

跟踪评级公告

联合〔2020〕2759号

深圳深国投房地产开发有限公司：

联合信用评级有限公司通过对深圳深国投房地产开发有限公司主体长期信用状况和公开发行的“16莱蒙01”进行跟踪评级，确定：

深圳深国投房地产开发有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

深圳深国投房地产开发有限公司公开发行的“16莱蒙01”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年八月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

深圳深国投房地产开发有限公司 公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16莱蒙01	5(3+2)年	8.00亿元	AA	AA	2019/06/21

评级时间：2020年8月21日

主要财务数据：

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	229.86	205.47	173.16
所有者权益（亿元）	74.77	76.60	76.24
长期债务（亿元）	51.36	1.44	10.91
全部债务（亿元）	51.36	33.14	13.68
营业收入（亿元）	13.96	16.77	22.15
净利润（亿元）	0.28	1.44	2.26
EBITDA（亿元）	5.84	4.60	4.88
经营性净现金流（亿元）	-8.40	-16.38	-11.91
营业利润率（%）	14.03	28.49	16.46
净资产收益率（%）	0.30	1.91	2.96
资产负债率（%）	67.47	62.72	55.97
全部债务资本化比率（%）	40.72	30.20	15.21
流动比率（倍）	1.83	1.30	1.56
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.14	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	2.18	1.46	1.79
EBITDA/待偿债券本金（倍）	4.06	3.20	3.39

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. EBITDA/待偿债券本金=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金

评级观点

2019年，深圳深国投房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“深国投”）作为和昌地产集团有限公司（以下简称“和昌地产”）的华南区域公司，在深圳旧改项目进展较慢，债券大额回售的情况下，继续获得了和昌地产的各项支持，业务继续推进；公司土地储备主要位于深圳地区，储备充足且质量较好，在2021年将陆续进入销售期；公司债务负担较轻，权益稳定性较好。和昌地产存货规模较大，融资方式相对较多，将继续为公司提供较大力度支持。联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司可售项目规模较小且去化难度大，深圳旧改项目开发进度不确定性大，公司短期销售回款压力大；公司经营活动现金流仍为大规模净流出，对关联方资金拆借依赖较大以及资产质量一般等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到公司南联旧改项目规模较大，若项目正常开发销售，公司现金流水平有望提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“16莱蒙01”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 股东实力较强，对公司支持力度大。和昌地产存货规模较大，融资方式相对多元化，实力较强；公司作为和昌地产华南区域公司，和昌地产对公司的资金支持力度较大。

2. 土地储备充足。公司土地储备充足，成本较低；且储备项目主要位于深圳地区，质量较好。

3. 债务负担轻。2019年，公司债务负担大幅下降，整体债务负担轻。

关注

1. 旧改项目进展不确定性大。公司深圳旧改项目规模大，周期较长，项目开发进度具有不确定性，目前公司南联项目进展较慢，需关注其进度；此外公司项目尚需投入资本规模较大。

2. 可售项目规模小。公司可售项目规模较小，且以商业、车位、公寓和酒店为主，去化较为困难，且南联项目预计在2021年方能进入销售周期，未来短期内销售回款下降压力大。

3. 经营活动现金流大规模净流出。2019年，公司经营活动产生的现金流仍为净流出，对往来款依赖程度高。

4. 关联方往来款规模大，资产质量一般。截至2019年底，公司资产受限比例高，公司资产质量一般。2019年，公司营业利润对投资性房地产增值依赖程度较大；公司盈利能力有待提升。

分析师

冯 磊 登记编号（R0040214100006）

卢 瑞 登记编号（R0040219010003）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦10层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：

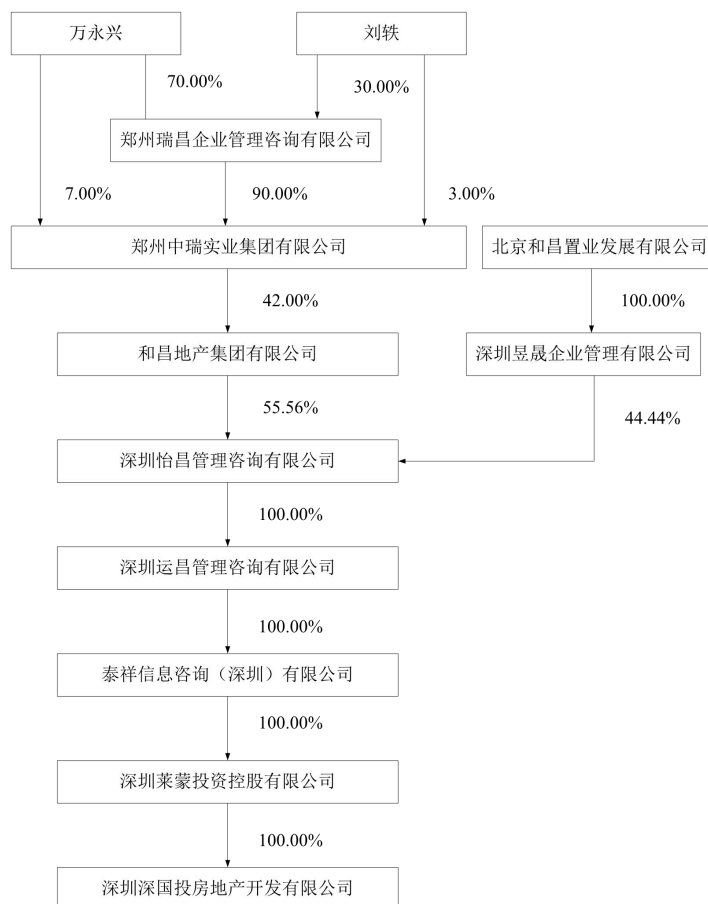


联合信用评级有限公司

一、主体概况

深圳深国投房地产开发有限公司（以下简称“公司”或“深国投”）原名深圳市信托房地产开发公司，系1989年8月成立的全民所有制企业，初始注册资本500万元。1996年4月，公司发生股权变更，公司性质变更为合资经营（港资）。2002年，公司再度发生股权变更，公司性质变更为内资企业。2004年12月，公司变更为现用名。2017年10月13日，公司原实际控制人莱蒙国际集团有限公司（以下简称“莱蒙国际”）将一系列资产出售给和昌地产集团有限公司（以下简称“和昌地产”），并购资金由深圳运昌管理咨询有限公司（以下简称“深圳运昌”）主体筹集，公司以其100%股权以及其持有众多子公司股权¹质押为深圳运昌的借款提供担保。截至2019年底，公司注册资本350,000万元，深圳莱蒙投资控股有限公司（以下简称“莱蒙投控”）系公司唯一股东，万永兴为公司的实际控制人。（见下图）

图 1 截至 2019 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2019年底，公司经营范围未发生变化；纳入合并范围的子公司共15家。截至2020年3月底，公司拥有在职员工197人。

截至2019年底，公司合并资产总额173.16亿元，负债总额96.92亿元，所有者权益总额（含少数

¹ 包含公司持有深圳市祥盛信息咨询有限公司 100%股权、深圳华龙物业有限公司 100%股权、深圳莱蒙鼎盛投资有限公司 100%股权、杭州莱水房地产开发有限公司 100%股权、深圳莱蒙俊达投资发展有限公司 75%股权、广州泽基房地产有限公司 52.5%股权、常州莱蒙水榭花都房地产开发有限公司 21%股权、南京莱鹏置业有限公司 21%股权、南昌莱蒙置业有限公司 51%股权、深圳市信祥投资发展有限公司 55%股权、深圳市水榭花都房地产有限公司 66%股权、深圳市水榭花都房地产有限公司 9%股权以及苏州欣润房地产有限公司 51%股权。

股东权益) 76.24亿元, 归属于母公司所有者权益52.63亿元。2019年, 公司实现营业收入22.15亿元, 净利润(含少数股东损益) 2.26亿元, 归属于母公司所有者的净利润0.88亿元; 经营活动产生的现金流量净额-11.91亿元, 现金及现金等价物净增加额-3.71亿元。

公司注册地址: 深圳市福田区莲花街道福中社区生命人寿大厦十二层; 法定代表人: 齐翌博。

二、跟踪债券概况

公司于2016年9月12日发行“深圳深国投房地产开发有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”, (债券简称: 16莱蒙01; 债券代码: 112448.SZ)。具体发行情况如下表所示。

表1 本报告所跟踪债券发行情况(单位: 亿元、年、%)

债券简称	债券代码	当前余额	债券期限	票面利率	起息日	发行方式
16莱蒙01	112448.SZ	1.44	5(3+2)	5.80	2016/9/13	公开

资料来源: Wind

本报告对“16莱蒙01”进行跟踪。截至2019年底, 上述债券募集资金已全部使用完毕, 资金用途为偿还公司债务及补充流动资金, 与募集说明书承诺使用用途一致。2019年, 公司已按期完成上述债券的付息工作。

三、行业分析

公司以房地产开发业务为主, 收入来源几乎完全为房地产业务, 属于房地产行业。

1. 行业概况

2019年, 房地产开发投资虽在高位但已呈现下降趋势, 土地市场趋于理性, 销售面积出现负增长, 行业集中度继续提升; 2020年一季度受新冠疫情影响, 国内房地产市场下降明显, 尤其商业地产投资和销售影响较大。政策上仍然以“房住不炒”为基调, 确保房地产市场平稳健康发展。

2019年, 全国房地产开发投资132,194.26亿元, 同比增长9.90%, 增速较上年上升0.40个百分点, 总体仍维持高位, 但从2019年4月开始已连续8个月下降, 主要系土地购置费进一步降速所致。2019年, 全国300个城市土地供给同比微增、成交同比微降, 但受益于二线城市土地市场交易活跃, 土地成交楼面均价和出让金总额增长明显, 整体溢价率较上年基本持平。在调控政策持续深化背景下, 全国房地产销售面积171,557.87万平方米, 同比下降0.1%, 较上年下降1.4个百分点, 全国房地产销售金额159,725.12亿元, 同比增长6.50%, 增速较上年同期回落5.70个百分点。2019年, 百城住宅价格指数上涨3.34%, 涨幅较上年同期收窄1.75个百分点, 其中一线城市住宅价格指数增速自2018年末触底回升, 二、三线城市住宅价格指数增速继续下探。

2020年1-3月, 受新冠疫情冲击影响, 国内房地产市场出现较大幅度下行, 但就2020年3月数据看, 在全国逐步复工复产后, 房地产市场主要指标同比降幅明显收窄, 市场恢复较明显。其中全国房地产开发投资21,962.61亿元, 同比下降7.70%, 降幅较前两月收窄8.60个百分点; 房地产销售面积21,978.32万平方米, 同比下降26.30%, 降幅较前两月收窄13.60个百分点; 房地产销售金额20,364.86亿元, 同比下降24.70%, 降幅较前两月收窄11.20个百分点。

2019年, 随着我国经济增长面临下行压力以及商业地产投资过剩, 商业地产市场面临较大挑战。

其中2019年商业营业用房和办公楼投资增速分别为-6.70%和2.80%，增速明显回落；办公楼销售面积同比下降14.68%，商业营业用房销售面积同比下降15.02%，需求端下降明显。2020年1—3月，新冠疫情爆发，各地出台措施限制人们出行，商业地产开发投资和销售面积均出现大幅下跌，市场环境短期内出现紧缩。其中商业地产开发投资（含商业营业用房及办公楼）同比下降13.53%，商业地产销售面积同比下降38.89%。

2019年，前10名和前20名房地产企业销售额占比分别为26.28%和37.14%；前10名和前20名房地产企业销售面积占比分别为19.95%和27.07%，前10名和前20名房地产开发企业销售额占比均较2018年有小幅下降，但销售面积占比继续提升。

2019年，房住不炒和因城施策仍是主基调。2020年一季度，受新冠疫情影响，经济面临较大挑战，但中央坚持“房住不炒”定位不变。2020年2月21日，人民银行召开2020年金融市场工作电视电话会议，会议提出：保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效机制，促进市场平稳运行。2020年4月17日，中共中央政治局会议强调“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展”。地方层面，济南、西安、杭州、上海、天津、无锡、南昌、南京、云南省、长春等多地政府出台了地产支持政策，包括放宽商品房预售条件、预售资金提前拨付、延期缴纳土地出让金、降低人才落户门槛、加大住房公积金支持力度等供给端和需求端政策；但驻马店、广州、宝鸡、山东济南先行区、青岛等地出台的涉及放松限购、降低首付比例等政策均被撤回，体现了国家保持房地产调控的定力。

2. 行业关注

行业债务水平较高，债券集中到期，违约风险加大

房地产行业具有资金密集、高杠杆化的特征，行业债务水平高企；目前房企融资环境有所改善，但仍然有较多限制，考虑到部分房地产企业存续债券可能存在集中到期的现象，在一定程度上加大了房地产行业债券违约风险。

房地产调控政策短期内不会退出

2019年以来两会及政治局会议持续强调“房住不炒”、房地产长效机制和因城施策，房地产调控政策短时间不会退出，稳地价、稳房价、稳预期，防止楼市大起大落仍将是各地的主要调控目标。

中小房企面临被整合风险

在行业集中度渐升背景下，中小房企面临较大经营压力，为市场提供了大批收购机会，实力突出的大型房企，加大对热点城市的收并购，进一步优化总体布局；中小房企在资金实力、融资成本、规模等方面处于劣势地位，面临被整合风险。

新冠疫情或加大行业资金压力

2020年新冠疫情爆发以来，房地产行业开工建设、签约销售、商业地产出租等受到较大影响，行业资金回笼受阻，或加大行业资金压力。

3. 未来发展

未来我国房地产集中度仍将继续提高，短期政策调控仍会持续，行业内龙头企业、具有区域优势和特色的房地产企业会获得生存空间。

现阶段中国房地产行业已经走过最初的粗放式发展阶段，行业龙头逐渐形成，行业集中度不断提高。短期来看，房地产售价不断升高及库存结构性失衡导致房地产市场风险不断积累，政策调控仍然至关重要。长期来看，人口结构、货币环境，市场投资环境等因素将扮演更重要的角色，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型房地产企业也会获得一定的生存空间。

四、公司管理

2019年，公司决策层、管理层及相关管理制度未发生变化。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，公司房地产业务结转收入有所下降，毛利率大幅下滑；受益于投资性物业增值，公司净利润大幅增长。

公司主营业务仍主要为住宅开发销售。2019年，受公司房产结转项目规模增加影响，公司营业收入和净利润均有所增长；公司实现营业收入为22.15亿元，同比增长32.02%；净利润为2.26亿元，同比增长56.48%，增幅大于营业收入主要系公司投资性物业增值大幅增长所致。

从业务构成情况来看，2019年，房地产业务仍为公司营业收入和利润的主要来源，公司房地产收入同比下降10.24%至14.38亿元，在主营业务收入中占比为96.45%；其余业务规模较小，对公司收入贡献较小。2019年，公司实现主营业务收入14.91亿元，同比下降10.40%。

毛利率方面，2019年，公司主营业务毛利率大幅下滑至10.29%，主要系结转项目中，南昌莱蒙、苏州欣润等毛利率低的项目占比增加所致。

表2 公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房地产业	9.69	69.89	24.12	16.02	96.27	32.99	14.38	96.45	--
租赁业	1.20	8.63	42.94	0.06	0.36	55.71	0.10	0.67	--
服务业	2.39	17.24	47.96	--	--	--	--	--	--
酒店业	0.59	4.23	47.70	0.56	3.37	47.40	0.43	2.88	--
农业	0.002	0.01	-90.48	--	--	--	--	--	--
合计	13.85	100.00	30.83	16.64	100.00	33.56	14.91	100.00	10.29

注：公司未提供2019年各业务毛利率
资料来源：公司提供，联合评级整理

2. 土地储备情况

2019年，公司未新获取土地；公司土地储备剩余可售面积规模大，主要为深圳旧改项目和南昌项目；土地储备充足，但区域集中度较高；公司土地储备获取时间早，成本较低。

从公司土地储备情况来看，2019年，公司未获取新土地。截至2019年底，公司在建和拟建项目的土地储备面积合计40.05万平方米，剩余可售面积120.99万平方米，规模较大，主要为深圳南联和布吉旧改项目以及南昌莱蒙都会项目。公司土地储备获取时间较早，成本均较低。

表3 截至2019年底公司土地储备项目情况（单位：万平方米、%）

序号	项目名称	城市	业态	土地面积	总建筑面积	剩余可售面积	权益占比	拿地方式	是否取得土地证
1	南昌莱蒙都会项目	南昌	公寓、商业	6.14	32.70	21.92	100	股权收购	是

2	紫竹云山墅	苏州	洋房、商业	11.74	18.48	8.19	51	收购	是
3	南京红山项目	南京	商业	2.33	4.49	3.34	100	收购	是
4	南联项目	深圳	住宅、商业、公寓	16.54	152.31	69.81	100	股权收购	否
5	布吉项目	深圳	商业、住宅	3.30	36.17	17.73	60	股权收购	否
合计		--	--	40.05	244.15	120.99	--	--	--

资料来源：公司提供

3. 项目建设开发情况

2019年，公司在建及拟建项目尚需投资金额较大，存在一定的资本支出压力；深圳旧改项目规模较大，周期较长，开发进度存在一定的不确定性。

公司房地产开发业务均以项目公司作为运营实体。2019年，公司主要工作为南联项目的拆迁工作，无新开工项目；当期竣工16.85万平方米；截至2019年底，公司期末在建面积合计36.70万平方米。

表4 公司主要开发数据情况（单位：万平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
新开工面积	18.85	14.55	0.00
竣工面积	0.00	39.70	16.85
在建面积	57.85	53.55	36.70

注：2018年，和昌地产将苏州欣润房地产有限责任公司和安徽运昌置业发展有限公司以注资方式划入公司
资料来源：公司提供

截至2019年底，公司在建项目包括苏州紫竹云山墅、南昌莱蒙都会项目，项目预计总投资为34.30亿元，权益尚需投资16.17亿元。公司拟建项目主要包括南京红山、南联拾里花都和布吉项目，预计总投资为306.42亿元，权益尚需投资244.15亿元，规模很大，公司项目投资资金来源主要为银行贷款和股东和昌地产资金支持。公司拟建项目主要为深圳旧改项目，项目投入大，开发周期较长，未来存在一定的不确定性。

公司主要项目深圳南联拾里花都项目已于2019年12月19日完成土地出让合同签订，于12月已取得建设用地规划许可证，目前整体拆迁进度为73.8%，剩余15.5万平方米未拆迁，其中一期拆迁进度为100%，二期为76%，三期为63%，四期为37.4%。2020年1季度疫情爆发一定程度上影响了公司南联项目的进度；截至本报告出具日，南联项目一期已开工，预计在2021年开盘。

表5 截至2019年底公司项目投资情况（单位：%、亿元）

序号	项目名称	权益占比	开工时间	预计总投资	累计已投资	尚需权益投资
1	深圳布吉项目	60	2020.08	59.77	1.50	34.96
2	深圳南联拾里花都	100	2020.07	238.42	34.27	204.15
3	南京红山项目	100	2019.09	8.23	3.19	5.04
拟建项目		--	--	306.42	38.96	244.15
4	紫竹云山墅	51	2016.12	13.00	8.00	2.55
5	南昌莱蒙都会	100	2018.10	21.30	7.68	13.62
在建项目		--	--	34.30	15.68	16.17
合计		--	--	340.72	54.64	260.32

资料来源：公司提供，联合评级整理

4. 房产销售情况

2019年，公司签约销售面积及金额均有所增长；公司在售项目剩余可售业态主要为商业、车位、酒店和公寓，去化困难。

2019年，公司签约销售面积和签约销售金额有所回升，分别为11.28万平方米和10.35亿元；签约销售均价为9,176元/平方米，同比有所下滑，主要系销售区域以南昌为主，销售价格较低所致。

表6 公司项目销售情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	2017年	2018年	2019年
签约销售面积	1.54	6.82	11.28
签约销售金额	2.50	7.74	10.35
签约销售均价	16,234	11,349	9,176
结转收入	9.69	16.02	21.37

资料来源：公司提供，联合评级整理。

截至2019年底，公司在售项目总可售面积为60.15万平方米，剩余可售面积合计22.77万平方米，规模不大。其中，南昌莱蒙都会B12项目去化率较低，剩余项目业态主要为商业和酒店，其中商业由和昌物业服务集团有限公司运营，管理效果一般；莱蒙城剩余业态主要为车位和自持物业，去化率低；紫竹云山剩余未售项目主要为公寓。

表7 截至2019年底公司在售项目销售情况（单位：万平方米、%）

项目	区域	权益占比	总可售面积	已售面积	去化率
中央悦府	安徽	100	22.51	18.42	81.83
南昌莱蒙都会B12	华南	100	12.16	5.17	42.52
莱蒙城	常州	100	7.01	3.50	49.94
紫竹云山	华东	51	18.48	10.29	55.68
合计		--	60.15	37.38	62.14

资料来源：公司提供，联合评级整理。

5. 重大事项

和昌地产存货规模较大，融资手段相对多元化，公司作为和昌地产华南区域公司，和昌地产对公司的支持力度较大；但需关注和昌地产销售下滑对其正常经营及融资可能造成的负面影响。

2017年11月13日，莱蒙国际将其子公司盛兴地产控股有限公司持有的泰祥信息咨询（深圳）有限公司100%股权以及其他一系列资产出售予和昌地产或其关联方；以上交易完成后，公司的股东变更为和昌地产。目前，公司作为和昌地产的华南区域公司，主要负责和昌地产华南区域房地产项目的开发和销售。和昌地产融资手段较多元化，给予公司的资金支持力度较大；此外，2018年，和昌地产以项目公司股权向公司注资，增加了公司的资本实力。

截至2019年底，和昌地产资产总额296.48亿元；其中货币资金16.66亿元（受限10.22亿元）；存货159.36亿元，规模相对较大，项目主要分布在华南区域、华中区域和华东区域；长期股权投资18.87亿元。截至2019年底，和昌地产负债222.62亿元，其中预收款项91.56亿元；所有者权益73.86亿元。2019年，和昌地产实现营业收入74.79亿元，实现净利润4.81亿元。2019年，和昌地产销售商品、提供劳务收到的现金58.78亿元，经营活动产生的现金流净额为8.67亿元；投资活动产生的现金流净额为6.25亿元；筹资活动产生的现金流净额-13.36亿元。截至2019年底，和昌地产全部债

务 53.88 亿元（上年为 71.24 亿元），其中短期债务 24.88 亿元，长期债务 29.00 亿元；和昌地产全部债务资本化比率 42.18%（上年为 48.91%），资产负债率为 75.09%（上年为 77.59%）。

2019 年，克而瑞中国房地产销售排行榜中，和昌地产流量销售金额 197.8 亿元，排名较上年下滑 38 位；权益销售金额 134.4 亿元，排名较上年下滑 47 位。

6. 关联交易

公司与关联方的资金往来规模较大。

截至2019年底，公司其他应收款中应收关联方款项合计64.16亿元；其他应付款中应付关联方款项合计30.77亿元。公司关联方往来款形成的原因主要为公司根据和昌地产内资金统筹管理和调配原则，经公司内部决策后向关联方公司提供的款项，以满足其投资、支付工程款以及其他日常经营款项所需。

2019年，公司关联方资金拆借主要为与股东的拆借，拆入金额合计26.19亿元，拆出金额合计20.79亿元。

7. 经营关注

公司房地产业务面临一定的业务集中风险

公司项目主要位于深圳和南昌地区，若上述城市对住宅及商业物业的需求或价格下跌，则会对公司的经营业务、营业收入及经营现金流构成不利影响。

公司土地储备以旧改项目为主，存在不确定性，同时也面临一定的资本支出压力

未来公司仍将继续聚焦于深圳等地区的房地产开发，从现有土地储备以及公司经营规模看，公司土地储备中旧改项目占比高，旧改项目尚需投资规模大，且周期较长，存在一定的不确定性，并面临较大的资本支出压力。

公司在售项目剩余可售面积较小，去化困难

公司剩余可售项目主要以商场、车位、公寓和酒店为主，规模较小，且去化较为困难，未来短期内销售下降风险较大。

8. 未来发展

公司未来发展战略较为清晰，能够有效的支持公司可持续发展。

2020年，公司将着重调整经营导向，以现金流为核心，提高运营效率，提升经营质量，全面提升产品力，将现有项目的开发、销售、旧改进程加速，并通过产业金融化和资产证券化打通资金通道，提升净资产收益率，做大企业战略。

六、财务分析

1. 财务概况

公司2019年度财务报表经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，2018年财务数据已追溯调整；公司财务报表按照财政部最新颁布的《企业会计准则》进行编制。2019年，公司合并范围新增1家子公司，公司财务数据的可比性较强。

截至2019年底，公司合并资产总额173.16亿元，负债总额96.92亿元，所有者权益总额（含少数股东权益）76.24亿元，归属于母公司所有者权益52.63亿元。2019年，公司实现营业收入22.15亿元，净利润（含少数股东损益）2.26亿元，归属于母公司所有者的净利润0.88亿元；经营活动产生的现金

流量净额-11.91亿元，现金及现金等价物净增加额-3.71亿元。

2. 资产质量

2019年，公司资产规模有所下降，仍以流动资产为主；其他应收款中关联方往来款规模大，存货主要位于深圳地区，位置较好；投资性房地产规模大，需关注其公允价值变动风险；公司资产受限程度高，资产整体质量一般。

截至2019年底，公司资产总额173.16亿元，较年初下降15.72%，主要系流动资产减少所致；其中，流动资产占72.45%，非流动资产占27.55%，仍以流动资产为主。

流动资产

截至2019年底，公司流动资产125.45亿元，较年初下降20.72%，主要系货币资金和其他应收款减少所致；公司流动资产主要由货币资金（占7.18%）、存货（占37.89%）和其他应收款（占53.57%）构成。

截至2019年底，公司货币资金9.01亿元，较年初下降39.55%，主要系公司偿还回售债券所致。公司货币资金中，银行存款为3.51亿元，其他货币资金5.50亿元。因抵押、质押等使用有限制的货币资金5.52亿元，占货币资金比例为61.26%，受限程度较高。受限货币资金主要包括用于抵押、质押的存单（4.53亿元）、商品房按揭保证金（0.64亿元）、监管户资金（0.32亿元）、商品房贷款保证金（161.91万元）和法院冻结资金（193.19万元），其中资金冻结主要系公司子公司南昌莱蒙置业有限公司的非借贷诉讼案件中判决。

截至2019年底，公司其他应收款67.21亿元，较年初下降34.07%，主要系公司与莱蒙国际之间的往来款集中清理所致。截至2019年底，公司累计计提坏账准备439.49万元，计提比例很低；截至2019年底，公司其他应收款的关联方余额共计64.16亿元，占其他应收款的95.46%，关联方资金占用较大。截至2019年底，公司按欠款方归集的期末余额前五名其他应收款为59.85亿元，占比为89.40%，集中度很高；其中莱蒙投控系公司控股股东、和昌地产和深圳运昌为公司间接控股股东。

表8 截至2019年底公司其他应收款余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	占其他应收款期末余额比例
莱蒙投控	关联公司往来款	38.21	57.08
和昌地产	关联公司往来款	10.78	16.10
深圳运昌	关联公司往来款	6.78	10.13
北京和嘉瑞昌投资管理有限公司	其他往来款	2.07	3.10
郑州瑞昌企业管理咨询有限公司	关联公司往来款	2.00	2.99
合计	--	59.85	89.40

资料来源：公司审计报告

截至2019年底，公司存货账面价值47.53亿元，较年初增长21.51%，主要系公司南联旧改项目开发投入增加所致。公司存货中开发成本占91.79%，主要项目为深圳市龙岗南联旧村改造项目；开发产品占8.18%；公司对存货计提0.30亿元跌价准备，计提比例小。

非流动资产

截至2019年底，公司非流动资产合计47.71亿元，较年初增长1.02%，主要为投资性房地产（占86.69%）。

公司对投资性房地产采用公允价值模式计量，截至2019年底，公司投资性房地产41.36亿元，较

年初变动不大。公司投资性物业主要为杭州市莱蒙水榭春天福邸、南昌市莱蒙都会和常州市莱蒙城；其中南昌莱蒙都会项目公允价值31.77亿元，规模较大，但该物业目前运营效果一般，与商户纠纷较多。公司投资性房地产全部用于债务担保，受限比例很高。

截至2019年底，公司受限资产88.53亿元，受限比例51.13%，受限比例高，主要用于抵押担保；其中受限货币资金5.52亿元，占受限资产总额比例为3.19%；受限存货账面价值40.23亿元，占受限资产总额比例为23.23%；受限投资性房地产41.36亿元，占受限资产总额比例为23.88%。

表9 截至2019年底公司资产受限情况（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占资产比例	受限原因
货币资金	5.52	3.19	监管户资金、按揭保证金等
固定资产	1.42	0.82	为股东深圳运昌取得借款抵押
存货	40.23	23.23	为股东深圳运昌取得借款抵押
投资性房地产	41.36	23.88	为股东深圳运昌取得借款抵押
合计	88.53	51.13	--

资料来源：公司审计报告

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

2019年，公司负债仍以流动负债为主；其中关联方往来款规模较大；公司债务负担轻。

截至2019年底，公司负债总额96.92亿元，较年初下降24.80%，主要系流动负债下降所致；公司负债中流动负债占83.24%，非流动负债占16.76%；仍以流动负债为主。

截至2019年底，公司流动负债80.67亿元，较年初下降33.87%，主要系一年内到期的非流动负债和预收款项减少所致，主要由应付账款（占19.74%）、预收款项（占5.57%）和其他应付款（占65.14%）构成。

截至2019年底，公司应付账款为15.93亿元，较年初增长2.35倍，主要系应付工程款增长所致。截至2019年底，公司预收款项为4.49亿元，较年初大幅下降77.31%，主要系公司预收房款下降所致。截至2019年底，公司其他应付款（包含应付利息和应付股利）52.55亿元，较年初下降12.67%，主要系资金往来款减少所致；其中，其他应付款34.24亿元，以资金往来款（33.43亿元）为主。

截至2019年底，公司非流动负债合计16.25亿元，较年初增长1.36倍，主要系长期借款增加所致。非流动负债主要由长期借款（占58.46%）、应付债券（占8.68%）和递延所得税负债（占32.86%）构成。

截至2019年底，公司长期借款9.50亿元，较年初大幅增长5.58倍，主要系公司深圳南联项目和南昌莱蒙新增贷款所致；公司长期借款以质押借款（5.00亿元）和保证借款（4.00亿元）为主。截至2019年底，公司应付债券1.41亿元，相应债券为“16莱蒙01”，将于2021年9月13日到期。

截至2019年底，公司全部债务13.68亿元，较年初下降58.72%，主要系公司偿还回售的债券所致；其中，短期债务占20.25%，长期债务占79.75%；公司资产负债率、全部债务资本化率和长期债务资本化率分别为55.97%、15.21%和12.52%，较年初分别下降6.75个百分点、下降14.99个百分点和上升10.67个百分点，整体债务负担仍属较轻。从债务到期情况以及和昌地产对公司的资金支持力度看，公司债务集中偿付压力不大。

表 10 截至 2019 年底公司债务到期情况 (单位: 亿元)

年份	短期借款	应付票据	长期借款	应付债券	合计
2020 年	1.45	1.32	--	--	2.77
2021 年	--	--	9.00	1.41	10.41
2022 年	--	--	0.50	--	0.50
2023 年及以后	--	--	--	--	0.00
合计	1.45	1.32	9.50	1.41	13.68

资料来源: 公司审计报告

(2) 所有者权益

2019年, 公司所有者权益变动不大; 归属于母公司所有者权益主要由实收资本构成, 稳定性一般。

截至2019年底, 公司所有者权益76.24亿元, 较年初变动不大。归属于母公司所有者权益合计52.63亿元(占所有者权益的69.03%), 其中实收资本占66.50%, 资本公积占5.65%, 盈余公积占6.83%, 未分配利润占18.11%; 权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2019年, 公司营业收入和净利润有所增长, 投资性房地产公允价值变动损益对公司利润水平影响很大; 公司盈利能力弱。

2019年, 公司营业收入为22.15亿元, 同比增长32.02%, 主要系公司项目结转规模增加所致; 净利润为2.26亿元, 同比增长56.48%, 主要系公司结转收入增加以及公允价值变动收益增加所致, 其中归属于母公司所有者的净利润为0.88亿元。

期间费用方面, 2019年公司费用总额2.86亿元, 同比下降8.56%, 主要系财务费用大幅下降所致; 其中销售费用为0.69亿元, 同比变动不大, 占比24.25%; 管理费用为0.75亿元, 同比增长12.83%, 主要系公司职工薪酬增长所致, 占费用总额比例为26.29%; 财务费用为1.42亿元, 同比下降21.18%, 主要系公司债务规模下降所致, 占费用总额比例为49.46%。

2019年, 公司公允价值变动损益为2.20亿元, 同比大幅增长2.52倍, 主要系投资性房地产公允价值变动损益增长所致, 占营业利润比例为68.59%, 对公司利润水平影响很大; 其中主要以南昌莱蒙都会项目公允价值变动较大, 需关注其公允价值波动影响。2019年, 公司投资收益由上年的-971.61万元增长至0.42亿元, 占营业利润比例为13.12%, 其中以持有芜湖长顺投资中心(有限合伙)取得的投资收益为主。公司利润水平对公允价值变动损益依赖程度很大。

从盈利指标来看, 2019年, 公司总资产收益率、总资产报酬率以及净资产收益率分别为3.76%、2.49%以及2.96%, 较上年分别增加0.95个、0.49个和1.05个百分点; 公司盈利指标表现较差, 盈利能力弱, 主要系2017年公司股东变更以及出售多个项目公司, 公司正常经营受到影响所致。

5. 现金流

2019年, 公司经营活动现金流大规模净流出, 其中销售回款金额大幅下降; 公司投资活动现金流净额规模较小; 公司对筹资活动的依赖性较大。

从经营活动看, 2019年, 公司经营活动现金流入为24.45亿元, 同比下降1.54%, 主要系公司销售回款下降和资金往来增加共同影响所致; 公司经营活动现金流出为36.36亿元, 同比下降11.77%, 主要系公司往来款下降所致; 2019年, 公司经营活动净现金流为-11.91亿元, 净流出规模有所下降。目前公司可售项目集中在较难去化的商业、车位、公寓等业态, 未来销售回款对于深圳南联拾里花

都项目较为依赖，该项目预计于2021年开盘，短期内公司经营活动现金流仍对往来款较为依赖。

从投资活动看，2019年，公司投资活动现金流入为2.09亿元，同比大幅下降83.83%，主要收回投资收到的现金减少所致；公司投资活动现金流出为0.39亿元，规模较小；2019年，公司投资活动净现金流为1.70亿元，净流入规模大幅下降。

从筹资活动看，2019年，公司筹资活动现金流入为63.59亿元，同比大幅增长2.40倍，主要系公司将关联方资金拆借计入筹资活动所致；公司筹资活动现金流出为57.09亿元，同比增长1.39倍，主要资金拆借增长所致；2019年，公司筹资活动净现金流为6.51亿元。

6. 偿债能力

公司短期和长期偿债能力指标表现均较好，考虑到和昌地产对公司的资金支持力度大，公司项目主要分布在深圳，质量较好，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率由年初的1.30倍增长至1.56倍，速动比率由年初的0.98倍下降至0.97倍；公司现金短期债务比由年初的0.47倍大幅增长至3.25倍，主要系公司于2019年偿还进入回售期的债券所致；整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为4.88亿元，同比增长6.11%，主要系公司利润总额增长所致。2019年公司EBITDA主要由利润总额（占65.96%）和计入财务费用的利息支出（占30.52%）构成。2019年公司EBITDA利息倍数由2018年的1.46倍上升至1.79倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；EBITDA全部债务比由2018年的0.14倍增长至0.36倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度强。整体看，公司长期偿债能力指标较强。

截至2019年底，公司获得的银行授信额度合计65.60亿元，尚未使用的授信额度为30.43亿元。公司间接融资渠道一般。

截至2019年底，公司对合并范围外关联方提供担保87.38亿元，均为对公司母公司深圳运昌并购莱蒙资产包的借款提供的担保。

根据最新公司提供的征信报告（统一社会信用代码：91440300618932205X），截至2020年8月4日，公司无未结清不良类及关注类信贷信息，有6笔已结清关注类信贷信息，均为莱蒙国际收购公司之前已产生的，对公司未造成实际影响。

截至2019年底，公司无重大未决诉讼或仲裁情况。

7. 母公司财务分析

公司母公司资产主要以其他应收款和长期股权投资为主；母公司收入规模较小。

截至2019年底，公司母公司口径资产为77.36亿元，较年初下降9.12%。从资产结构来看，母公司流动资产占比为79.37%。截至2019年底，母公司流动资产为61.40亿元，以其他应收款（占98.79%）为主；非流动资产合计15.96亿元，以可供出售金融资产（占50.12%）和长期股权投资（占49.86%）为主。截至2019年底，公司母公司口径负债总额42.37亿元，以流动负债（占96.67%）为主；母公司流动负债40.96亿元，以其他应付款（占98.74%）为主。截至2019年底，公司资产负债率为54.77%。截至2019年底，公司母公司口径所有者权益34.99亿元，较年初变动不大；其中，实收资本、资本公积和未分配利润分别为35.00亿元、6.41亿元和-10.02亿元。

2019年，公司母公司口径营业收入为37.71万元，投资收益1.57亿元，净利润为0.64亿元。

2019年，公司母公司口径经营活动产生的现金流净额为-11.91亿元；投资活动产生的现金流净额为1.70亿元；筹资活动产生的现金流净额为6.51亿元。

七、公司债券偿债能力分析

公司现金类资产、净资产、EBITDA和经营活动现金流入对“16莱蒙01”待偿本金的覆盖程度高，考虑到公司股东和昌地产给予公司的资金支持，联合评级认为，公司对“16莱蒙01”的偿还能力很强。

截至2019年底，公司现金类资产（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）和净资产是“16莱蒙01”债券本金（1.44亿元）的6.26倍和52.94倍，覆盖程度高；2019年，公司EBITDA是债券本金的3.39倍，公司经营活动产生的现金流入是债券本金的16.98倍，覆盖程度高。

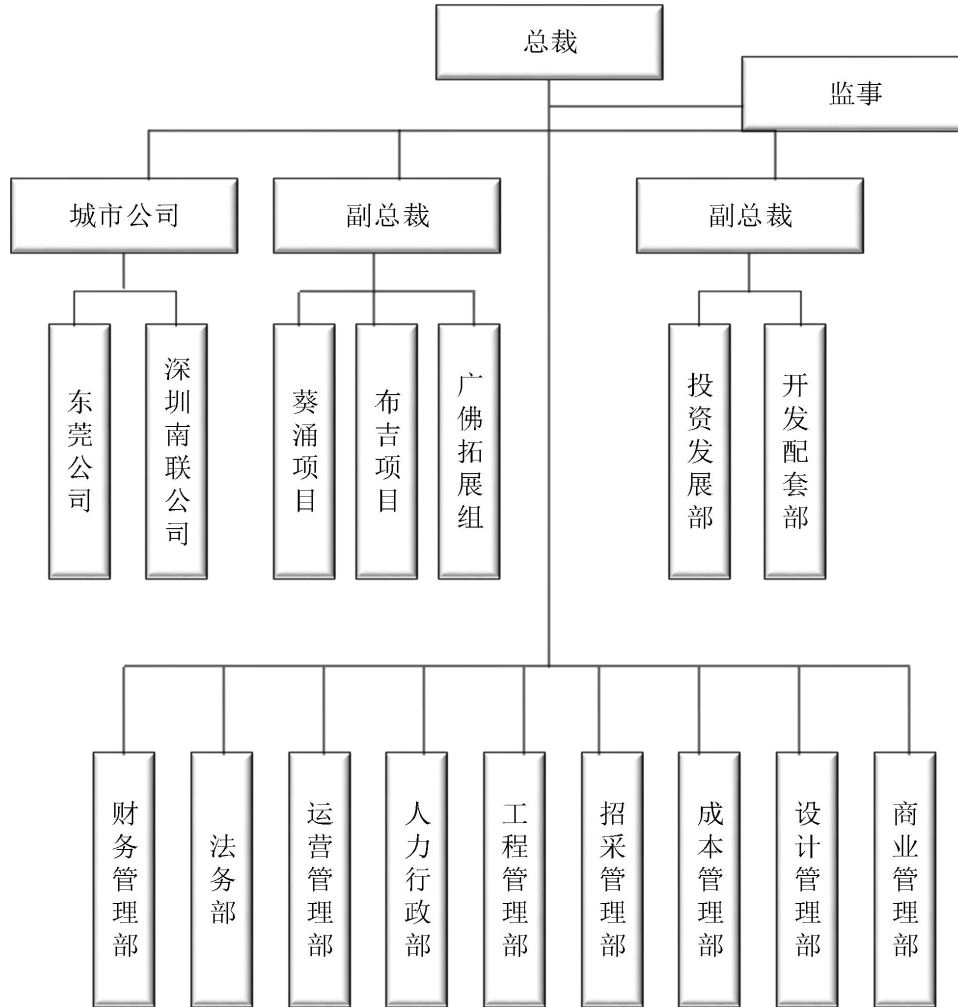
八、综合评价

2019年，公司作为和昌地产的华南区域公司，和昌地产对公司的各项支持力度均较大；公司土地储备主要位于深圳地区，储备充足且质量较好；公司债务负担较轻，权益稳定性较好。同时，公司可售项目规模较小且去化较慢，深圳旧改项目开发进度不及预期，资本支出压力较大；公司关联方资金拆借规模较大以及经营活动大规模净流出等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到公司南联旧改项目规模较大，若项目正常开发销售，公司现金流水平有望提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”，同时维持“16莱蒙01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 截至 2019 年底深圳深国投房地产开发有限公司
组织结构图



附件 2 深圳深国投房地产开发有限公司 主要计算指标

项目	2017年	2018年	2019年
资产总额（亿元）	229.86	205.47	173.16
所有者权益（亿元）	74.77	76.60	76.24
短期债务（亿元）	0.00	31.69	2.77
长期债务（亿元）	51.36	1.44	10.91
全部债务（亿元）	51.36	33.14	13.68
营业收入（亿元）	13.96	16.77	22.15
净利润（亿元）	0.28	1.44	2.26
EBITDA（亿元）	5.84	4.60	4.88
经营性净现金流（亿元）	-8.40	-16.38	-11.91
流动资产周转次数（次）	0.08	0.10	0.00
存货周转次数（次）	0.22	0.28	0.40
总资产周转次数（次）	0.06	0.08	0.12
现金收入比率（%）	76.10	73.42	37.31
总资本收益率（%）	1.65	2.81	3.76
总资产报酬率（%）	2.14	2.00	2.49
净资产收益率（%）	0.30	1.91	2.96
营业利润率（%）	14.03	28.49	16.46
费用收入比（%）	36.93	18.67	12.93
资产负债率（%）	67.47	62.72	55.97
全部债务资本化比率（%）	40.72	30.20	15.21
长期债务资本化比率（%）	40.72	1.85	12.52
EBITDA 利息倍数（倍）	2.18	1.46	1.79
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.14	0.36
流动比率（倍）	1.83	1.30	1.56
速动比率（倍）	1.44	0.98	0.97
现金短期债务比（倍）	--	0.47	3.25
经营现金流流动负债比率（%）	-8.45	-13.43	-14.76
EBITDA/待偿债券本金（%）	4.06	3.20	3.39

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、EBITDA/待偿债券本金=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金

附件 3 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	
应收账款周转率	营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转率	营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转率	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+销售费用+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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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

 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。