

# 信用等级公告

联合[2016]216号

深圳市龙光控股有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳市龙光控股有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券进行综合分析和评估，确定：

**深圳市龙光控股有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**深圳市龙光控股有限公司拟发行的 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司  
信评委主任：解伟

二零一六年三月二十三日

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>

# 深圳市龙光控股有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA+  
 发行人主体信用等级：AA+  
 评级展望：稳定  
 本次发行规模：不超过 14 亿元  
 债券期限：不超过 5 年  
 还本付息方式：按年付息、到期一次还本  
 评级时间：2016 年 3 月 23 日  
 财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	265.87	381.67	496.46
所有者权益(亿元)	65.92	128.00	160.56
长期债务(亿元)	58.04	80.14	110.06
全部债务(亿元)	85.58	129.58	149.72
营业收入(亿元)	118.56	123.54	148.78
净利润(亿元)	20.69	22.58	25.62
EBITDA(亿元)	28.77	31.49	34.82
经营性净现金流(亿元)	-11.09	-78.34	9.21
营业利润率(%)	29.92	24.93	25.12
净资产收益率(%)	36.93	23.29	17.75
资产负债率(%)	75.21	66.46	67.66
全部债务资本化比率(%)	56.49	50.31	48.25
流动比率	1.65	2.00	2.01
EBITDA 全部债务比(倍)	0.34	0.24	0.23
EBITDA 利息倍数(倍)	4.44	3.80	3.08
EBITDA/本次发债额(倍)	2.05	2.25	2.49

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。

## 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对深圳市龙光控股有限公司（以下简称“公司”或“龙光控股”）的评级反映了公司作为国内一家大中型房地产开发企业，在房地产行业景气度明显波动的背景下，公司营业收入稳健增长，盈利逐步提升；公司销售规模逐步扩大，销售金额明显提升；公司业务主要集中在深圳等两广地区，土地储备较充足，且土地取得成本低，预期可为公司提供较大的利润空间；公司拥有下属建筑公司，产业链一体化使公司具备更强的成本控制能力。同时，联合评级也关注到公司债务规模迅速扩大、公司在建项目和存货规模相对较大、业务区域集中度高因素对公司信用水平带来的不利影响。

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很低。

## 优势

1. 公司是港股上市公司龙光地产控股有限公司旗下的地产业务开发平台主体，开发经验丰富，在两广地区尤其是深圳、汕头、南宁等地具有较高的品牌知名度。

2. 受益于良好的外部环境，公司2015年签约销售面积和销售金额均大幅增加，经营性现金流随之转为净流入；同时公司营业收入及盈利水平取得增长。

3. 公司土地储备中深圳等珠三角地区占比高，且拿地成本较低，土地储备质量较高。

4. 公司基本全部使用自有建筑公司进行施工建设。产业链的一体化有利于公司控制工程进度，并有效降低成本。

## 关注

1. 房地产行业受经济周期和行业政策影响较大，2015 年深圳市住宅价格涨幅明显，未来或将面临一定的政策调控或市场调整压力。

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. 公司投资性房地产公允价值变动对营业利润有一定的影响。

## 分析师

周 馥

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

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级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信用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，未因评级对象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评级对象相关资料主要由评级对象提供，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评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



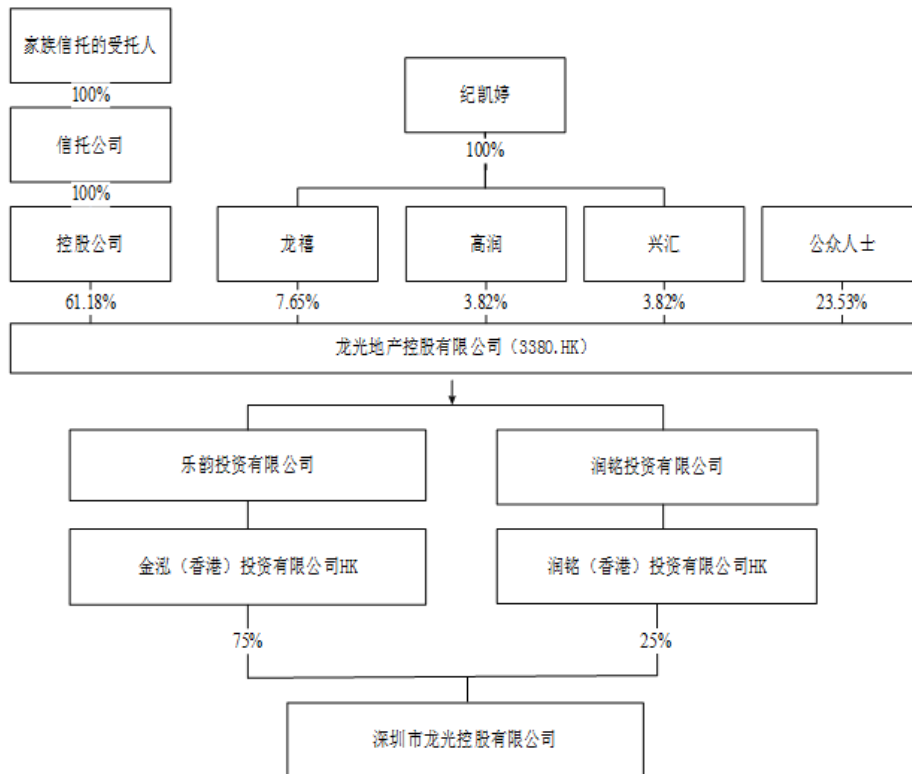
## 一、主体概况

深圳市龙光控股有限公司（以下简称“龙光控股”或“公司”）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优凯思投资顾问有限公司，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，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，公司由中外合资企业变更为台港澳合资企业。2016年1月20日，公司更名为现用名。

公司股东润铭（香港）投资有限公司和金泓（香港）投资有限公司均为龙光地产控股有限公司（以下简称“龙光地产”）的下属全资子公司，而龙光地产由家族信托控股，持股比例为61.18%<sup>1</sup>；考虑到该家族信托受益人为纪海鹏先生和纪凯婷女士（纪海鹏先生之女），且纪凯婷女士还通过三家BVI公司合计持有龙光地产15.29%的股份。因此，公司的实际控制人为纪海鹏和纪凯婷。

公司是龙光地产旗下主要的房地产业务开发平台，龙光地产于2013年12月在香港主板上市，股票代码为3380.HK。

图1 截至2015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。

公司下设投资发展中心、营销管理中心、研发设计中心、工程管理中心、采购管理中心、成本管理中心、财务管理中心等11个部门（见附件1）。截至2015年底，公司拥有21家一级子公司，公司总部员工合计330人。

<sup>1</sup> 龙光地产于2015年12月进行了配售和发行新股份，使得实际控制人持股比例有所变动。

截至2015年底，公司合并资产总额496.46亿元，负债合计335.89亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）160.56亿元，其中归属于母公司所有者权益为121.87亿元。2015年，公司实现营业收入148.78亿元，净利润（含少数股东权益）25.62亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为25.28亿元；经营活动产生的现金流量净额9.21亿元，现金及现金等价物净增加额18.20亿元。

公司注册地址：深圳市宝安区兴华路南侧龙光世纪大厦 1 栋 2002（办公场所）；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“深圳市龙光控股有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模为不超过 14 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。本次债券的具体品种、各品种的期限和发行规模将由公司和主承销商根据市场情况确定。本次债券发行对象为符合《公司债券发行与交易管理办法》规定并拥有中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司 A 股证券账户的合格投资者（法律、法规禁止购买者除外）。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。本次债券票面利率将由公司与主承销商按照国家有关规定通过簿记建档方式确定。

本次债券为无担保债券。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于偿还金融机构借款和补充流动资金。

## 三、行业分析

公司目前主营业务以房地产开发销售为主，基于此，本报告行业分析围绕房地产行业展开。

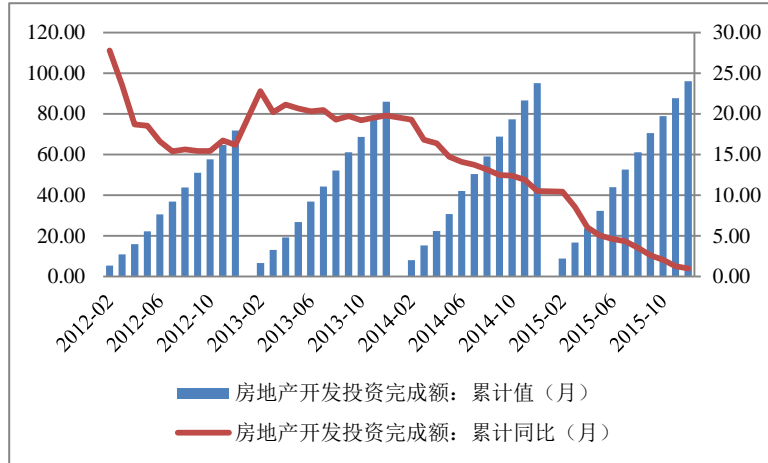
### 1. 行业概况

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。

从近年房地产业发展趋势来看，国家对房地产行业实施了持续的宏观调控，行业景气度出现明显波动。2011 年以来，受调控政策及货币政策持续紧缩等多种因素综合影响，房地产市场持续低迷。2012 年，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。进入 2013 年，我国房地产市场景气度有所回升，2013 年全年房地产开发投资 86,013.38 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持续减缓，受经济增速放缓和限购效果逐步体现的影响，2014 年全年房地产开发投资 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。2015 年，全国房地产开发投资 95,978.84 亿元，较上年名义增长 1.0%，增速较上年同期下滑 9.5 个百分点，为近五年来的最低点。其中，住宅投资 64,595.24

亿元，同比增长 0.38%；办公楼投资 6,210.00 亿元，同比增长 10.1 %；商业营业用房投资 14,607.00 亿元，同比增长 1.82%。

图 2 2012~2015 年全国房地产开发投资情况（单位：千亿元、%）



资料来源：wind 资讯

总的来看，房地产业作为国民经济的重要支柱产业，近几年行业发展较快、波动较大，自2014年起房地产业告别了高速增长态势，开发投资增速逐步放缓。

## 2. 市场供需

### （1）土地供应状况

土地作为房地产的主要成本来源，主要受到地方政府供地意愿、开发商购地能力和意愿以及房地产宏观调控政策的影响，其中，房地产宏观调控政策对土地市场的影响力度最大。中央政府通过信贷、限购、融资审批等手段限制房地产企业融资能力，加之需求端的限购等政策，导致部分房地产企业的现金回笼情况随着行业起伏出现明显变化，直接影响土地市场需求。

2012年全国土地市场整体供求呈进一步下降趋势，同时，随着三、四线城市库存日益饱和，房企逐渐回归一、二线城市。2013年受供应量增加影响，土地成交量较2012年增加，2013年全国300个城市共成交土地37,208宗，成交面积143,569万平方米，同比增加10%，其中住宅类用地涨幅较明显。2013年重点城市地价升高，2013年全国土地平均溢价率全面上涨，尽管多个城市采取竞配建保障房等方式限制高价地产生，但以北京、上海为首的重点城市平均溢价率仍领涨全国。2013年全国300个城市土地平均溢价率16%，较上年同期上涨8个百分点。

2014年，受楼市渐冷传导，房企拿地日趋谨慎，直至四季度随着政策利好以及楼市升温，一线城市才出现反弹，但年末升温难改全年土地市场疲态。2014年全国100个城市土地供求量均有较大程度跌幅，土地供应面积及成交面积比2013年分别减少24%和26%。各类用地需求的减少也使得土地平均溢价率降至11.75%；其中，住宅类用地平均溢价率为12%，较2013年同期下降7个百分点。尽管土地供求量及出让金同比均有大幅回落，但重点城市优质地块拉高均价水平使得楼面均价增为1,234元/平方米，同比上涨6%。

2015年，土地市场整体下行，土地供应量和土地成交量分别为5.79亿平方米和4.68亿平方米，分别较上年下降11.74%和18.04%；2015年土地平均溢价率为16.81%，较上年增加5.06个百分点。

表 1 100 大中城市土地供应及成交情况 (单位: 亿平方米)

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
供应土地占地面积	8.57	8.68	6.56	5.79
成交土地占地面积	7.31	7.75	5.71	4.68
成交土地占比	85.30%	89.29%	87.65%	80.83%
土地平均溢价率	7.02%	17.92%	11.75%	16.81%

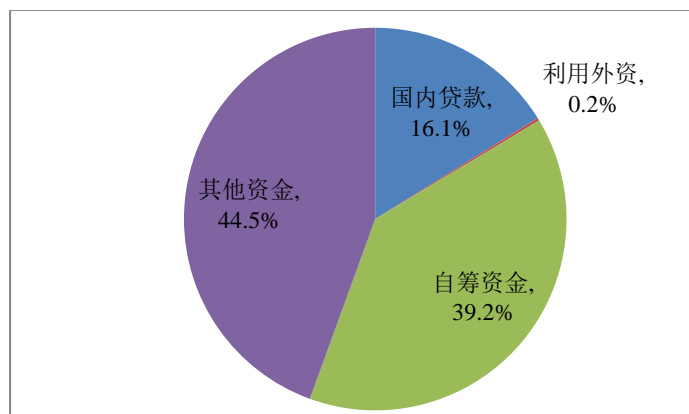
资料来源: WIND 资讯

总体看, 在去库存压力下, 房企拿地速度有明显放缓趋势, 土地供求量均出现较大下滑, 但土地溢价率出现上涨。

### (2) 开发资金来源状况

2014 年, 受需求面观望情绪浓厚、土地出让规模持续减少以及商品房成交量下降等因素影响, 房地产行业开发资金来源中占比较大的自筹资金增速大幅减缓, 开发资金规模结束了多年来的高速增长态势, 首次出现负增长。据国家统计局数据显示, 2014 年房地产开发企业本年资金来源 121,991 亿元, 比上年减少 0.1%, 增速较上年下降 26.6 个百分点, 其中, 国内贷款 21,243 亿元, 较上年增长 8.0%; 利用外资 639 亿元, 增长 19.7%; 自筹资金 50,420 亿元, 增长 6.3%; 其他资金 49,690 亿元, 较上年减少 8.8%。

图 3 2015 年房地产行业资金来源构成



数据来源: wind 资讯

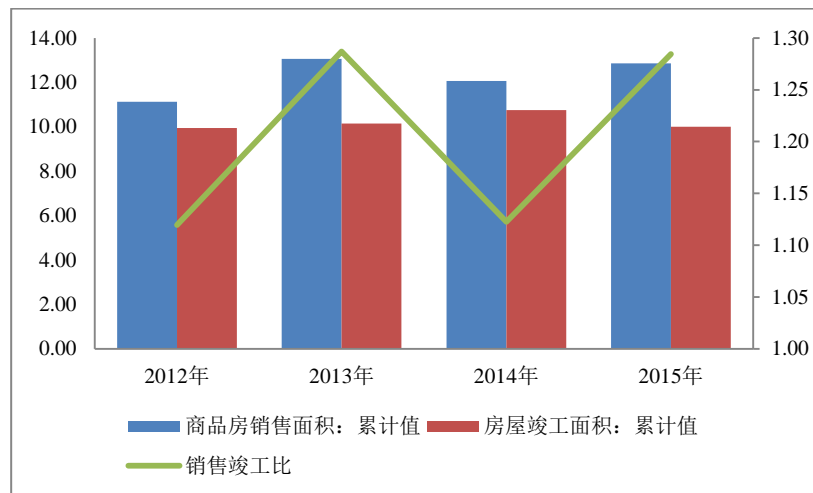
2015 年, 我国经济增速放缓, 存在一定下行压力, 但政府持续实行适度宽松的货币政策, 央行多次降准降息, A 股再融资活跃延续, 房企银行间市场中期票据发行开闸, 证监会推出的《公司债发行与交易管理办法》将发行主体由上市公司扩展到所有制法人, 大大降低发行债券门槛, 且在港交所上市的内地房企也得以通过境内子公司发行公司债, 房地产企业资金来源有所拓宽。2015 年, 房地产开发企业到位资金 125,203 亿元, 比上年增长 2.6%。其中, 国内贷款 20,214 亿元, 下降 4.8%; 利用外资 297 亿元, 下降 53.6%; 自筹资金 49,038 亿元, 下降 2.7%; 其他资金 55,655 亿元, 增长 12.0%。在其他资金中, 定金及预收款 32,520 亿元, 增长 7.5%; 个人按揭贷款 16,662 亿元, 增长 21.9%。

总体看, 对房地产业偏紧的信贷支持, 使房地产业的资金较为紧张; 但 2015 年以来, 房企融资呈现出大规模、低成本、多渠道、外转内等特点, 资金压力获得一定缓解。

(3) 市场供需情况

从商品房市场供求情况看，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%。房地产市场呈明显的波动态势。

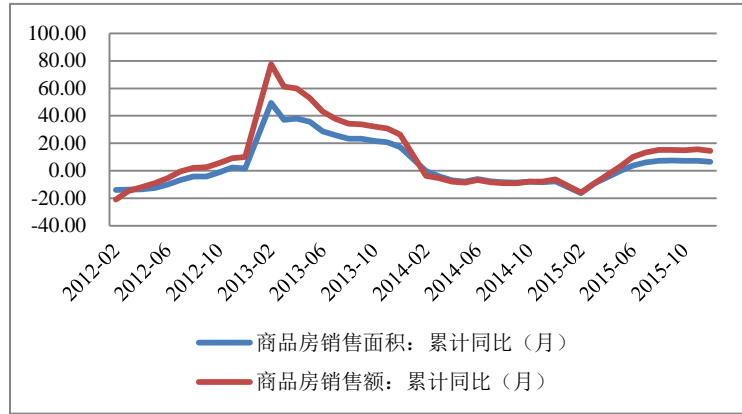
图4 2012~2015年全国商品住宅供求情况（单位：亿平方米）



数据来源：wind 资讯

受2014年市场低迷影响，2015年，房地产政策持续向好，房地产企业主动把握政策改善机遇，全国商品房销售面积和销售金额增速由负转正，销售额增长主要由价格增长带动，整体销售仍以去库存为主。2015年，商品房销售面积12.85亿平方米，同比增长6.5%，增速比1-11月份回落0.9个百分点；商品房销售额87,281亿元，同比增长14.4%，增速回落1.2个百分点。其中，住宅销售额增长16.6%，办公楼销售额增长26.9%，商业营业用房销售额下降0.7%。

图5 2012~2015年全国商品房销售面积及销售额同比增速（单位：%）



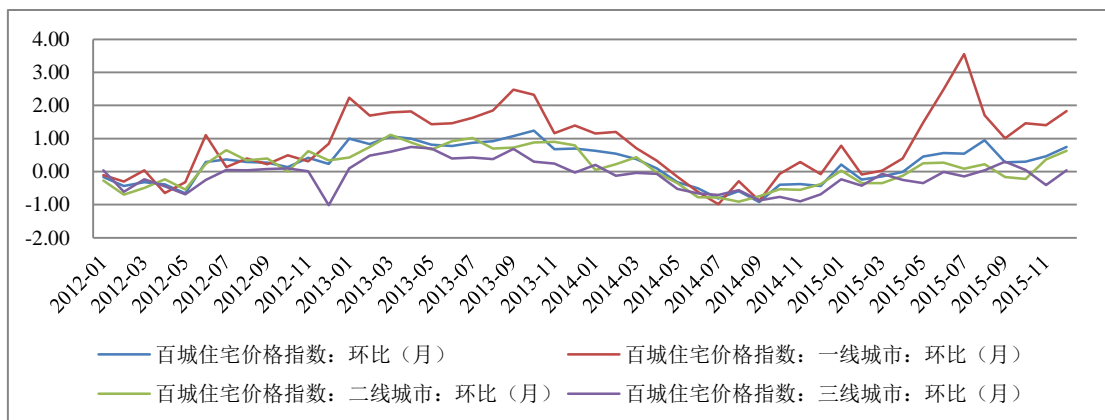
数据来源：wind 资讯

整体来看，2015年以来，房地产调控政策转向，多重政策利好刺激住房需求持续释放，楼市逐步回暖趋势已基本确定。

#### （4）销售价格情况

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、天津、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，同比下跌2.69%，环比下跌0.92%，连续第5个月下跌，环比跌幅扩大0.33个百分点，如下图所示。

图6 2012~2015年全国百城住宅销售价格指数环比变化情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2015年以来，房地产行业受到多重宽松政策调整影响，重点城市商品住宅成交面积明显回升，市场呈现回暖迹象。2015年12月，百城住宅平均价格为10,980.00元/平方米，同比增长4.15%，

增速较上年同期增加 6.84 个百分点；环比增长 0.74%。2015 年以来一线城市房价基本保持持续增长态势，且增幅相对较大；二线城市房价自 2014 年 4 月份以来连续 12 个月下跌，2015 年 5 月份开始有所好转，11~12 月份回暖趋势较为明显；三线城市房价自 2014 年至 2015 年 7 月连续下跌，8 月份开始虽有所回升，但回升趋势并不明显。

总体看，近年来我国房地产销售平均价格呈震荡上行态势，自 2014 年 5 月起持续下跌，而后随着多重宽松政策调增陆续出台和实施，房地产销售平均价格增速自 2015 年 5 月起由负转正，需求进一步释放；同时，不同城市房地产市场价格持续分化。

### 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。

2014 年，20 家典型房企销售业绩同比增长 18%，增速相比去年同比下降了 7 个百分点；房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.19% 和 23.15%，分别较上年提高了 3.47 和 4.27 个百分点；前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 10.51% 和 13.74%，分别较上年提高了 1.89 和 2.28 个百分点，前 10 名和前 20 名金额与面积集中度上升幅度均高于前几年。2015 年 1~11 月，房地产行业前 10 名企业和前 20 名企业销售额占比分别为 17.13% 和 22.84%，前 10 名和前 20 名房地产企业销售面积占比分别达到 11.58% 和 14.83%，预计 2015 年全年指标仍将超过上年。

表 2 前 20 名房地产企业销售额和销售面积占比情况（单位：%）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~11 月
前 10 大企业销售额占比	10.75	12.76	13.72	17.19	16.87
前 20 大企业销售额占比	14.97	17.98	18.88	23.15	22.82
前 10 大企业销售面积占比	5.78	7.72	8.62	10.51	11.31
前 20 大企业销售面积占比	7.66	10.38	11.46	13.74	14.62

资料来源：CRIC，中国地产评测中心

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，融资成本低；由于地价的上涨，一二线优质地块角逐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态势已经趋于固化，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，领先规模进一步扩大。

表 3 2015 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	碧桂园控股有限公司
2	恒大地产集团	7	世茂房地产控股有限公司
3	绿地控股集团有限公司	8	融创中国控股有限公司
4	保利房地产（集团）股份有限公司	9	龙湖地产有限公司
5	中国海外发展有限公司	10	广州富力地产股份有限公司

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

备注：因万达对外公告时点方面的原因无法提供测评数据，本次不参与评选。

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。

2014年，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。在此背景下，中央及地方推出多项救市政策以稳定住房消费。2014年上半年，中央层面并未出台具体的调控政策，而是延续2013年底住建部会议“分类指导”的思想，由各地自行“双向调控”。在此基调下，各地自4月开始陆续放开限购。至年末，限购政策基本放开，全国47个限购城市中，仅北京、上海、广州、深圳和三亚5个城市未做调整坚持限购。9月底，央行“930新政”的出台，使得信贷政策放松成为定局。随后，住建部、财政部、央行又联合下发《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》，提出降低贷款申请条件、提高首套自住住房的贷款额度等以刺激住房刚性需求。10月以后，多个省市纷纷出台公积金调整政策，加大公积金支持力度；同时，也通过契税减免、财政补贴等手段刺激自住型需求。

表 4 近期主要房地产调控政策

年份	调控政策
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9月	央行、银监会联合出台《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》
2014年10月	住建部、财政部、央行《关于发展住房公积金个人住房贷款业务的通知》
2015年3月	国务院《不动产登记暂行条例》
2015年3月	央行、住建部、银监会发文下调二套房房贷首付比例
2015年3月	财政部、国税总局发文放宽转卖二套房营业税免征期限
2015年9月	央行、住建部、财政部发文再度下调二套房房贷首付比例
2015年9月	央行、银监会发文下调不限购城市首套房房贷首付比例
2015年9月	《国务院关于调整和完善固定资产投资项目资本金制度的通知》
2015年10月	习近平主席主持召开中央财经领导小组第十一次会议，发表重要讲话提出“要化解房地产库存，促进房地产业持续发展”
2015年10月	全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策
2015年11月	公积金贷款再度放款，将允许发行住房公积金个人住房贷款支持证券，并可将公积金购买高信用等级固定收益产品；国家住房银行有望推出。
2016年2月	不实施“限购”措施的城市，居民家庭首次购买普通住房的商业性个人住房贷款，原则上最低首付款比例为25%，各地可向下浮动5个百分点
2016年2月	从2016年2月22日起，对个人购买家庭首套房和改善性住房的，按不同税率减征契税（不适用于北、上、广、深四城市）
2016年2月	国务院关于深入推进新型城镇化建设的若干意见中提出，加快落实户籍制度改革政策；并鼓励引导农民在中小城市就近购房

资料来源：联合评级搜集整理

2015年，中央定调稳定住房消费，密集出台金融信贷政策，改善房地产市场运行环境。3月，两会召开，确定2015年政府工作主要任务之一是稳定住房消费；坚持分类指导，因地施策，支持居民自住和改善型需求，促进房地产市场平稳健康的发展。在信贷支持上，央行则五次降息降准。经此调整，一年期基准贷款利率下降至4.35%，均已处于历史地位。相应，地方政府除放松限购

限贷、调整公积金外，也在财政补贴、税费减免等方面加大支持力度。

2016年，财政部、国家税务总局、住房城乡建设部三部门联合发布《关于调整房地产交易环节契税、营业税优惠政策的通知》，通知明确规定了最新房产契税政策。新房产契税政策自2016年2月22日起执行。2016年2月2日，央行联合银监会发文下调不限购城市购房首付比例。其中，首套房的首付比例原则上最低为25%，各地可向下浮动5个百分点，同时，对拥有1套住房且相应购房贷款未结清的再次购房最低首付款比例调整为不低于30%。上述政策的实行，有效降低了购房者的购房成本，对楼市需求有刺激作用。

总体看，为促进房地产行业的平稳健康发展，2014年起，中央及地方相继出台了多重利好政策，使得房地产业政策环境有所好转，房地产市场也开始逐步回暖。从2015年出台的主要房地产调控政策看，预计房地产业政策环境向好发展这一趋势仍将得以延续。

## 5. 行业关注

### 商品房待售面积依然较高，企业开工意愿仍然较低

根据国家统计局数据，2015年末，全国商品房待售面积71,853万平方米，比11月末增加2,217万平方米，总体待售面积仍然保持在较高水平，全国商品房待售面积同比增速已连续7个月增加。受近两年销售放缓影响，房地产商的开工意愿仍然不高。房屋新开工面积同比增速自2014年2月起始终保持负增长。

### 发债规模激增，行业资产负债率较高，需防范潜在风险

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征。由于近年来对房地产企业融资渠道的控制，导致房地产企业融资成本高企，2015年三季度，按Wind资讯整体法<sup>2</sup>计算的房地产板块资产负债率为77.93%，较2014年底提高了3.18个百分点，房地产板块整体债务率较高。2015年，房企融资环境明显改善，百亿房企公司债发行量持续提升，根据Wind资讯统计数据显示，截至2015年12月14日，上市房企总计发行公司债2,974.06亿元，与去年同期的153.97亿元相比，同比暴涨18倍。另外，由于国内资本融资环境向好，海外上市百亿房企积极转向境内发债，融资规模达1,025亿元。

### 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。从不同级别城市来看，目前一线和重点二线城市库存相对较低，而大多数三四线城市库存非常不乐观。今年以来，已有重庆、福建等地提出促进房地产企业健康发展、加快去库存等相关措施。

### 房企利润率回归正常水平

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。由于地产项目的土地成本高企，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。

### 中小房企面临被整合风险

高库存状态下的中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批待收购机会，为百亿房企提供了收购项目加速扩张的助力：万科、恒大、碧桂园、融创、远洋等实力突出的百亿房企，相继

<sup>2</sup>Wind 行业内标的公司：(成分股\*总负债) / (成分股\*总资产)。

在上海、深圳、成都、东莞等热点城市以收购方式扩充资源，融创通过合作和直接收购两种主要方式，收购天朗、中渝置地、美联地产旗下部分优质地产项目，进一步优化总体布局，保障企业稳定发展。

## 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的前景是比较确定的。

### 地产金融化，资本化尝试催生大地产格局，地产金融属性加速释放

2015年，大规模保险资金进入房地产行业，推动资本和实业跨界融合，地产金融化迎来发展良机。这种“资本+地产”加速联姻，深度合作为轻资产、多元化转型创造条件。近年，房企通过银行贷款、信托等传统方式融资占比有所下降，股权类、权益类信托融资逐渐增加。地产金融化发展，一方面为房企主动利用多元资本、加强资本合作创造条件，如碧桂园、远洋、金地等企业在险资入主后，逐渐强化与其在财务、金融、养老、营销、轻资产运营等层面合作，积极探索新的增长基因。另一方面，房企加速地产金融化尝试，获得财务投资回报的同时，也可实现其自身业务多元化向投融资方向转变。

### 转变盈利模式，提升经营收益

由于土地价格持续上涨和国家对房地产价格及开发周期的调控措施，过去房地产开发企业基于囤地-融资-捂盘的盈利模式难以为继，高周转的经营方式逐渐成为主流。此外，住宅地产开发企业越来越多的进入商业地产领域，城市综合体的开发和城市运营理念逐步代替单纯的房屋建造的商业模式，这必将对房地产开发企业的融资能力、管理能力、营销能力和运营能力提出更多挑战。

综合来看，在未来一段时期，房地产行业仍将是国民经济的重要组成部分，并将在中国经济转型和城镇化过程中发挥重要作用。现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业寡头逐渐形成，行业集中度不断提高，行业竞争对行业内企业的管理水平提出了更高要求。未来几年，预期房地产行业将会持续分化，龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中小房地产企业也会获得比较大的生存空间。

## 7. 深圳市经济发展及房地产市场概况

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。

### 经济发展水平

深圳是我国最早对外开放的特区城市，经济总量大、人口密集、人均收入高、商业服务业发达，是我国四个一线城市之一。深圳市下辖罗湖、福田、南山、盐田、宝安、龙岗等行政区，以及光明新区、龙华新区等功能区，面积 1,996.85 平方公里，常住人口 1,977.89 万人。

从深圳的经济发展情况来看，初步核算并经广东省统计局核定，2015 年深圳市生产总值达 17,502.99 亿元，按可比价格计算，比上年（下同）增长 8.9%，增幅分别比全国和广东省高 2.0 和 0.9 个百分点；全市规模以上（下同）工业增加值 6,785.01 亿元，按可比价格计算，同比增长 7.7%，

分别高出全国和广东省 1.6 和 0.5 个百分点；全年固定资产投资 3,298.31 亿元，增长 21.4%，增速创自 1999 年以来连续 17 年新高，分别高出全国和广东省 11.4 和 5.6 个百分点；从投资渠道看，房地产开发项目投资 1,331.03 亿元，增长 24.5%，保持较高的增长速度。其中，第三产业比重继续上升，现代服务业快速发展，二三产业结构由上年的 42.6: 57.4 调整为 41.2:58.8，服务业占比提高了 1.4 个百分点。总体上看，深圳市地区经济发展态势良好，第三产业占比有所提高。

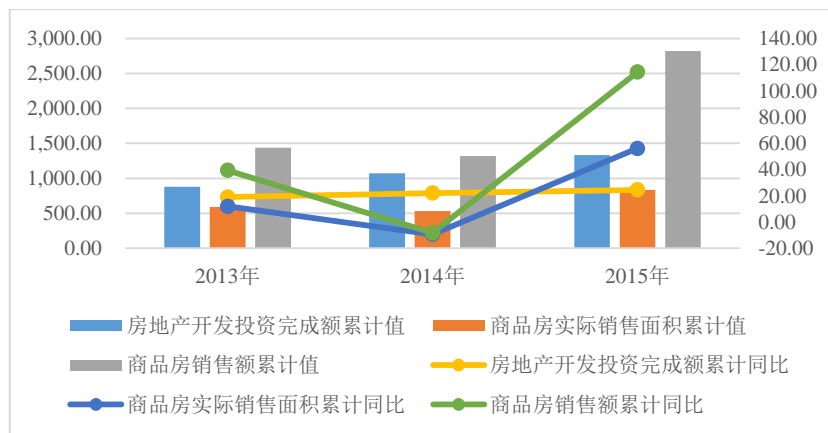
整体上看，深圳市经济发展水平较高，在全国处于前列，有利于房地产企业的发展。

### 房地产市场情况

房地产市场土地供给方面，2015 年深圳市仅出让 4 块居住用地，有效供给仅为 30 万平方米，与当年成交的商品房销售面积 831.46 万平方米相差甚远，反映出深圳市供求关系的极大不平衡。

受政策持续放松、供求关系矛盾突出影响，自 2015 年 6 月以来深圳市房地产市场持续升温。2015 年，深圳市全年商品房实际销售面积和销售金额分别为 831.46 万平方米和 2,822.17 亿元，分别同比大幅增长 56.10% 和 114.30%。同时，样本住宅平均价格由 2014 年底的 30,719.00 元/平方米升至 2015 年底的 42,591.00 元/平方米，增幅达 38.65%；同时，二手房住宅价格指数同比大幅增长 42.60%。房地产市场持续升温有利于房地产开发商去库存，但也可能迫使政府出台相关抑制政策，深圳市房地产市场可能面临一定的调整风险。

图 7 深圳市房地产开发情况（单位：亿元、万平方米、%）



资料来源：联合评级根据 Wind 资讯整理

在深圳市 2015 年商品房价格大幅上升的背景下，2016 年 3 月 4 日深圳市金融办下发防范房地产行业金融风险的函，要求针对深圳房地产市场交易过热，银行、P2P、小贷公司等机构相继参与首付贷、高杠杆放贷、放大金融风险现状，排查杠杆放贷的情况，梳理产品模式和涉及金额；监管部门将要求商业银行对于住房贷款申请严格审查，并将加强房地产信贷的压力测试。同时，深圳市房地产经纪行业协会发布，4 月 1 日起深圳二手房交易评估价格将上调 50% 左右，将提高交易费用，从而一定程度上抑制短期投机行为。此外，深圳市目前实行限购政策，即深圳市户籍居民家庭（含部分家庭成员为深圳市户籍居民的家庭），限购 2 套住房；对于能够提供在深圳市 1 年以上纳税证明或社会保险缴纳证明的非深圳市户籍居民家庭，限购 1 套住房。未来政府也可能从营业税征收年限、限购条件等方面进行房地产市场调控，以进一步抑制深圳市房价过快上涨。

总体上看，2015 年深圳市房地产市场供求矛盾比较突出，市场热度持续升高；但房价过快上涨可能会使得深圳市房地产市场面临一定的调整风险。

## 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主要的房地产业务开发平台。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、资本投资于一体的综合性企业集团，拥有房地产开发国家一级资质和建筑工程施工总承包国家一级资质。公司深耕两广地区城市，重点布局在深圳、珠海、汕头、南宁等城市。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 2015 年底，公司总开发面积超过 1,000 万平方米，持有项目 39 个，待售面积 904.69 万平方米，其中，尚未开发的土地储备规划建筑面积合计 456.48 万平方米，公司项目储备丰富。

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。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；“2015 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 2015 年底，公司共有董事 3 名（分别兼任总经理、首席运营官、副总裁），设首席财务官 1 名、监事 1 名。

公司董事兼总经理纪海鹏先生，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。纪海鹏先生于房地产开发行业拥有 20 年经验，并拥有企业策划及管理 and 项目管理经验，曾出任汕头市房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。

公司董事兼副总裁肖旭先生，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。于 2007 年受聘于公司，曾于 2007 年 8 月至 2011 年 4 月期间在公司出任多个高管职位，其后于 2015 年 7 月获委任为公司的副总裁；亦兼任为龙光地产的执行董事、副总裁。肖旭先生在公司主要负责推行策略发展、进行投资分析及开展外部事务。

截至 2015 年底，公司总部在职员工共计 330 人。从教育程度看，大专以上学历人员占 99.39%，专科及以下学历人员占 0.61%；从职务情况看，销售人员占 6.67%，财务人员占 8.48%，技术人员占 22.12%，研发人员占 14.24%，管理人员占 45.76%；从年龄结构来看，30 岁以下人员占 35.76%，30~50 岁人员占 62.73%，50 岁以上人员占 1.52%。

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，能够满足公司生产经营需要。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

作为港股上市公司龙光地产（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。

股东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。

公司设董事会，向股东会负责。公司的董事会现有 4 名成员。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。董事会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。

公司不设监事会，设监事 1 名，由股东共同委派。监事的任期三年，任期届满可连任。

经理层负责组织实施股东会、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

公司根据自身经营管理需要，公司本部设投资发展中心、营销管理中心、研发设计中心、工程管理中心、采购管理中心、成本管理中心、财务管理中心等 11 个部门，各职能部门之间职责明确，运作有序。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。公司在财务管理、资金管理、项目拓展、存货管理等方面建立了内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。

子公司管理方面，公司采用预算管理的方式，对下属子公司和主要负责人进行考核；子公司各重要决策需上报总部层面审核通过后方可进行。

财务管理方面，公司财务管理中心设立资金、税务、核算和财务管理四个细分部门。下属子公司财务部门由总部四部门垂直管理，子公司财务独立核算。同时，公司加强对销售资金回笼的管理，制定了详细的制度监控销售资金回笼状况。

在项目拓展方面，投资发展中心需根据控股公司战略目标制定拓展战略、制定公司年度投资计划并按区域分解等；区域投资负责人系区域内土地新项目拓展的总负责人，带领团队制定计划并在区域范围内进行新项目拓展、重大项目推进和未完善手续工作跟进。各项目需通过项目初判委员会、项目投资评审委员会、投资委员会决策会等多个流程后，最终确定是否可行。

在工程管理和成本控制方面，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。同时，公司加强对项目的管理，具体包括定期质量检查、不定期检查等。下辖子公司需进行工序质检、日常巡查、月度检查、验收性检查等。

对外担保方面，公司规定担保均由公司统一管理，公司财务部门为公司担保行为的职能管理部门。未经公司董事会或股东会的批准，公司不得以任何形式提供对外担保，也不得与任何单位相互担保。

此外，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及有效性进行评估并提出意见。

总体看，公司部门设置齐全，权责明晰；各类管理制度相对完善，能够满足公司的日常经营。

## 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。2013~2015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12.02%，2015年实现营业收入148.78亿元，较上年增加20.43%；公司净利润复合增长11.27%，2015年达到25.62亿元，较上年增长13.43%。

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，2015年房地产开发业务实现营业收入143.00亿元，占当年营业收入的96.12%，公司主营业务十分突出。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），2013~2015年，出租建筑物租金收入占比保持在0.50%左右，规模较小；建筑工程收入占比分别为5.87%、1.92%和3.31%，主要系当年公司提供的建筑施工服务根据开工情况波动所致。

毛利率变化方面，公司近三年整体毛利率呈波动下降趋势，主要系公司交房项目变化所致。伴随公司结转收入以南宁等地区项目为主，公司房地产开发业务毛利率有所下降，2013~2015年，分别为41.78%、33.64%和34.89%，整体仍属较高水平。公司出租业务毛利率保持在90%以上，主要系采用公允价值计量出租物业所致；建筑工程业务毛利率有所波动，分别为6.75%、7.17%和5.88%，略有波动，主要系当期施工项目差异所致。总体上看，公司综合毛利率有所波动，但仍处于较高水平。

表5 2013年~2015年公司营业收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2013年			2014年			2015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	110.33	93.06	41.78	118.85	96.20	33.64	143.00	96.12	34.89
出租建筑物	0.64	0.54	100.00	0.56	0.45	100.00	0.70	0.47	91.42
建筑工程	6.96	5.87	6.75	2.37	1.92	7.17	4.93	3.31	5.88
其他	0.64	0.54	100.00	1.77	1.43	62.15	0.15	0.10	40.00
<b>合计</b>	<b>118.56</b>	<b>100.00</b>	<b>40.35</b>	<b>123.54</b>	<b>100.00</b>	<b>33.64</b>	<b>148.78</b>	<b>100.00</b>	<b>34.20</b>

资料来源：公司提供，联合评级整理。

总体看，近三年公司营业收入规模不断扩大，房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。

公司深耕深圳、珠海、中山、南宁、汕头等两广地区，土地储备集中在该区域。从近三年，公司分别成功竞得8块、6块和8土地，公司拿地建筑面积分别为162.47万平方米、224.55万平方米和238.85万平方米，规划建筑面积合计625.87万平方米，土地成本支出分别为31.37亿元、86.62亿元和166.91亿元。从楼面单价来看，2013年，公司拿地区域主要集中在佛山、东莞、中山及汕头等城市，土地均价处于较低水平；2014年，公司取得深圳市白石龙地块，该地块楼面单

价高，从而使得公司当年取得土地价格有所上升；2015年，除汕头、南宁和珠海地区外，公司取得两个深圳市地块，楼面单价进一步上升。

表6 公司近三年拿地情况（单位：亿元，万平方米，元/平方米）

获得时间	地块数量	获得价格	规划建筑面积	楼面均价
2013年	8	31.38	162.47	1,931.16
2014年	6	86.62	224.55	3,857.49
2015年	8	166.91	238.85	6,988.16
<b>合计</b>	<b>22</b>	<b>284.91</b>	<b>625.87</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

注：部分地块后期可能调整规划，建筑面积则相应可能略有调整

截至2015年底，公司尚有未开发的土地规划建筑面积规模较大，合计456.48万平方米，其中分布在惠州、深圳、汕头和南宁等地。其中，惠州龙光城项目未开发的规划建筑面积合计181.95万平方米，单体规模大，但该项目楼面单价仅为217元/平方米，考虑到该项目主要面对深圳市刚性需求，可保障较丰厚的利润空间。此外，公司在开发的项目尚有待售面积合计904.69万平方米，土地储备和项目储备规模大，可为公司未来发展提供有力支撑。

表7 截至2015年底公司尚未开发的土地储备情况（单位：万平方米，元/平方米）

地区	地块名称	占地面积	尚未结转收入的建筑面积	尚未开发的建筑面积	土地楼面均价
珠海	九龙湾名园	2.59	8.06	8.06	12,133.00
惠州	龙光城	177.52	403.52	181.95	217.00
深圳	红山项目	8.70	84.17	84.17	13,920.00
深圳	坪山项目	2.02	13.54	13.54	7,974.01
汕头	东海岸197亩	13.12	40.15	40.15	3,527.00
汕头	东海岸C组团	7.15	29.94	29.94	2,599.00
南宁	五象新区119亩	7.95	30.26	30.26	2,043.00
南宁	五象新区94亩	6.29	25.80	25.80	1,826.00
陵水	海语龙湾	25.93	42.61	42.61	1,442.00
<b>合计</b>		<b>251.27</b>	<b>678.06</b>	<b>456.48</b>	

资料来源：公司提供

总体上看，公司土地储备比较充足，且聚焦深圳等经济发展状况良好的城市，土地取得成本较低，可为公司发展提供有力支撑。但公司主要土地储备集中在珠三角、汕头及南宁等区域，仍需持续关注市场集中风险。

### 3. 项目建设开发情况

#### 项目建设情况

项目建设方面，公司在总部层面设立工程管理中心、在区域公司层面设立工程部，并在项目公司层面设立项目部。其中，工程管理中心对整个工程流程制定制度，工程部负责对公司进度、质量、安全进行检查等，一线项目部则对工程进行全程监管。

在总承包方面，公司旗下龙光工程建设有限公司（以下简称“龙光工程建设”）拥有建筑工程施工总承包国家一级资质。伴随公司业务的扩大和成熟，公司基本全部使用自有建筑公司龙光工程建设进行施工。该模式可便于公司进行项目管理，对工程进度、质量和安全的把控更加严格，

从而可降低建设成本，一般情况下，龙光工程建设提供的建筑施工成本可比市场降低 10%左右。

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；公司设立战略采购部，实施中央集中采购原理，以期通过协同效应有效控制建筑成本和工程进度。

具体来看，公司对供应商建立资源库，进入资源库的供应商方能为公司提供材料或服务。目前，公司资源库中共有约 1,000 余家供应商。公司每月对供应商进行评分管理，若连续两次供应商提供材料不达标，则一年内不再使用该供应商。同时，公司对钢材、混凝土等大宗材料均进行集中采购，可在一定程度上降低成本。

总体上看，产业链的一体化有利于公司控制工程进度，并有效降低成本。

### 项目开发情况

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8 2013~2015年底公司主要开发数据情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
新开工面积（万平方米）	271.94	213.94	206.19
竣工面积（万平方米）	144.47	219.14	333.48
期末在建面积（万平方米）	506.00	464.00	410.06

资料来源：公司提供

注：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。

2013~2015 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。近三年，伴随公司投资深圳及珠三角其他区域的项目逐年增加，而该区域项目的面积相对小，货值高，导致公司新开工面积有所下降。受此影响，公司 2013 年新开工面积达到 272.00 万平方米，为三年最高值；而 2015 年新开工面积下降至 206.19 万平方米，但仍超过 200 万平方米，基本与当年新增土地储备规划建筑面积持平。同时，伴随项目建设进度推进，公司竣工面积逐年增加，2015 年公司竣工面积较大，为 333.48 万平方米。

公司重视深耕城市的开发，以期在熟悉的市场中进行运作开发，降低成本、加快开发节奏，并保证较高的利润空间。因此，从城市分布上看，公司持有的项目分布城市比较集中，主要有深圳、惠州、南宁、汕头、中山和佛山等地。在项目开发方面，公司一般要求在取得土地后 40 天左右开工，265 天左右达到预售，320 天左右现金流回正，760 天左右竣工，880 天左右项目清盘。此外，由于公司持有的惠州龙光城项目规模大，但土地成本很低，考虑其地理位置独特，公司适当控制开发节奏，以提高项目收益。

具体来看，截至 2015 年底，公司持有开发项目共 39 个，包括在建但尚未达到出售条件和拟建的项目。公司开发项目总投资合计 840.56 亿元，截至 2015 年底已投资 506.11 亿元，尚需投资 334.45 亿元。其中，2016 年公司开发项目预计投资 169.25 亿元，投资资金需求较大，公司仍面临一定的资金支出压力。

截至 2015 年底，公司项目可售面积合计 1,733.31 万平方米，已售面积合计 828.63 万平方米，

待售面积 904.68 万平方米，待售面积规模大。其中，公司惠州龙光城项目待售面积达 337.15 万平方米，约占全部待售面积的 40%，需要一定的去化周期；考虑到该项目位于深圳和惠州交界处，主要面对深圳市刚需客户，受益于深圳市地区房地产市场热度高，当前项目售价已由最初 5,000 元/平方米左右的售价上涨至 10,000 元/平方米，加之项目的楼面价很低，该项目面临的销售压力不大。预计伴随惠州龙光城项目的销售和结转，可为公司带来较大的利润空间。

表 9 截至 2015 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 2015 年底已 投资情况 (万元)	未来投资情况 (万元)			可售面积 (m <sup>2</sup> )	已售面积 (m <sup>2</sup> )	单价 (元/m <sup>2</sup> )
				2016 年	2017 年	2018 年			
1	成都君悦华庭	72,984	54,019	16,252	2,069	644	359,393	92,633	4,639
2	成都天悦龙庭	145,688	145,307	381	--	--	237,233	190,739	9,120
3	佛山君悦龙庭	130,316	108,611	19,797	417	1,491	292,886	212,096	6,689
4	广州棕榈水岸	79,422	75,859	3,563	--	--	308,011	248,173	14,620
5	佛山尚街大厦	46,339	33,746	11,214	978	352	73,627	36,202	8,591
6	佛山君悦华府	48,616	42,798	3,316	2,455	47	83,162	61,607	9,943
7	佛山水悦龙湾	214,150	134,413	46,947	29,008	3,782	426,610	182,123	8,633
8	佛山天湖华府	100,461	77,641	13,438	8,658	440	96,841	20,997	12,262
9	惠州龙光城	590,457	443,173	98,274	35,478	3,711	5,031,477	1,660,007	10,000
10	惠州天悦龙庭	97,331	86,478	9,720	1,133	--	372,134	274,006	4,119
11	惠州水悦龙湾	120,254	104,375	13,856	2,023	--	310,756	210,897	6,463
12	南宁普罗旺斯	317,285	294,895	18,062	3,311	1,017	1,881,998	1,635,122	7,379
13	南宁普罗旺斯 10 期	28,097	12,800	7,046	6,750	1,430	55,596	15,680	6,140
14	南宁水悦龙湾	232,441	229,301	3,140	--	--	613,676	551,557	7,421
15	南宁君御华府	101,648	89,855	9,607	1,159	481	141,619	117,576	9,310
16	南宁五象新区 119 亩								
17	南宁五象新区 94 亩	296,992	58,200	143,275	71,638	23,879	558,947	--	--
18	汕头龙腾嘉园	263,333	176,706	47,393	24,079	4,548	669,700	538,786	5,591
19	汕头尚海阳光	365,388	353,503	--	--	11,885	682,218	473,355	12,909
20	汕头御海阳光	404,323	163,372	58,002	61,063	9,513	698,058	314,207	10,099
21	汕头东海岸新区 197 亩	284,015	76,161	88,645	48,948	43,339	302,047	--	--
22	汕头东海岸新区 c 组团	159,624	39,643	75,858	25,758	11,450	226,216	--	--
23	深圳玖龙玺	634,506	507,293	77,502	41,851	7,860	228,639	64,379	60,000
24	深圳红山项目	2,025,765	634,403	754,871	207,607	201,446	577,827	--	--
25	深圳坪山项目	227,431	114,703	38,049	51,320	23,359	135,240	--	--
26	东莞君御华府	35,552	31,956	1,678	1,918	--	69,201	60,360	7,509
27	东莞君御旗峰	133,565	127,034	1,814	4,717	--	208,779	142,447	11,476
28	中山海悦熙园	43,700	40,526	3,174	--	--	107,613	99,637	6,569
29	中山海悦华庭	82,581	75,613	6,620	300	48	163,378	145,394	8,589
30	中山水悦馨园	77,372	65,295	10,914	1,163	--	169,229	129,711	5,976
31	佛山水悦熙园	121,941	80,558	22,081	17,826	1,476	264,199	58,432	6,167
32	佛山水悦云天	154,336	154,336	--	--	--	356,784	326,579	7,369
33	桂林普罗旺斯	247,151	76,794	50,017	39,217	68,765	588,156	53,125	4,961
34	海口海云天	81,949	50,429	17,296	13,828	396	149,178	35,373	8,687
35	陵水海语龙湾	154,806	62,582	9,222	11,067	10,145	426,142	--	--
36	汕头龙腾熙园	78,036	78,036	--	--	--	255,255	220,096	4,961
37	汕头阳光华府	15,916	15,916	--	--	--	24,948	21,015	12,909
38	珠海九龙湾名园	147,220	104,004	8,585	18,796	13,853	78,968	--	--
39	中山水悦熙园	44,629	40,738	2,882	1,009	--	107,387	93,956	5,658
	<b>合计</b>	<b>8,405,620</b>	<b>5,061,072</b>	<b>1,692,491</b>	<b>735,544</b>	<b>445,358</b>	<b>17,333,128</b>	<b>8,286,267</b>	--

资料来源：公司提供

总体上看，产业链一体化有利于公司有效控制成本；公司在建项目区域分布集中在珠三角等两广地区，市场环境良好，但在建项目规模较大，公司仍将面临一定的资金支出压力。

#### 4. 房产销售情况

伴随公司竣工面积的增长，2013~2015 年，公司房地产开发结转收入也呈增长趋势，分别为 110.33 亿元、118.85 亿元和 143.00 亿元，年均复合增长 13.85%。

近三年，公司签约销售情况受到国内房地产行业整体波动影响不大，签约销售面积和销售金

额呈快速增长态势，年均复合增长 15.71%和 20.90%；同时，受益于公司开发区域主要集中在深圳等珠三角地区，2015 年下半年该地区房地产市场景气度持续上升，公司签约销售情况大幅提升，2015 年公司签约销售面积和金额分别达 219.88 万平方米和 193.06 亿元，同比分别增长 32.79%和 53.81%，增幅明显。签约均价上看，公司房屋销售平均价格也呈波动增长态势，由 2013 年的 8,043.00 元/平方米升至 2015 年的 8,780.00 元/平方米，主要系 2015 年公司销售项目中包括部分深圳市项目所致。

表 10 公司 2013~2015 年房产销售情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
签约销售面积（万平方米）	164.22	165.59	219.88
签约销售金额（亿元）	132.08	125.52	193.06
签约销售均价（元/平方米） <sup>3</sup>	8,043.00	7,580.00	8,780.00
结转收入面积（万平方米）	127.95	160.37	209.98
结转收入（亿元）	110.33	118.85	143.00

资料来源：公司提供

从公司签约销售地域分布看，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、汕头、珠海和南宁等地。从 2015 年签约销售数据来看，广东珠三角地区、汕头地区和广西地区签约面积分别占 61.12%、23.45%和 9.93%，其他区域占比较小；由于珠三角地区楼面单价较高，签约销售金额占比相应较高，三地区签约金额占比分别为 64.32%、22.32%和 9.28%。总体上看，公司主要在珠三角区域等具有经济及人口增长潜力的城市进行资源布局，外部市场环境较好；但公司也面临一定的业务集中度较高风险。

表 11 公司 2013~2015 年房产合约销售区域分布情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年
<b>销售面积（万平方米）</b>	<b>164.22</b>	<b>165.59</b>	<b>219.88</b>
其中：			
广东珠三角	97.52	93.21	134.38
广东汕头	23.17	27.47	51.56
广西	37.65	37.37	21.83
其他	5.88	7.54	12.11
<b>销售金额（亿元）</b>	<b>132.08</b>	<b>125.52</b>	<b>193.06</b>
其中：			
广东珠三角	65.00	65.78	124.18
广东汕头	34.08	21.83	43.09
广西	27.75	31.2	17.92
其他	5.25	6.71	7.86

资料来源：公司提供

总体上看，近年来公司销售持续增长；在 2015 年房地产市场分化格局愈发明显的环境下，公司主要布局区域房地产市场发展态势良好；受益于此，公司签约销售面积和销售金额大幅增长，经营业绩明显提升。虽公司面临的区域经济发展状况良好，去库存风险不大，但公司仍面临一定的集中度较高风险。

<sup>3</sup>该销售均价为综合地下车库面积和售价后的金额。

## 5. 其他业务

除房地产开发业务外，公司尚有部分物业出租收入和建筑工程收入。2013~2015 年，公司物业出租收入分别为 0.64 亿元、0.56 亿元和 0.70 亿元；建筑工程业务主要系龙光建筑工程为关联方等提供的建筑施工服务，该项业务收入分别为 6.96 亿元、2.37 亿元和 4.93 亿元，呈波动态势。

具体来看，公司物业出租收入主要来自于公司自持的深圳宝安区龙光世纪大厦商业物业；截至 2015 年底，龙光世纪大厦的出租面积为 33,340 平方米，出租单价为 150 元/平方米/月。而 2015 年，公司建筑工程收入主要包括汕头龙光世纪大厦、惠州大亚湾经济技术开发区人民医院新院等项目。

总体上看，公司其他业务规模不大，可为公司盈利提供一定补充。

## 6. 经营效率

2015 年，公司应收账款周转次数变化较小，由 2014 年的 47.63 次微升为 2015 年的 47.99 次，应收账款周转率处于较高水平；公司存货周转次数变化不大，由 2014 年的 0.38 次上升为 2015 年的 0.39 次；总资产周转率则由 0.38 次下降为 0.34 次，主要是公司 2015 年预付款项中有部分预付土地款项，该款项金额较大，带动资产规模增长较快所致。

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 12 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
<b>龙光地产</b>	<b>48.19</b>	<b>0.38</b>	<b>0.34</b>

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；由于 2015 年上市公司财务报表尚未全部公布，此处仍采用 2014 年指标进行比较；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。

## 7. 重要事项

2016 年 1 月 13 日，公司非公开发行公司债券 25 亿元，债券简称为“16 龙光 01”，证券代码为 135053，发行票面利率为 5.80%。该债券期限为 3 年，附第 2 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。此次非公开发行公司债券募集资金用途主要包括：50% 资金用于偿还银行借款，剩余部分用于补充流动资金。此外，公司非公开发行公司债申请总额度为 30 亿元，公司尚有 5 亿元额度未使用。考虑到该债券部分用于偿还银行借款，因此其发行将在一定程度上增加公司债务负担。

## 8. 经营风险与关注

### 深圳等地区房地产市场可能面临一定的政策调控或市场调整压力

目前公司房地产开发项目以包括深圳在内的珠三角及周边两广地区为主。2015 年深圳等珠三

角地区房地产市场热度高，住宅售价迅速增长，甚至达到 100% 的涨幅。区域房地产市场过热，未来可能面临一定的调整压力。

#### 公司房地产业务存在一定的去化周期和区域集中风险

公司存货规模大，存在一定的去化周期；同时，公司业务主要集中在珠三角等区域，虽面临的市场景气度高，但公司仍存在一定的区域集中风险。

#### 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。

### 9. 未来发展

作为在港上市房地产开发商龙光地产主要的地产业务开发平台，公司将着眼于客户的需求与产品的素质，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。

由于房地产市场在城市和企业方面均呈现分化态势，公司将根据市场环境的变化审时度势，适时调整投资、销售策略，继续坚持“轻资产、快周转”的运营模式，在保持合理利润率的情况下力求实现较高的销售增长。

在产品结构方面，公司将继续专注于主打刚需、改善型住宅，强化公司已有的优势及竞争力，在产品的设计、品质等方面精益求精，力争做到将最好的品质传递给客户，实现公司的产品价值。

在土地投资方面，公司将在维持原有基地城市的市场地位的同时，也将持续关注珠三角、长三角、京津冀等经济发达及具备发展潜力的城市及周边符合公司发展策略的土地获取机会，为公司的销售进一步发展提供优质的土地储备。

总体上看，公司发展战略明确，有利于公司未来保持快速健康发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了 2013~2015 年度财务报告，均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审计意见。公司财务报告遵照财政部《企业会计准则》的规定编制。

2013~2015 年，公司合并范围不断扩大，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；2015 年，公司新设立 7 家二级子公司和 1 家三级子公司。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 2015 年底，公司合并资产总额 496.46 亿元，负债合计 335.89 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）160.56 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 121.87 亿元。2015 年，公司实现营业收入 148.78 亿元，净利润（含少数股东权益）25.62 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 25.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.21 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.20 亿元。

### 2. 资产质量

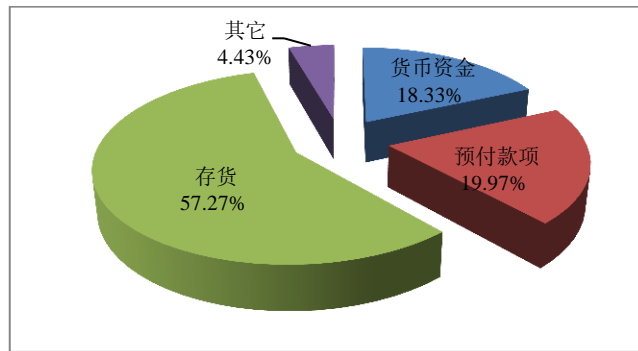
2013~2015 年，公司资产规模以较快速度增长，年均复合增长率为 36.65%。截至 2015 年底，公司资产合计 496.46 亿元，其中流动资产占比 87.87%，非流动资产占比 12.13%，流动资产占比

高符合房地产开发企业特征。

### 流动资产

2013~2015年，公司流动资产呈迅速增长态势，年均复合增长率达到39.52%，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2015年底，公司流动资产为436.24亿元，以货币资金（占18.33%）、预付款项（19.97%）和存货（占57.27%）为主。

图8 截至2015年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司货币资金总额呈持续增长态势，年均复合增长率为55.87%；截至2015年底，公司货币资金为79.96亿元，较年初增长44.44%，主要系公司2015年签约销售规模明显增长、回款增加及公司发行债券导致现金流入所致。其中，银行存款占84.63%；其他货币资金占15.32%，主要系为取得借款进行质押的现金。货币资金中使用受限金额12.25亿元，占比为10.57%。总体上看，公司货币资金充足。

2013~2015年，公司预付款项增幅较大，复合增长341.10%；截至2015年底，公司预付款项合计87.13亿元，较年初大幅增长1,001.02%，主要系预付深圳红山项目、坪山项目土地款83.49亿元所致。由于公司取得土地证后该款项将转入存货，坏账风险不大。

2013~2014年，随着公司房地产开发项目的增加，存货规模逐年增加。截至2015年底，由于公司开发力度的加大及销售结转增加的共同作用，公司存货规模基本与年初持平；截至2015年末，公司存货账面价值249.82亿元，较年初减少1.04%。具体来看，伴随公司加大开发力度，存货内部构成有所变化，其中公司拟开发产品合计10.56亿元，较年初降低88.09%；而已完工开发产品和在建开发产品分别为58.67亿元和180.57亿元，较年初分别增长49.92%和45.08%。具体来看，金额较大的项目主要有深圳玖龙玺项目（54.65亿元）、汕头御海阳光（30.01亿元）、珠海九龙湾名园（10.68亿元）、惠州龙光城项目（15.86亿元）、汕头龙腾嘉园项目（9.65亿元）和汕头尚海阳光项目（5.91亿元）等。其中，存货中用于抵押担保的受限资产为104.13亿元。公司存货规模较大，且集中在珠三角地区，考虑到该区域房地产市场景气度较高，存货跌价风险不大，但其变现能力仍将受到区域房地产行业景气度及政策影响。

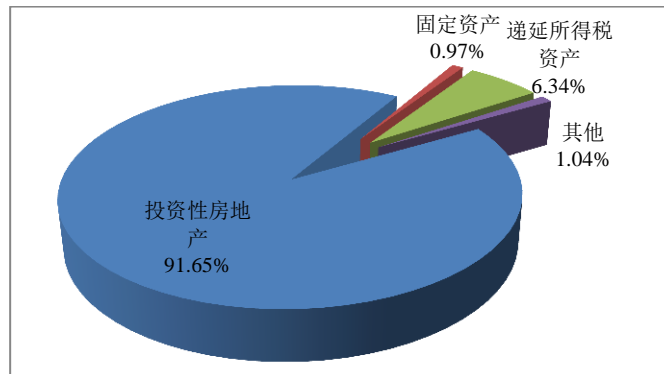
此外，公司其他应收款主要为应收关联公司款项、代垫分包商款项、工程质量及安全保证金及土地竞拍保证金等。近三年，公司其他应收款波动增长，复合增长率为59.24%；截至2015年底，公司其他应收款账面余额为6.44亿元。

### 非流动资产

2013~2015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20.05%。截至2015年底，公司非流动资产总额为60.21亿元，以投资性房地产（占91.65%）、固定资产（占

0.97%)和递延所得税资产(占6.34%)为主(如下图所示)。

图9 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告  
注：其他包括无形资产、固定资产和长期待摊费用

公司投资性房地产按公允价值计量，2013~2015年，公司投资性房地产年均复合增长率为20.62%。截至2015年底，公司投资性房地产账面价值为55.19亿元，较年初增长18.87%，主要系公司自持的龙光世纪大厦项目商业物业公允价值增值所致。其中，公司用于担保的投资性房地产账面价值为38.50亿，抵押的投资性房地产规模较大。

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，2013~2015年，公司递延所得税资产增长较快，年均复合增长率为13.32%。截至2015年底，公司递延所得税资产为3.82亿元。

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，存货规模较大，且以珠三角地区的房地产开发项目为主；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。

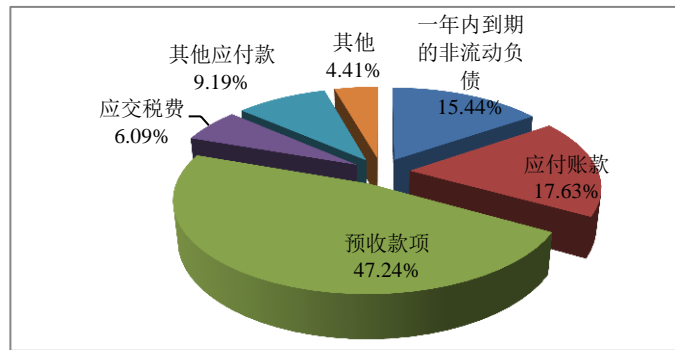
### 3. 负债及所有者权益

#### 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29.61%。截至2015年底，公司负债合计335.89亿元，较年初增长32.41%，主要系2015年公司一年内到期的非流动负债和应付利息的增加所致。其中，流动负债和非流动负债分别占64.47%和35.53%。

2013~2015年，公司流动负债规模呈不断增长趋势，年均复合增长率为26.22%。截至2015年底，公司流动负债合计216.56亿元，以应付账款(占17.63%)、预收款项(占47.24%)、应交税费(占6.09%)、其他应付款(占9.19%)和一年内到期的非流动负债(占15.44%)为主(如下图所示)。

图10 截至2015年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告  
其他包括短期借款、应付职工薪酬、应付利息、应付股利

2013~2015年，公司短期借款先升后降，年均复合增长率28.60%，截至2015年，短期借款余额为6.24亿元，较年初减少84.46%，主要系公司偿还短期借款所致。短期借款中，信用借款为2.10亿元（占比33.68%），质押借款为4.14亿元（占比66.32%）。

随着公司业务规模的扩大，2013~2015年，公司应付账款金额呈不断增长态势，年均复合增长19.11%。截至2015年底，公司应付账款余额为38.17亿元，较年初增长25.60%，其中应付及预提成本占比96.56%，系按照工程完工进度计提的工程款。

2013~2014年，公司预收款项较为稳定，预收款项主要为预收房屋销售款。受益于2015年深圳及珠三角地区房地产市场景气度高，公司销售面积和销售金额大幅提升所致，预收款项随之大幅增长；截至2015年底，公司预收款项合计102.31亿元，较年初增加74.43%，其中预收房屋销售款为102.30亿元，占比达到99.99%。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交房后将结转为营业收入，因此不存在实际偿付压力。

截至2015年底，公司应交税费合计13.19亿元，近三年复合增长4.41%，主要系应交企业所得税和土地增值税有所增加所致。

公司其他应付款近三年复合增长111.78%，主要系公司2014年新增应付金融机构不计息款项12.94亿元所致。截至2015年底，公司其他应付款合计19.90亿元，较年初增长39.14%，主要系应付关联方款项增长所致。其中，公司应付金融机构不计息款项系对招商银行应付款项，该款项由金泓（香港）投资有限公司提供货币资金质押担保。

截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债为33.43亿元，复合增加18.58%，均为一年内到期的长期借款，其中信用借款为1.44亿元（占4.29%），抵押借款26.03亿元（占77.89%），担保借款2.87亿元（占8.57%），质押借款3.09亿元（占9.25%）。

近三年，公司非流动负债增长较快，年均复合增长率为36.51%，主要系长期借款的增加及2015年新增债券所致。截至2015年底，公司非流动负债合计119.33亿元，主要为长期借款（占比50.33%）和应付债券（占比42.00%）。

近三年，公司长期借款规模先增后减，复合增长率为1.72%。截至2015年底，公司长期借款金额合计60.06亿元，较年初减少25.06%，主要系公司偿还部分到期借款所致；其中，抵押借款合计57.61亿元（占比95.92%），质押借款0.75亿元（占比1.25%），信用借款1.70亿元（占比2.83%）。从期限结构来看，2017年和2018年到期金额分别为28.27亿元和21.21亿元，考虑到公司一年内到期的非流动负债规模也较大，公司近三年均存在一定的兑付压力。

由于公司 2015 年发行“15 龙光 01”和“15 龙光 02”，应付债券期末余额合计 50.00 亿元。

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 32.26%。截至 2015 年底，公司全部债务为 149.72 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 26.49%和 73.51%，债务结构较为合理。2015 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同去年相比基本持平，分别由 2014 年的 66.46%、50.31%和 38.50%变为 67.66%、48.25%和 40.67%。整体看，公司有息债务规模有所增长，但总体债务负担仍处于适中水平。

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，公司总体债务负担处于适中水平。

#### 所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益的年均复合增长率为 56.07%，主要系未分配利润和少数股东权益共同增长所致；截至 2015 年底，公司所有者权益 160.56 亿元，较年初增长 25.44%，其中归属于母公司所有者权益为 121.87 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占 3.64%，资本公积占 5.95%，盈余公积占 1.82%，未分配利润占 88.60%，所有者权益构成中未分配利润占比进一步增大，公司权益结构稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益增长幅度较大；但其中未分配利润占比高，权益稳定性较弱。

#### 4. 盈利能力

近三年，伴随公司项目的逐步结转，公司营业收入、营业利润和净利润呈持续增长趋势，复合增长率分别为 12.02%、11.21%和 11.27%；2015 年，公司实现营业收入 148.78 亿元，同比增长 20.43%，主要系公司结转收入规模增加所致。伴随公司营业收入增长，公司 2015 年实现营业利润 34.09 亿元，同比增长 11.95%；实现净利润 25.62 亿元，同比增长 13.43%，其中归属于母公司所有者的净利润为 25.28 亿元，同比增长 15.09%。

从利润构成看，2015 年公司实现利润总额 34.29 亿元，其中营业利润 34.09 亿元，公司盈利对营业外收入不存在依赖。但近三年，公司公允价值变动损益分别为 0.15 亿元和 8.44 亿元、6.79 亿元，在公司营业利润中占据一定的比重，对公司营业利润有一定影响。

从期间费用来看，2015 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别为 5.25 亿元、4.92 亿元和 -0.12 亿元，较上年同期分别增长 33.67%、9.83%和 -131.13%。其中销售费用增幅较大，主要是伴随公司销售规模扩大，公司相应增加营销投入所致；财务费用同比下降较多，且为负值，主要是公司发行债券后持有较多现金导致利息收入同比增加所致。2013~2015 年，公司费用收入比分别为 6.80%、7.11%和 6.76%，呈现先上升后下降的趋势；但相比较于 2013 年的 6.80%，公司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，受 2015 年公司结转项目主要分布在汕头、南宁等区域，房地产开发毛利率相对较低影响，2013~2015 年，公司营业利润率分别为 29.92%、24.93%和 25.12%，呈波动下降趋势。2013~2015 年，公司总资产收益率分别为 16.67%、11.44%和 9.13%，总资产报酬率分别为 11.74%、9.64%和 7.88%，净资产收益率分别为 36.93%、23.29%和 17.75%，均呈现逐年下降趋势。但从 2104 年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 13 2014 年主要房地产上市公司盈利指标情况

证券简称	净资产收益率	总资产报酬率	销售毛利率
万科 A	19.08	5.24	29.94
招商地产	14.75	6.38	37.33

保利地产	21.56	5.93	32.03
世茂股份	12.50	6.50	41.40
荣盛发展	26.02	6.81	33.30
东华实业	6.32	4.13	32.50
绿景控股	1.61	1.36	58.71
<b>龙光地产</b>	<b>25.32</b>	<b>6.46</b>	<b>30.44</b>

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 Wind，与本报告附表口径有一定差异；上表使用**龙光地产**相关指标进行比较；由于 2015 年上市公司财务报表尚未全部公布，此处仍采用 2014 年指标进行比较；

总体看，在房地产行业整体经营环境波动的情况下，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；但公允价值变动对公司盈利有一定影响；公司盈利指标有所下降，但盈利能力仍属强。

#### 5. 现金流

从经营活动情况来看，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。2015 年受益于公司签约销售大幅提升影响，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 186.89 亿元，使得公司经营活动现金净流入 9.21 亿元。从收入实现质量来看，2013~2015 年公司现金收入比分别为 97.68%、98.02%和 125.61%，收入实现质量明显提升。

从投资活动来看，2013~2015 年，公司投资活动净现金流分别为-5.52 亿元、0.66 亿元和-6.29 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。2015 年公司投资活动流入量较小，但由于流出量较上年有大幅增长，分别为 0.38 亿元和 6.67 亿元，使得公司投资活动产生的现金流量净额为-6.29 亿元。

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。2013~2015 年筹资活动净现金流均呈净流入状态，分别为 17.40 亿元、101.06 亿元和 15.29 亿元。

总体看，近年公司经营活动净现金流由净流出转为净流入状态，公司经营活动净现金流获得一定的改善；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，筹资活动现金持续净流入。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 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 1.65 倍、2.00 倍和 2.01 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，但也呈稳定的上升趋势，分别 0.35 倍、0.47 倍和 0.86 倍；2015 年公司速动比率较高，但考虑到预付款项中存在 83.49 亿元的预付土地款，剔除该因素，公司速动比率与上年基本持平。2013~2015 年，公司现金短期债务比分别为 1.20 倍、1.12 倍和 2.02 倍，呈波动上升趋势，现金对短期债务的保护程度高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，公司 EBITDA 呈稳步增长态势，复合增长率为 10.01%，2015 年公司 EBITDA 为 34.82 亿元，主要由利润总额构成，占比达到 98.49%。随着利息支出规模的增加，公司 EBITDA 利息倍数呈下降趋势，2013~2015 年分别为 4.44 倍、3.80 倍和 3.08 倍。由于公司债务规模的不断上升，EBITDA 全部债务比也成下降趋势，分别为 0.34 倍、0.24 倍和 0.23 倍，EBITDA

对全部债务的保障程度仍属较高。同时，2015 年公司经营活动净现金流转为净流入状态，对全部债务的保障能力有所增强。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2015 年底，公司共取得银行授信额度 219.08 亿元，未使用的额度为 123.75 亿元，公司间接融资渠道畅通。此外，公司控股股东龙光地产为港股上市公司，2015 年其公开发行股票募集资金合计 15.40 亿港元，可在一定程度上为公司提供资金支持。

截至 2015 年底，公司无未决重大诉讼；公司有一笔对关联方金凯利（香港）投资有限公司的担保，截至 2015 年底，该担保余额为 2.11 亿元，到期期限为 2017 年 7 月，考虑到该担保事项的金额较小，公司或有风险不大。此外，截至 2015 年底，公司为商品房买受人提供住房按揭借款阶段性担保 72.80 亿元，规模较大，但考虑到其为行业惯例担保，担保事项将于购房人取得房屋所有权证并在银行办妥抵押登记手续后终止，该或有事项风险不大。

根据公司提供企业信用报告（机构信用代码：G1044030603517750C），截至 2016 年 2 月 25 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，公司货币资金充足，短期偿债能力强；伴随公司盈利规模进一步提升，公司整体偿债能力有所增强。

## 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 2015 年底，公司债务总额为 149.72 亿元，本次拟发行债券规模为 14 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度不大。

以 2015 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 14 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 43.59%、50.49% 和 68.55%，债务负担有所加重，但仍属正常水平。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还金融机构借款，本次债券的发行对公司整体债务负担的影响将低于上述预测值。

### 2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2015 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 196.27 亿元，对本次债券发行额度（14 亿元）的保护倍数为 14.02 倍；公司 2015 年 EBITDA 为 34.82 亿元，对本次债券发行额度（14 亿元）的保护倍数为 2.49 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，并考虑到公司作为国内一家大中型房地产开发企业，在区域定位、土地储备、资产质量和盈利能力等方面具有较强的优势，因此联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

## 九、综合评价

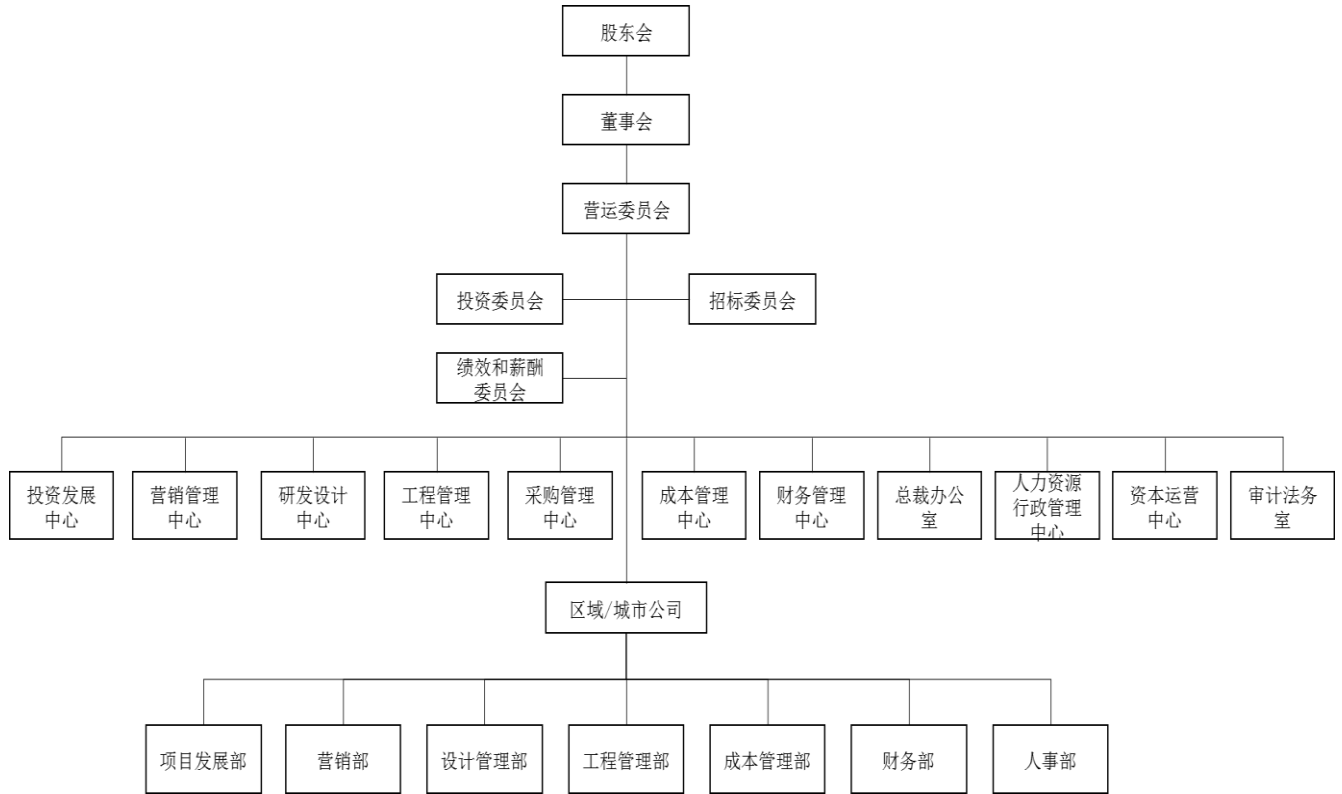
深圳市龙光控股有限公司作为国内一家大中型房地产开发企业，在房地产行业景气度明显波动的背景下，公司营业收入持续稳健增长，盈利逐步提升；公司销售规模逐步增长，销售金额明显提升；公司业务主要集中在深圳等两广地区，土地储备较充足，且土地取得成本低，预期可为公司提供较大的利润空间；公司拥有下属建筑公司，产业链一体化使公司具备更强的成本控制能

力。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、业务区域集中度高为不利因素。

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很低。

### 附件 1 深圳市龙光控股有限公司组织结构图



## 附件 2 深圳市龙光控股有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	265.87	381.67	496.46
所有者权益 (亿元)	65.92	128.00	160.56
短期债务 (亿元)	27.54	49.45	39.66
长期债务 (亿元)	58.04	80.14	110.06
全部债务 (亿元)	85.58	129.58	149.72
营业收入 (亿元)	118.56	123.54	148.78
净利润 (亿元)	20.69	22.58	25.62
EBITDA (亿元)	28.77	31.49	34.82
经营性净现金流 (亿元)	-11.09	-78.34	9.21
应收账款周转次数(次)	43.13	47.63	47.99
存货周转次数 (次)	0.46	0.38	0.39
总资产周转次数 (次)	0.49	0.38	0.34
现金收入比率 (%)	97.68	98.02	125.61
总资本收益率 (%)	21.89	11.44	9.13
总资产报酬率 (%)	11.74	9.64	7.88
净资产收益率 (%)	36.93	23.29	17.75
营业利润率 (%)	29.92	24.93	25.12
费用收入比 (%)	6.80	7.11	6.76
资产负债率 (%)	75.21	66.46	67.66
全部债务资本化比率 (%)	56.49	50.31	48.25
长期债务资本化比率 (%)	46.82	38.50	40.67
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.44	3.80	3.08
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.34	0.24	0.23
流动比率 (倍)	1.65	2.00	2.01
速动比率 (倍)	0.35	0.47	0.86
现金短期债务比 (倍)	1.20	1.12	2.02
经营现金流动负债比率 (%)	-8.16	-47.34	4.25
EBITDA/本次公司债券额度 (倍)	2.05	2.25	2.49

注：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。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

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 4 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 深圳市龙光控股有限公司 2016 年面向合格投资者 公开发行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（期）债券存续期内，在每年深圳市龙光控股有限公司年度审计报告出具后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

深圳市龙光控股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。深圳市龙光控股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龙光控股有限公司的相关状况，如发现深圳市龙光控股有限公司或本次（期）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（期）债券的信用等级。

如深圳市龙光控股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，可宣布信用等级暂时失效，直至深圳市龙光控股有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送深圳市龙光控股有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一六年三月二十五日