	471,581	6,808
14	南宁君御华府	101,747	79,944	12,635	5,708	3,117	141,619	44,594	9,452
15	汕头龙腾嘉园	251,173	120,802	39,791	54,385	28,157	669,700	83,473	5,478
16	汕头尚海阳光	325,575	276,232	46,143		3,121	682,218	474,716	19,236
17	汕头御海阳光	222,386	113,398	42,329	39,687	18,328	698,058	0	8,349
18	深圳玖龙玺	622,258	482,475	46,789	50,893	34,390	228,639	0	--
19	东莞君御华府	36,211	26,571	7,674	1,599	367	69,201	44,915	7,269
20	东莞君御旗峰	134,825	126,268	7,816	634	107	208,779	119,589	9,656
21	中山海悦熙园	43,497	38,970	3,112	1,297	0	107,613	89,229	15,684
22	中山海悦华庭	82,742	62,816	15,370	4,008	500	163,378	129,783	8,130
23	中山水悦馨园	77,223	49,146	21,576	5,520	980	169,229	22,053	5,891
24	佛山水悦熙园	122,277	63,361	21,139	21,158	13,373	264,199	0	--
25	佛山水悦云天	--	--	--	--	--	356,784	324,723	6,882
26	桂林普罗旺斯	247,515	48,535	61,849	50,017	39,217	588,156	0	--
27	海口海云天	69,978	38,317	19,127	12,534		149,178	0	--
28	陵水海语龙湾	167,936	0	0	50,381	67,174	426,142	0	--
29	汕头龙腾熙园	--	--	--	--	--	255,255	214,160	4,997
30	汕头阳光华府	--	--	--	--	--	24,948	19,954	0
31	中山水悦熙园	44,353	38,269	4,138	1,872	74	107,387	73,541	6,133
	合计	4,628,325	3,083,884	714,261	433,291	263,413	15,398,290	5,536,071	-

资料来源：公司提供

4. 房产销售情况

2012~2014 年，公司房地产开发分别实现收入结转 66.75 亿元、110.33 亿元和 118.85 亿元，结转收入呈快速增长态势。

从房产销售均价上看，公司房屋销售平均价格呈波动态势，2012 年销售均价为 8,272.00 元/平方米，2013 年下降为 7,452.00 元/平方米，2014 年则小幅回升至 7,580.00 元/平方米，主要系公司销售项目的结构及区域差异所致。从销售面积来看，公司销售面积未受到国内房地产行业整体

下滑影响，签约销售面积呈增长态势，2014年销售面积为165.59万平方米；公司签约销售金额为125.52亿元，较2013年小幅下降。

表8 公司2012~2014年房产销售情况

项目	2012年	2013年	2014年
签约销售面积（万平方米）	115.08	164.22	165.59
签约销售金额（亿元）	97.37	132.08	125.52
签约销售均价（元/平方米） ²	8,272.00	7,452.00	7,580.00
结转收入面积（万平方米）	86.66	127.95	160.37
结转收入（亿元）	66.75	110.33	118.85

资料来源：公司提供

从地域分布看，公司房地产项目立足两广地区和珠三角地区，目前主要是深圳、佛山和中山等地。从结转收入情况看，2014年广东地区确认的收入占58.91%，广西地区占29.89%，其余主要为四川地区确认的房地产开发收入。从销售情况看，广州珠三角始终为公司主要销售区域。2014年公司整体销售业绩未受行业不利因素影响，主要系由于公司专注刚性需求及刚性改善型需求产品的市场地位，在具备经济及人口增长潜力的城市，以珠三角区域为主，进行资源布局。考虑到公司项目主要集中于人口处于净流入等优势地区，公司未来去库存风险较小。

表9 公司2012~2014年房产合约销售区域分布情况

项目	2012年	2013年	2014年
销售面积（万平方米）	115.08	164.22	165.59
其中：			
广东珠三角	53.50	97.52	93.21
广东汕头	31.38	23.17	27.47
广西	25.79	37.65	37.37
其他	4.41	5.88	7.54
销售金额（亿元）	97.37	132.08	125.52
其中：			
广东珠三角	49.98	65.00	65.78
广东汕头	27.81	34.08	21.83
广西	16.04	27.75	31.2
其他	3.54	5.25	6.71

资料来源：公司提供

总体上看，近年公司房产销售情况未受政策不利影响，销售面积仍呈增长态势；但受公司开发项目区域变动，销售均价有所下调；考虑到公司的开发策略及区域分布，预计公司项目销售均价将有所提升；公司销售区域集中度较高，但区域经济发展状况良好，公司去库存风险不大。

5. 经营效率

2014年，伴随公司营业收入规模持续增长，公司应收账款周转次有所上升，由2013年的43.13次下降为2014年的47.63次，应收账款周转率处于较高水平；随着公司项目开发规模扩大，公司存货规模迅速扩大，存货周转率有所下降，由2013年的0.46次下降为2014年的0.38次；总资产周转率则由0.49次下降为0.38次，主要是公司2014年在深圳等地获取价值较高的土地，导致存

² 该销售均价为综合地下车库面积和售价后的金额。

货增加，从而带动总资产上升较快所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司存货周转率和应收账款周转率处于行业正常水平；公司总资产周转率处于行业领先水平。整体看，公司经营效率较好。

表10 2014年房地产开发类上市公司经营效率指标（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
保利置业集团	21.43	0.29	0.24
龙湖地产	58.22	0.48	0.33
华润置地	145.90	0.39	0.29
融创中国	117.64	0.39	0.24
碧桂园	11.30	0.57	0.36
万科企业	55.50	0.32	0.28
恒大地产	18.06	0.37	0.27
华侨城(亚洲)	13.66	0.18	0.18
龙光地产	48.19	0.38	0.34

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，使用龙光地产相关指标进行比较；
应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

6. 经营风险与关注

公司房地产业务集中于两广及珠三角地区，开发项目规模大，存在一定的去化压力

目前公司房地产开发项目以两广地区及珠三角地区为主。鉴于我国房地产行业整体形势，未来房地产市场在一二三线城市之间出现分化的可能性较大，三线城市整体上看抵抗行业景气波动的能力较低，需要密切关注公司存货的去化情况，以及公司销售回款的影响。

公司项目未来投资规模大，存在一定的融资需求和压力

近年来公司发展速度快，近三年拿地规模较大，公司项目后续开发尚需较大规模投资，对公司资金流形成一定压力，需要关注由此带来的经营和财务风险。

7. 未来发展

作为在港上市房地产开发商龙光地产唯一的地产业务开发平台，公司将着眼于客户的需求与产品的质素，在不断加强及完善自身的运营、管理的基础上，坚持“务实、创新、阳光化”的经验宗旨，谨慎投资，稳步前行。

公司将巩固公司在珠三角、两广等优势区域的市场地位，继续专注刚性需求及刚性改善型需求产品，提高公司业务的抗风险能力；坚持以“轻资产、快周转”的运营模式作为公司当前的核心竞争力，加快项目周转，不大量持有商业物业，不投资持有型物业，提高产品变现能力，规避资金沉淀。同时，公司将适时优化产品结构，确保现金流快速回笼周转的同时保证项目合理利润率。未来在加强土地资源方面，公司将在具备经济及人口增长潜力的一二线城市中寻找该类增值空间可观的地块资源，重点关注和研究配合基础设施建设、或与城市轨道交通、城际轨道站台连接的服务性项目。

总体上看，公司未来发展规划清晰、稳健，有利于未来公司健康良性发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2012~2014 年度财务报告，经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司财务报告遵照财政部《企业会计准则》的规定编制。

2012~2014 年，公司合并范围不断扩大，2012 年，公司新设立 1 家一级子公司和 1 家二级子公司；2013 年公司新设立 4 家二级子公司和 4 家三级子公司，并收购控股股东纪海鹏持有的广东现代建筑设计与顾问有限公司 100% 股权和佛山市龙光阳光海岸房地产有限公司 66% 股权；2014 年，公司新设立 2 家一级子公司、4 家二级子公司和 3 家三级子公司共 9 家子公司。总体上看，公司合并范围变动主要系新设成立子公司，公司财务数据可比性较强。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 381.67 亿元，负债合计 253.67 亿元，所有者权益（含少数股东权益）128.00 亿元。2014 年公司实现营业收入 123.54 亿元，净利润（含少数股东损益）22.58 亿元，经营活动现金流量净额为-78.34 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.38 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 391.30 亿元，负债合计 262.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）128.62 亿元。2014 年公司实现营业收入 9.13 亿元，净利润（含少数股东损益）0.62 亿元，经营活动现金流量净额为-8.57 亿元，现金及现金等价物净增加额-12.48 亿元。

2. 资产质量

2012~2014 年，公司资产规模以较快速度增长，年均复合增长率为 31.61%。截至 2014 年底，公司资产合计 381.67 亿元，其中流动资产占比 86.63%，非流动资产占比 13.37%，流动资产占比高符合房地产开发企业特征。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产呈迅速增长态势，年均复合增长率达到 35.64%，主要系公司业务规模不断扩大，以存货为主的流动资产相应大幅增长所致。截至 2014 年底，公司流动资产为 330.64 亿元，以货币资金（占 16.74%）和存货（占 76.36%）为主。

2012~2014 年，公司货币资金总额呈持续增长态势，年均复合增长率为 41.91%。公司的货币资金充足，截至 2014 年底，公司货币资金为 55.36 亿元，主要为银行存款。货币资金中使用受限金额 5.85 亿元，占比为 10.57%，用于质押担保。总体上看，公司货币资金充足。

2012~2014 年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加，三年复合增长率为 37.91%。截至 2014 年底，公司存货账面价值为 252.46 亿元，较年初增长 42.75%。2014 年底公司存货构成为开发产品和原材料，其中已完工开发产品、在建开发产品和拟开发产品的账面价值分别为 39.33 亿元、124.46 亿元和 88.64 亿元，原材料账面价值为 0.03 亿元。存货中用于担保的受限资产为 96.24 亿元。截至 2014 年底，公司存货中，已完工开发产品成本较大的项目主要有汕头尚海阳光项目（7.02 亿元）、东莞君御旗峰项目（5.54 亿元）；在建开发产品成本较大的项目有惠州龙光城项目（30.29 亿元）、汕头龙腾嘉园项目（14.76 亿元）、佛山君悦龙庭项目（12.16 亿元）；拟开发产品成本较大的项目主要有深圳龙华项目项目（48.48 亿元）和汕头御海阳光（22.41 亿元）。公司存货规模较大，变现能力将受到房地产行业景气度及政策影响。

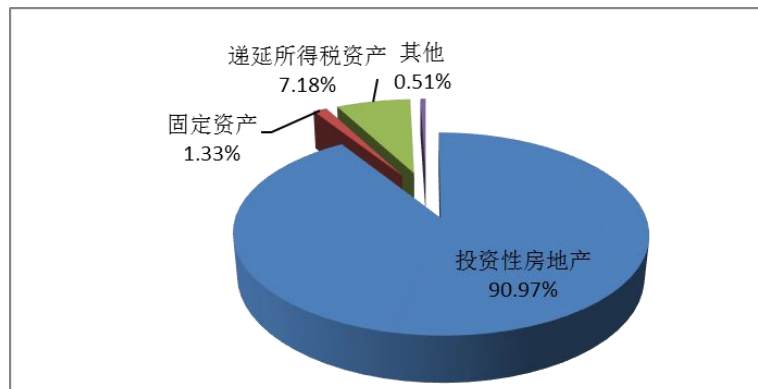
公司其他应收款主要为应收关联公司款项、代垫分包商款项、工程质量及安全保证金及土地竞拍保证金等。截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额为 9.83 亿元。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产规模呈不断增长趋势，近三年年均复合增长率为 12.04%。截

至 2014 年底，公司非流动资产总额为 51.03 亿元，以投资性房地产（占 90.97%）、固定资产（占 1.33%）和递延所得税资产（占 7.18%）为主（如下图所示）。

图 5 截至 2014 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

注：其他包括无形资产和长期待摊费用

公司投资性房地产按公允价值计量，2012~2014 年，公司投资性房地产年均复合增长率为 11.47%。截至 2014 年底，公司投资性房地产账面余额为 46.43 亿元，主要系公司所在的龙光世纪大厦项目商业物业。投资性房地产中用于担保的受限资产为 24.57 亿元。

公司递延所得税资产主要由可抵扣亏损、预提土地增值税、公允价值变动、未实现内部交易损益等形成，2012~2014 年，公司递延所得税资产增长较快，年均复合增长率为 22.18%。截至 2014 年底，公司递延所得税资产为 3.66 亿元。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主，符合行业特征；流动资产中，公司货币资金充足，但以房地产开发项目为主的存货占比较大，公司存在一定的去库存压力；非流动资产中投资性房地产、递延所得税资产等占比较大；公司整体资产质量较好。

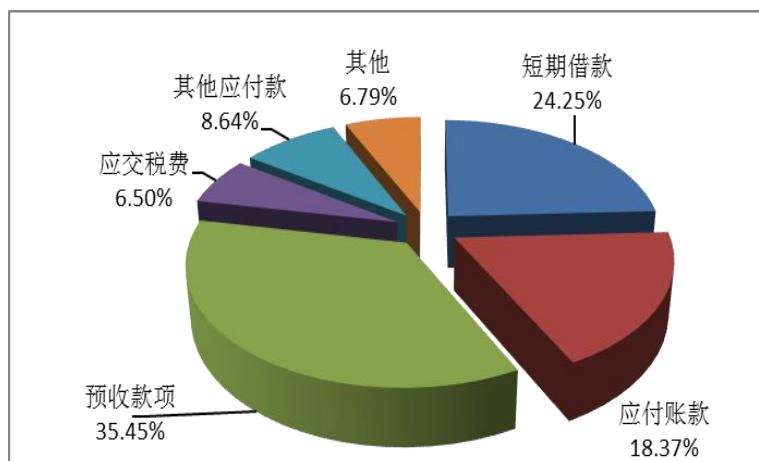
3. 负债及所有者权益

负债

伴随公司业务规模扩大，公司负债规模逐年增加，近三年年均复合增长率为 20.67%。截至 2014 年底，公司负债合计 253.67 亿元，较年初增长 26.86%，主要系 2014 年公司增加短期借款所致。负债中流动负债和非流动负债分别占 65.23%和 34.77%。

2012~2014 年，公司流动负债规模呈不断增长趋势，年均复合增长率为 13.78%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 165.47 亿元，以短期借款（占 24.25%）、应付账款（占 18.37%）、预收款项（占 35.45%）为主（如下图所示）。

图6 截至2014年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

其他包括应付职工薪酬、应交税费、应付利息、其他应付款、一年内到期非流动负债。

2012~2014年，公司短期借款呈不断上升趋势，年均复合增长率195.65%，截至2014年，短期借款余额为40.13亿元，较年初增长597.67%，主要由于担保借款和保证借款的大幅增长。短期借款中，信用借款为22.38亿元（占比55.77%），抵押借款为4.10亿元（占比10.22%），担保借款为11.67亿元（占比29.08%），质押借款为1.98亿元（占比4.93%）。

随着公司业务规模的扩大，2012~2014年，公司应付账款金额呈不断增长态势，年均复合增长30.40%。截至2014年底，公司应付账款余额为30.39亿元，较年初增长12.95%，其中应付及预提成本占比95.34%，系按照工程完工进度计提的工程款。

2012~2014年，公司预收款项较为稳定，逐年呈微弱下降趋势，预收款项主要为预收房屋销售款。截至2014年底，公司预收款项合计58.66亿元，较年初下降7.58%，其中预收房屋销售款为58.62亿元，占比达到99.93%。预收房屋销售款系对已经签订商品房销售合同，但未达到竣工结算条件的项目所收取的客户房款，该款项在工程进度达到结算条件时将结转为营业收入。公司预收款项待交房后将结转为收入，因此不存在实际偿付压力。

截至2014年底，公司其他应付款为14.30亿元，复合减少4.82%，其中主要由应付关联方款项、应付金融机构不计息款项等。

近三年，公司非流动负债增长较快，年均复合增长率为37.87%，主要系长期借款增长所致。截至2014年底，公司非流动负债合计88.20亿元，主要为长期借款（占比90.86%）。

近三年，公司长期借款规模总体增长较快，年均复合增长率为42.49%。截至2014年底，公司长期借款金额合计80.14亿元；其中，抵押借款合计68.14亿元（占比85.02%），担保借款4.37亿元（占比5.45%），质押借款6.10亿元（占比7.61%），信用借款1.54亿元（占比1.92%）。

近三年，公司有息债务规模较大且整体呈上升趋势，三年复合增长率为44.78%。截至2014年底，公司全部债务为129.58亿元，其中短期债务和长期债务分别占比38.16%和61.84%，债务结构较为合理。2014年底，公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率均较年初下降，分别由2013年的75.21%、56.49%和46.82%下降至66.46%、50.13%和38.50%。整体看，公司有息债务规模较大，总体债务负担尚处于合理区间。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，全部债务中长期债务占比较大，结构较为合理，公司总体债务负担尚可。

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益的年均复合增长率为66.56%。2014年，由于公司处置部分对深圳市金骏房地产有限公司等5家子公司的股权投资，所有者投入资本计入所有者权益的金额大幅增长，2014年底，公司资本公积由-1.38亿元上升至18.18亿元。资本公积和未分配利润的大幅增长共同拉动所有者权益的增加，截至2014年底，公司所有者权益128.00亿元，其中归属于母公司所有者权益为107.31亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占4.13%，资本公积占16.94%，盈余公积占2.06%，未分配利润占76.86%，公司权益结构稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性较弱。

4. 盈利能力

2014年，虽然全国房地产市场处于低谷，但公司营业收入基本仍保持稳定，当年实现营业收入123.54亿元，较2013年上涨了4.20%。2014年，公司营业利润为30.45亿元，较2013年上涨了10.48%；由于商品房销售收入的增长，公司净利润也相应增长，2014年净利润为22.58亿元，同比上升了9.15%；其中归属于母公司所有者的净利润为21.96亿元，同比上升了7.84%。

从利润构成看，2014年公司实现利润总额30.39亿元，其中营业利润30.45亿元，公司盈利对营业外收入不存在依赖。但公司以公允价值计量投资性房地产，近三年，公允价值变动损益分别为8.37亿元、0.15亿元和8.44亿元，在公司营业利润中占据一定的比重。

从期间费用来看，2014年，除财务费用同比有所下降外，公司的销售费用、管理费用均有所上升。2013~2014年，公司费用收入比分别为6.80%和7.11%，公司费用收入有小幅上升，但相较于2012年的8.70%，费用收入比总体呈下降趋势，费用控制能力有所提升。

从各项盈利指标来看，2012~2014年，公司营业利润率有所下降，分别为32.11%、29.92%和24.93%。同期，由于所有者权益和资产的上升速度快于利润增长速度，2013~2014年，公司总资产收益率分别为16.67%和11.44%，总资产报酬率分别为11.74%和9.64%，净资产收益率分别为36.93%和23.29%，均较上年有所下降。从同行业上市公司比较来看，公司的各项盈利能力指标优于同业水平。

表11 2014年主要房地产上市公司盈利指标情况

指标名称	万科企业	保利置业集团	世茂股份	龙光地产
净资产收益率(%)	19.08	21.56	12.50	25.32
总资产净利率(%)	3.19	3.59	3.47	6.46
毛利率(%)	25.10	24.29	34.90	30.44

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据港股指标计算方法。

总体看，在房地产行业整体经营环境不佳的情况下，公司近年营业收入规模和盈利水平稳步提升，体现出较强的抗风险能力，公司盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2012年，公司经营活动产生的现金流量净额为14.98亿元，而2013~2014年，由于购买土地和新开发项目投入规模较大，公司经营活动产生的现金流量净额分别为-11.09亿元和-78.34亿元，连续呈现净流出态势，且流出金额不断增加。2014年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为121.10亿元。从收入实现质量来看，2012~2014年公司现金收入比分别为134.64%、97.68%和98.02%，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2012~2014年，公司投资活动净现金流分别为-1.51亿元、-5.52亿元和0.66亿元。2014年，由于收到其他与投资活动有关的现金规模较大，公司投资活动现金流由净流出转为净流入态势。

从筹资活动情况来看，公司处于快速发展阶段，经营规模不断扩张，土地价款和工程费用等对公司造成较大的资金压力，为满足日常经营和投资的需要，公司筹资规模较大。2012~2014年筹资活动净现金流呈净流入状态，分别为2.29亿元、17.40亿元和101.06亿元。

总体看，近年公司经营活动净现金流由净流入转为净流出状态，预计未来随着公司各项目的开工和销售，公司经营活动净现金流将获得一定的改善；公司通过融资活动满足日常经营和投资的需要，对融资的需求较大，筹资活动现金净流入的规模迅速增大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014年，随着流动资产的不断增加，公司流动比率呈上升趋势，分别为1.41倍、1.65倍和2.00倍；受房地产企业存货数额较大的行业特征影响，公司速动比率处于较低水平，但也呈波动上升趋势，分别0.37倍、0.35倍和0.47倍；2012~2014年公司现金短期债务比分别为1.23倍、1.20倍和1.12倍，现金对短期债务的保护程度虽然不断下降但仍能全部覆盖短期债务。整体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力指标来看，随着利息支出规模的增加，公司EBITDA利息倍数呈下降趋势，2012~2014年分别为5.46倍、4.44倍和3.80倍。由于公司债务规模的不断上升，公司EBITDA全部债务比呈下降趋势，同期EBITDA全部债务比为0.43倍、0.34倍和0.24倍，EBITDA对全部债务的保障程度尚可。同时，近年来，公司持续增加土地储备，导致公司经营活动净现金流为负，对全部债务的保障能力较弱，预计公司收入逐步结转，经营活动现金流将有所好转。总体看，公司长期偿债能力有待提升，需关注公司未来优势区域项目销售及资金回笼情况。

公司与平安银行、农业银行、工商银行等多家商业银行建立了良好的合作关系，截至2014年底，公司获得的银行等金融机构授信总额人民币244.58亿元，其中尚未使用的授信额度为人民币134.56亿元。

截至2014年底，公司为商品房买受人提供住房按揭借款担保37.34亿元，用于担保的货币资金为5.85亿元，存货为96.24亿元，投资性房地产为24.57亿元；公司无对第三方企业担保。截至2014年底，公司无重大未决诉讼情况。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1044030603517750C），截至2015年5月4日，公司无未结清和已结清的不良类或关注类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，公司现金资产规模相对较大，短期偿债能力较好；公司总体债务规模较大，长期偿债能力有待提升。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至2014年底，公司债务总额为129.58亿元，本次拟发行债券规模为50亿元（包括本期拟发行债券规模10亿元），相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度较大。

以2014年底财务数据为基础，假设募集资金净额为50亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为50.41%、58.39%和70.35%，债务负担有所加重，但仍属可控水平。考虑到本次债券募集资金中部分将用于

偿还银行贷款，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响有限，且有利于进一步改善公司债务结构。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 121.21 亿元，对本次债券发行额度（50 亿元）的保护倍数为 2.42 倍；公司 2014 年 EBITDA 为 31.49 亿元，对本次债券发行额度（50 亿元）的保护倍数为 0.63 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

综合以上分析，联合评级认为，公司作为国内中型房地产开发企业，土地储备相对充足，能满足一定时期内开发需要，且公司经营稳健，目前可售房源较为丰富，能够通过持续经营取得优于同行业的盈利水平，总体看，公司对本次债券的偿还能力强。

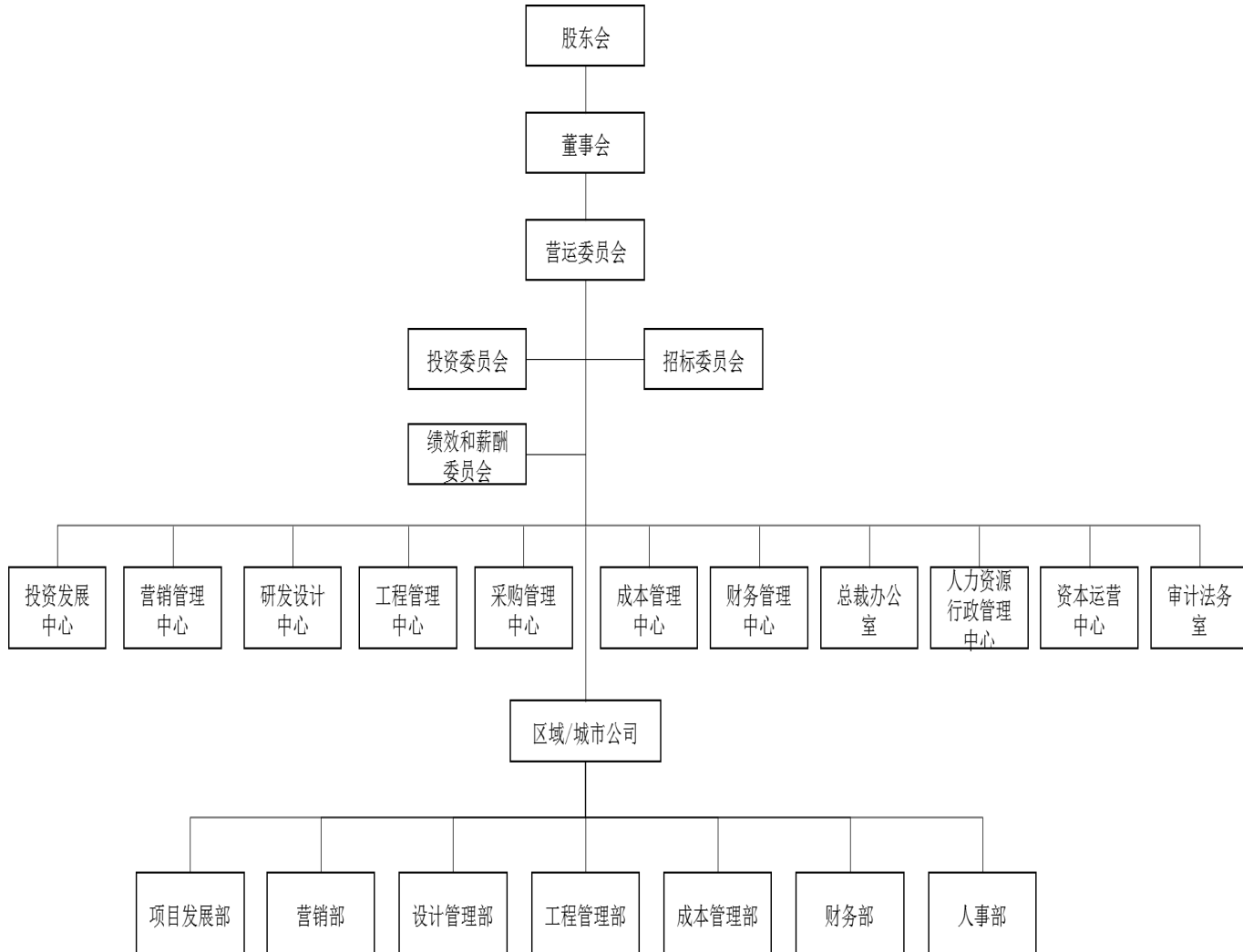
九、综合评价

深圳市优凯思投资顾问有限公司作为一家国内大中型房地产开发企业，公司虽开发规模属中等水平，但盈利能力优于行业大型企业；在房地产行业景气度下滑的背景下，营业收入持续稳健增长，盈利逐步提升；公司业务主要集中在两广地区，土地储备较充足，开发规模较大；公司拥有下属建筑公司，成本控制能力较强。公司坚持高周转、轻资产的经营模式，有利于公司在房地产行业整体增速下滑的背景下保持稳健经营和实现持续盈利。同时，联合评级也关注到公司债务规模迅速扩大、公司在建项目和库存规模相对较大等不利因素。

未来随着公司在建项目的开发完成和实现销售，公司经营规模和盈利水平有望平稳提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 深圳市优凯思投资顾问有限公司组织结构图



附件 2 深圳市优凯思投资顾问有限公司
2012 年~2015 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	274,897.19	329,128.48	553,585.10	41.91	426,032.87
交易性金融资产					
应收票据					
应收账款	17,185.95	37,795.92	14,076.69	-9.50	5,254.48
预付款项	114,182.70	44,779.51	79,132.71	-16.75	37,720.10
应收利息	0.00	0.00	1,549.32		2,056.08
应收股利					
其他应收款	35,183.52	25,381.22	98,341.20	67.19	113,910.68
存货	1,327,352.40	1,768,582.61	2,524,588.10	37.91	2,748,954.16
一年内到期的非流动资产	318.84	407.24	482.95	23.07	0.00
其他流动资产	27,943.94	34,856.65	34,611.89	11.29	66,927.32
流动资产合计	1,797,064.53	2,240,931.62	3,306,367.96	35.64	3,400,855.69
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资					
投资性房地产	373,600.00	379,300.00	464,250.00	11.47	464,250.00
固定资产	7,027.48	6,948.38	6,779.21	-1.78	5,666.42
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程					
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	76.23	193.36	695.85	202.12	855.47
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	1,275.35	1,628.96	1,931.80	23.07	3,148.26
递延所得税资产	24,551.47	29,717.43	36,648.80	22.18	38,236.50
其他非流动资产					
非流动资产合计	406,530.53	417,788.12	510,305.66	12.04	512,156.65
资产总计	2,203,595.05	2,658,719.74	3,816,673.62	31.61	3,913,012.34

附件 3 深圳市优凯思投资顾问有限公司
2012 年~2014 年合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：					
短期借款	45,909.58	37,700.00	401,300.00	195.65	293,990.00
交易性金融负债					
应付票据					
应付账款	178,729.23	269,094.22	303,934.42	30.40	248,679.91
预收款项	636,045.69	634,695.06	586,559.05	-3.97	721,406.83
应付职工薪酬	2,826.68	4,426.78	6,067.32	46.51	2,755.02
应交税费	69,092.78	121,015.56	107,574.65	24.78	44,821.62
应付利息	1,562.16	1,673.32	4,526.51	70.22	4,001.38
应付股利	8,550.00	8,550.00	8,550.00	0.00	8,550.00
其他应付款	157,857.28	44,366.73	143,004.25	-4.82	233,928.44
一年内到期的非流动负债	177,600.00	237,710.88	93,174.00	-27.57	150,454.00
其他流动负债					
流动负债合计	1,278,173.41	1,359,232.55	1,654,690.20	13.78	1,708,587.21
非流动负债：					
长期借款	394,695.50	580,424.13	801,359.00	42.49	836,839.00
应付债券			0.00		
长期应付款			0.00		
专项应付款			0.00		
预计负债			0.00		
递延所得税负债	69,335.35	59,898.02	80,635.66	7.84	81,392.46
其他非流动负债			0.00		
非流动负债合计	464,030.85	640,322.14	881,994.66	37.87	918,231.46
负债合计	1,742,204.26	1,999,554.70	2,536,684.86	20.67	2,626,818.66
所有者权益：					
股本	44,300.00	44,300.00	44,300.00	0.00	44,300.00
资本公积	-12,355.79	-13,827.67	181,819.17	0.00	181,819.17
减：库存股					
其他综合收益					
专项储备					
盈余公积	1,480.35	22,150.00	22,150.00	286.82	22,150.00
未分配利润	422,168.10	605,143.88	824,784.93	39.77	830,821.69
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	455,592.66	657,766.21	1,073,054.11	53.47	1,079,090.87
少数股东权益	5,798.13	1,398.84	206,934.65	497.41	207,102.81
所有者权益合计	461,390.79	659,165.05	1,279,988.76	66.56	1,286,193.68
负债和所有者权益总计	2,203,595.05	2,658,719.74	3,816,673.62	31.61	3,913,012.34

附件 4 深圳市优凯思投资顾问有限公司

2012 年~2014 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1-3 月
一、营业收入	697,760.40	1,185,622.88	1,235,411.86	33.06	91,343.21
减: 营业成本	402,735.85	707,209.99	819,794.38	42.67	62,854.93
营业税金及附加	70,950.02	123,661.43	107,652.39	23.18	7,384.58
销售费用	20,568.63	30,413.08	39,300.72	38.23	7,075.60
管理费用	27,043.75	40,899.47	44,753.84	28.64	7,689.70
财务费用	13,100.33	9,341.51	3,793.51	-46.19	-233.17
资产减值损失					
加: 公允价值变动收益	83,665.23	1,518.46	84,384.57	0.43	
投资收益					
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	247,027.05	275,615.85	304,501.59	11.03	6,571.56
加: 营业外收入	1,254.95	908.44	1,163.49	-3.71	1,038.89
减: 营业外支出	192.68	393.31	1,811.07	206.58	330.13
其中: 非流动资产处置损失	0.00	14.01	34.50	--	
三、利润总额	248,089.31	276,130.97	303,854.01	10.67	7,280.32
减: 所得税费用	62,420.18	69,234.72	78,028.78	11.81	1,075.40
四、净利润	185,669.13	206,896.25	225,825.24	10.28	6,204.92
其中: 归属于母公司所有者的净利润	183,378.96	203,681.55	219,641.06	9.44	6,036.76
少数股东损益	2,290.17	3,214.70	6,184.18	64.33	168.16
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	--	--	--	--	
(二) 稀释每股收益	--	--	--	--	
六、其他综合收益					
七、综合收益总额	185,669.13	206,896.25	225,825.24	10.28	6,204.92
归属于母公司所有者的综合收益总额	183,378.96	203,681.55	219,641.06	9.44	6,036.76
归属于少数股东的综合收益总额	2,290.17	3,214.70	6,184.18	64.33	168.16

附件 5 深圳市优凯思投资顾问有限公司

2012 年~2014 年合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	939,444.80	1,158,106.09	1,210,995.08	13.54	247,992.55
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	3,236.41	17,919.36	1,103.83	-41.60	0.00
经营活动现金流入小计	942,681.21	1,176,025.46	1,212,098.91	13.39	247,992.55
购买商品、接受劳务支付的现金	559,113.19	976,265.58	1,461,937.41	61.70	258,602.03
支付给职工以及为职工支付的现金	17,277.94	24,804.52	32,038.93	36.17	10,218.27
支付的各项税费	105,317.39	163,558.16	187,542.92	33.44	49,253.93
支付其他与经营活动有关的现金	111,178.11	122,324.43	313,964.63	68.05	15,654.25
经营活动现金流出小计	792,886.62	1,286,952.69	1,995,483.89	58.64	333,728.48
经营活动产生的现金流量净额	149,794.59	-110,927.24	-783,384.97	--	-85,735.93
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金					
取得投资收益收到的现金	755.66	1,160.82	3,537.93	116.38	1,462.89
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	52.19	100.10	126.27	55.55	0.00
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	6,636.05	5,093.52	9,295.60	18.35	2,776.97
投资活动现金流入小计	7,443.90	6,354.43	12,959.80	31.95	4,239.86
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	1,458.30	2,751.08	3,613.85	57.42	197.99
投资支付的现金	5,113.03	10,917.17	2,781.25	-26.25	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	1,508.00	0.00	-100.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	15,986.15	46,410.42	0.00		0.00
投资活动现金流出小计	22,557.48	61,586.67	6,395.11	-46.76	197.99
投资活动产生的现金流量净额	-15,113.58	-55,232.23	6,564.69	--	4,041.86
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	54,201.01	0.00	516,135.30	208.59	
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	329,120.00	586,774.00	1,269,310.00	96.38	183,353.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	129,380.08		0.05
筹资活动现金流入小计	383,321.01	586,774.00	1,914,825.38	123.50	183,353.05
偿还债务支付的现金	313,325.52	349,144.07	829,312.01	62.69	197,903.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	45,253.09	62,536.83	74,293.67	28.13	26,928.82
支付其他与筹资活动有关的现金	1,793.29	1,112.76	647.20	-39.92	1,602.43
筹资活动现金流出小计	360,371.90	412,793.66	904,252.89	58.41	226,434.25
筹资活动产生的现金流量净额	22,949.11	173,980.34	1,010,572.50	563.59	-43,081.20
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	--	--	--	--	
五、现金及现金等价物净增加额	157,630.12	7,820.87	233,752.22	21.78	-124,775.26
加: 期初现金及现金等价物余额	95,854.92	253,485.04	261,305.92	65.11	495,058.13
六、期末现金及现金等价物余额	253,485.04	261,305.92	495,058.13	39.75	370,282.87

附件 6 深圳市优凯思投资顾问有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	185,669.13	206,896.25	225,825.24	10.28
加: 资产减值准备				
固定资产折旧及投资性房地产摊销	1,539.64	1,444.92	1,435.22	-3.45
无形资产摊销	19.87	32.12	116.05	141.67
长期待摊费用摊销	718.73	669.56	1,232.19	30.94
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的 损失	-89.10	11.84	-25.15	-46.87
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	-83,665.23	-1,518.46	-84,384.57	0.43
财务费用	13,100.33	9,341.51	3,793.51	-46.19
投资损失	0.00	0.00	4,688.97	
递延所得税资产减少	16,957.36	-14,603.30	13,806.28	-9.77
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-139,196.33	-387,971.80	-681,308.78	121.24
经营性应收项目的减少	-116,584.27	53,337.42	-81,115.98	-16.59
经营性应付项目的增加	271,324.47	21,432.68	-187,447.94	
其他				
经营活动产生的现金流量净额	149,794.59	-110,927.24	-783,384.97	
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本	--	--	--	--
一年内到期的可转换公司债券	--	--	--	--
融资租入固定资产	--	--	--	--
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	253,485.04	261,305.92	495,058.13	39.75
减: 现金的期初余额	95,854.92	253,485.04	261,305.92	65.11
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	157,630.12	7,820.87	233,752.22	21.78

附件 7 深圳市优凯思投资顾问有限公司
主要财务指标

指标	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	--	43.13	47.63	9.45
存货周转次数 (次)	--	0.46	0.38	0.02
总资产周转次数 (次)	--	0.49	0.38	0.02
现金收入比率	134.64	97.68	98.02	271.50
盈利能力				
总资产收益率 (%)	--	16.67	11.44	--
总资产报酬率 (%)	--	11.74	9.64	--
净资产收益率 (%)	--	36.93	23.29	--
主营业务毛利率 (%)	42.69	41.78	33.64	--
营业利润率 (%)	32.11	29.92	24.93	23.10
费用收入比 (%)	8.70	6.80	7.11	15.91
财务构成				
资产负债率 (%)	79.06	75.21	66.46	67.13
全部债务资本化比率 (%)	57.26	56.49	50.31	49.90
长期债务资本化比率 (%)	46.10	46.82	38.50	39.42
担保比率 (%)				
偿债能力				-
EBITDA 利息倍数	5.46	4.44	3.80	--
EBITDA 全部债务比	0.43	0.34	0.24	--
经营现金债务保护倍数	0.24	-0.13	-0.60	-0.07
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	0.22	-0.19	-0.60	-0.06
流动比率	1.41	1.65	2.00	1.99
速动比率	0.37	0.35	0.47	0.38
现金短期债务比	1.23	1.20	1.12	-4.93
经营现金流动负债比率	11.72	-8.16	-47.34	--
经营现金利息偿还能力	3.10	-1.71	-9.45	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	2.79	-2.57	-9.37	--
本次公司债券偿债能力				
EBITDA 偿债倍数 (倍)	0.53	0.58	0.63	--
经营活动现金流入量偿债倍数	1.89	2.35	2.42	--
经营活动现金流量净额偿债倍数	0.30	-0.22	-1.57	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.53	0.58	0.63	--

附件 8 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 9 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 深圳市优凯思投资顾问有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年深圳市优凯思投资顾问有限公司年度审计报告出具后 2 个月内对深圳市优凯思投资顾问有限公司 2015 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳市优凯思投资顾问有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。深圳市优凯思投资顾问有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注深圳市优凯思投资顾问有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现深圳市优凯思投资顾问有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如深圳市优凯思投资顾问有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至深圳市优凯思投资顾问有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站和证券交易所网站予以公布并同时报送深圳市优凯思投资顾问有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年八月二十一日